



Hacettepe Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü
İşletme Anabilim Dalı
İşletme-Doktora Programı

**PAY GERİ ALIMLARI İLE GERİ ALIM İŞLEMLERİNİN NEDEN VE
SONUÇLARININ ANALİZİ: BORSA İSTANBUL ÜZERİNE BİR
UYGULAMA**

Burak PİRGAİP

Doktora Tezi

Ankara, 2014

PAY GERİ ALIMLARI İLE GERİ ALIM İŞLEMLERİNİN NEDEN VE
SONUÇLARININ ANALİZİ: BORSA İSTANBUL ÜZERİNE BİR
UYGULAMA

Burak PİRGAİP

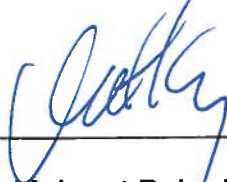
Hacettepe Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü
İşletme Anabilim Dalı
İşletme-Doktora Programı

Doktora Tezi

Ankara, 2014

KABUL VE ONAY

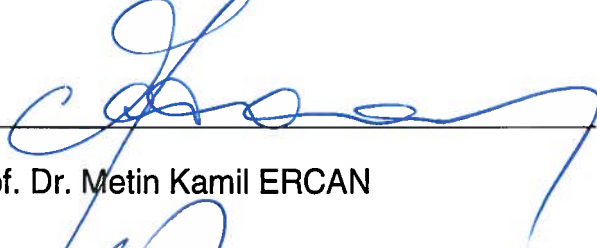
Burak PİRGAİP tarafından hazırlanan "Pay Geri Alımları ile Geri Alım İşlemlerinin Neden ve Sonuçlarının Analizi: Borsa İstanbul Üzerine Bir Uygulama" başlıklı bu çalışma, 21/10/2014 tarihinde yapılan savunma sınavı sonucunda başarılı bulunarak jürimiz tarafından Doktora Tezi olarak kabul edilmiştir.




Prof. Dr. Mehmet Baha KARAN (Başkan)



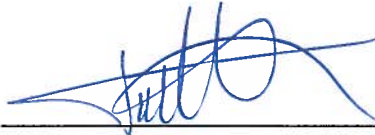
Prof. Dr. Semra KARACAER (Danışman)



Prof. Dr. Metin Kamil ERCAN



Prof. Dr. Mustafa Ömer İPÇİ



Doç. Dr. Tarkan ÇAVUŞOĞLU

Yukarıdaki imzaların adı geçen öğretim üyelerine ait olduğunu onaylıyorum.

Prof. Dr. Yusuf ÇELİK

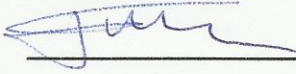
Enstitü Müdürü

BİLDİRİM

Hazırladığım tezin tamamen kendi çalışmam olduğunu ve her alıntıya kaynak gösterdiğimi taahhüt eder, tezimin kağıt ve elektronik kopyalarının Hacettepe Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü arşivlerinde aşağıda belirttiğim koşullarda saklanmasına izin verdiğimi onaylarım:

- Tezimin tamamı her yerden erişime açılabilir.
- Tezim sadece Hacettepe Üniversitesi yerleşkelerinden erişime açılabilir.
- Tezimin yıl süreyle erişime açılmasını istemiyorum. Bu sürenin sonunda uzatma için başvuruda bulunmadığım takdirde, tezimin tamamı her yerden erişime açılabilir.

21/10/2014



Burak PİRGAİP

TEŞEKKÜR

Bu tezde birçok değerli kişinin hakkı ve pay sahipliği bulunmaktadır. Ancak, ismini zikretmeden geçemeyeceğim kişilerin başında gelen danışmanın Sayın Hocam Prof. Dr. Semra KARACAER'i her aşamada verdiği desteği, yönlendirmeleri ve fikirleri nedeniyle ayrı bir yere koymam gerekir. Kendisiyle beraber tezi onaylayan, başta tez izleme komitesi üyeleri Sayın Hocam Prof. Dr. Mehmet Baha KARAN ve Prof. Dr. Metin Kamil ERCAN olmak üzere, jüri üyeleri Sayın Hocam Prof. Dr. Mustafa Ömer İPÇİ ve Doç. Dr. Tarkan ÇAVUŞOĞLU'ya da ayrıca borçlanmış bulunuyorum. Akademik hayatım boyunca bu borcu başarılı ve özverili çalışmalarla ödemeye çalışacağım.

Tezin İngiltere'de sürdürdüğüm ampirik çalışma ayağında benden desteğini esirgemeyen Prof. Dr. Aydın ÖZKAN ve Dr. Alper KARA'yı da anmam gerekir. Tezin yazımında doktora programım süresince ders aldığım tüm Hocalarımdan azamî suretle istifade ettiğimi ayrıca belirtmek isterim.

Bu değerli isimlerin yanı sıra, teze dayanak teşkil eden her türlü bilgiye ulaşabilmemde Sermaye Piyasası Kurulu'ndaki görevimin büyük kolaylık sağladığını da dikkate alarak başta Kurul Başkanı Sayın Dr. Vahdettin ERTAŞ'ın vesilesiyle tüm Üstadlarıma ve çalışma arkadaşlarıma teşekkür eder, bu tezin sermaye piyasası uygulamalarının sağlıklı bir şekilde yönlendirilmesinde kaynak gösterilen bir çalışma olmasını temenni ederim.

ÖZET

PİRGAİP, Burak. Pay Geri Alımları ile Geri Alım İşlemlerinin Neden ve Sonuçlarının Analizi: Borsa İstanbul Üzerine Bir Uygulama, Doktora Tezi, Ankara, 2014.

Pay geri alımları, şirket bünyesindeki atıl nakdin dağıtımında rol oynayan kurumsal bir finansman aracı olarak görülmekte; çoğu zaman nakit temettü dağıtımlarına alternatif bir uygulama olarak değerlendirilmektedir. Önceleri, şirket ortakları ve alacaklıları açısından sakıncalı uygulamalara yol açabileceği gerekçesiyle yasaklanmış bulunan geri alım işlemlerinin, şirketlerin birtakım finansman ihtiyaçlarının karşılanmasındaki işlevinin artmasına istinaden, birçok ülkenin şirketler hukuku düzenlemelerine konu edilmeye başlandığı görülmektedir. İşlemlerin hukukî alt yapısı tesis edilerek belirsizliklerin giderilmesiyle birlikte şirketlerce özellikle borsada gerçekleştirilen pay geri alımlarına büyük ilgi gösterildiği gözlemlenmektedir. Türkiye’de pay geri alımı uygulamasına, Avrupa Birliği müktesebatına uyum çalışmaları kapsamında 6102 sayılı Türk Ticaret Kanunu ve 6362 sayılı Sermaye Piyasası Kanunu’nda son dönemde yapılan değişikliklerle imkân tanınmıştır. Bu imkân doğrultusunda payları borsada işlem gören şirketler tarafından yapılan geri alım işlemlerine yönelik ampirik çalışmalar sonucunda: (1) şirketlerin geri alım kararı vermelerinde paylarının düşük değerlendirildiği ve şirketin faaliyetlerinin yolunda gittiği mesajının piyasaya verilmesinin belirleyici rol oynadığı; (2) kısa vadede, yatırımcıların geri alım işlemlerine olumlu tepki verdiği ve geri alım işlemleriyle payların likiditesinin artırılmasının, oynaklığının da azaltılmasının mümkün olduğu anlaşılmıştır.

Anahtar Sözcükler:

Pay geri alımları, geri alınan paylar, borsada gerçekleştirilen geri alımlar, payların düşük değerlendirilmesi, piyasaya mesaj verilmesi, şirketler hukuku, kurumsal yönetim, anormal getiri, likidite, oynaklık.

ABSTRACT

PIRGAIP, Burak. Stock Repurchases and an Analysis of Motivations Behind and Outcomes of Stock Repurchase Transactions: Borsa İstanbul Practice, Ph. D. Dissertation, Ankara, 2014.

Stock repurchase, as a corporate finance tool and a substitute for cash dividends, plays an important role in distributing excess cash. Following a prohibited period due to its potentially negative outcomes for shareholders and creditors, stock repurchase has recently been regulated within the company law systems of many jurisdictions pursuant to its increasing popularity in satisfying special financing requirements of companies. That the regulatory improvements have removed the uncertainty inherent in such transactions has increased the volume of, especially, the open market stock repurchases. Turkish legislation, i.e. Commercial Code and Capital Markets Law, has latterly been updated in accordance with *acquis communautaire* in order to allow stock repurchases. Empirical investigations regarding stock repurchase transactions of listed companies reveal that: **(1)** undervaluation and signaling are the most prominent determinants of stock repurchase decisions; **(2)** investor reaction to stock repurchases is generally positive and liquidity tends to increase as volatility decreases in the short-term.

Key Words:

Share/stock repurchase/buyback, treasury/own shares, open market share/stock repurchase, undervaluation, signalling, company law, corporate governance, abnormal return, liquidity, volatility.

İÇİNDEKİLER

KABUL VE ONAY	i
BİLDİRİM	ii
TEŞEKKÜR	iii
İÇİNDEKİLER	vi
TABLolar DİZİNİ	xi
ŞEKİLLER DİZİNİ	xiv
KISALTMALAR	xv
GİRİŞ	1
BİRİNCİ BÖLÜM	
PAY GERİ ALIMLARI	8
1.1. TEORİDE PAY GERİ ALIMLARI.....	8
1.1.1. Mükemmel Piyasalar.....	10
1.1.2. Mükemmel Olmayan Piyasalar	12
1.1.2.1. Artık Sermayenin Dağıtılması Yaklaşımı	12
1.1.2.2. Nakit Akışının Doğru Değerlendirilmesi Yaklaşımı	13
1.1.2.3. Piyasaya Mesaj Verilmesi Yaklaşımı.....	14
1.1.2.3.1. Payların Düşük Fiyatlandığı Mesajının Verilmesi	14
1.1.2.3.2. İşlerin Olumlu Gittiği Mesajının Verilmesi.....	15
1.1.2.4. İdeal Sermaye Yapısına Ulaşılması Yaklaşımı	16
1.1.2.5. Yöneticilerin Teşvik Edilmesi Yaklaşımı	16
1.1.2.6. Ele Geçirmelere Caydırıcılık Kazandırılması Yaklaşımı	17
1.1.2.7. Servetin El Değiştirmesi Yaklaşımı	18
1.2. PRATİKTE PAY GERİ ALIMLARI	18
1.2.1. Pay Geri Alımının Amaçları	19
1.2.2. Pay Geri Alım Yöntemleri	20
1.2.2.1. Borsada Gerçekleştirilen Geri Alımlar.....	20
1.2.2.2. Çağrı Yoluyla Gerçekleştirilen Geri Alımlar	21
1.2.2.2.1. Sabit Fiyatlı Çağrı	21
1.2.2.2.2. Hollanda Usulü Çağrı.....	23
1.2.2.3. Müzakere Yoluyla Gerçekleştirilen Geri Alımlar	24
1.2.2.4. Türev İşlemlerle Gerçekleştirilen Geri Alımlar	25
1.2.2.4.1. Satım Opsiyonu Yazılması.....	25
1.2.2.4.2. Alım Opsiyonu Satın Alınması	28

1.2.2.4.3. Sıfır Maliyetli Koridor Satın Alınması.....	30
1.2.2.4.4. Forward Sözleşmesi Satın Alınması.....	31
1.2.2.4.5. Hızlandırılmış Geri Alım Yapılması	32
1.2.2.4.6. Devredilebilir Satma Haklarının Kullanılması.....	32
1.2.3. Pay Geri Alımının Sonuçları.....	33
1.2.3.1. Olumlu Sonuçlar	33
1.2.3.2. Olumsuz Sonuçlar	36

İKİNCİ BÖLÜM

PAY GERİ ALIMLARINA İLİŞKİN ŞİRKETLER HUKUKU

DÜZENLEMELERİ 39

2.1. ŞİRKETLER HUKUKU SİSTEMLERİNİN PAY GERİ ALIMLARIYLA

İLİŞKİSİ..... 39

2.1.1. Yazılı Hukuk Sisteminde Pay Geri Alımları.....	40
2.1.2. İçtihat Hukuku Sisteminde Pay Geri Alımları	41

2.2. PAY GERİ ALIMLARININ ŞİRKETLER HUKUKUNDAKİ YERİ 42

2.2.1. Kurumsal Yapı Boyutu.....	42
2.2.1.1. Sermayenin Korunması.....	43
2.2.1.2. İşletmenin Sürekliliğinin Sağlanması	45
2.2.2. Kurumsal Yönetim Boyutu	48
2.2.2.1. Ortaklara Eşit Muamele Edilmesi	49
2.2.2.2. Kamunun Aydınlatılması	51
2.2.2.2.1. Finansal Tablolar.....	53
2.2.2.2.2. Faaliyet Raporları	54
2.2.2.2.3. Özel Durum Açıklamaları	56
2.2.2.2.4. Diğer Kamuyu Aydınlatma Yöntemleri	57
2.2.2.3. Menfaat Sahiplerine Karşı Sorumlu Davranılması	58
2.2.2.4. Yönetimin Faaliyetlerinin Gözetilmesi	60
2.2.3. Kurumsal Finansman Boyutu.....	61
2.2.3.1. Geri Alım Yönteminin Belirlenmesi	61
2.2.3.2. Piyasa Bozucu Eylemlere Neden Olunmaması	62
2.2.3.3. Güvenli Liman Uygulaması	63
2.2.3.4. Geri Alınan Payların Elden Çıkarılması.....	64

ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

PAY GERİ ALIMLARINA İLİŞKİN FİNANSAL RAPORLAMA ESASLARI ... 66

3.1. PAY GERİ ALIMLARININ FİNANSAL TABLOLARA OLAN TEMEL

ETKİLERİ 66

3.1.1. Geri Alınan Payların Varlık Olarak Muhasebeleştirilmesi	67
--	----

3.1.2. Geri Alınan Payların Öz Kaynaktan İndirim Olarak Muhasebeleştirilmesi.....	71
3.1.2.1. Maliyet Yöntemi	72
3.1.2.2. Nominal Değer Yöntemi	73
3.1.2.3. Geri Çekilmiş Sayma Yöntemi	73
3.1.3. Yöntemlerin Uygulanması	74
3.1.3.1. Payların Geri Alınması.....	75
3.1.3.1.1. Payların ihraç bedelinden yüksek bir maliyetle geri alımı	75
3.1.3.1.2. Payların ihraç bedelinden düşük, nominal değerinden yüksek bir maliyetle geri alımı	77
3.1.3.1.3. Payların nominal bedelinden düşük bir maliyetle geri alımı	78
3.1.3.2. Geri Alınan Payların Elden Çıkarılması.....	78
3.1.3.2.1. Payların geri alım bedelinden yüksek bir bedelle elden çıkarılması	79
3.1.3.2.2. Payların geri alım bedelinden düşük, ihraç bedelinden yüksek bir bedelle elden çıkarılması.....	80
3.1.3.2.3. Payların ihraç bedelinden düşük, nominal değerinden yüksek bir bedelle elden çıkarılması.....	81
3.1.3.2.4. Payların nominal değerinden düşük bir bedelle elden çıkarılması	82
3.1.3.3. Geri Alınan Payların İtfa Edilmesi.....	83
3.1.4. Yöntemlerin Kıyaslanması	84

3.2. PAY GERİ ALIMLARININ FİNANSAL TABLOLARA OLAN DİĞER

ETKİLERİ	85
3.2.1. Geri Alınan Payların Pay Bazlı Ödemelerde Kullanılması	86
3.2.2. Pay Geri Alımı İşlemlerinin Nakit Akış Tablosunda Sunulması	89
3.2.3. Geri Alınan Payların Pay Başına Kazanç Oranını Etkilemesi.....	90
3.2.3.1. Geri Alınan Payların Adı Pay Başına Kazanç Oranına Etkisi.....	91
3.2.3.2. Geri Alınan Payların Sulandırılmış Pay Başına Kazanç Oranına Etkisi	92
3.2.4. Geri Alım İşlemlerinin İlişkili Taraflarla Yapılması.....	94
3.2.5. Konsolide Finansal Tablolarda Geri Alınan Paylar	95
3.2.5.1. Bağlı Ortaklığın Ana Ortaklığın Paylarını Geri Alması	95
3.2.5.1. Bağlı Ortaklığın Kendi Paylarını Geri Alması	95

DÖRDÜNCÜ BÖLÜM

TÜRKİYE'DE PAY GERİ ALIMLARI.....97

4.1. YASAL DÜZENLEMELER.....	97
4.1.1. 01.09.2009 Tarihinden Önceki Dönem	99
4.1.2. 01.09.2009-10.08.2011 Tarihleri Arasındaki Dönem	100
4.1.3. 10.08.2011-03.01.2014 Tarihleri Arasındaki Dönem	101
4.1.4. 03.01.2014 Tarihinden Sonraki Dönem	102

4.2. PAY GERİ ALIMLARINA İLİŞKİN DEĞERLENDİRMELER	107
4.2.1. Uygulama Açısından Değerlendirme	107
4.2.1.1. Geri Alım Yöntemlerinin Çeşitlendirilmesi	108
4.2.1.2. Geri Alınan Payların Repo İşlemlerinde Kullanılması.....	110
4.2.1.3. Geri Alımın Pay Opsiyonları ve Paya Dönüştürülebilir Tahvillerin İhracıyla İlişkilendirilmesi	112
4.2.1.4. Ortaklık Varantlarının Geri Alınan Paylarla İtfa Edilmesi.....	113
4.2.2. Şirketler Hukuku Açısından Değerlendirme	116
4.2.2.1. Geri Alım Nedeniyle Çağrı Yükümlülüğünün Doğması.....	117
4.2.2.2. Halka Açılmalarda Pay Geri Alımı İşlemleriyle Fiyat İstikrarının Sağlanması	119
4.2.2.3. Geri Alımın Şarta Bağlı Sermaye Artırımlarının İcrasında Kullanılması	120
4.2.3. Finansal Raporlama Açısından Değerlendirme.....	121
4.2.3.1. Geri Alınan Paylara İlişkin Yedek Oluşturulması.....	122
4.2.3.2. Finansal Tablo Formatları	127

BEŞİNCİ BÖLÜM

SERMAYE PİYASASINDA PAY GERİ ALIMI İŞLEMLERİNİN AMPİRİK

OLARAK İNCELENMESİ.....129

5.1. PAY GERİ ALIMLARINA NEDEN OLAN FAKTÖRLER.....	130
5.1.1. Araştırma Verileri	130
5.1.2. Literatür Taraması	133
5.1.3. Araştırma Hipotezleri.....	137
5.1.4. Koşullu Lojistik Regresyon Çalışması.....	140
5.1.4.1. Tek Değişkenli Analiz	142
5.1.4.2. Çok Değişkenli Analiz.....	145
5.1.5. Panel Lojistik Regresyon Çalışması.....	150
5.1.5.1. Tek Değişkenli Analiz	150
5.1.5.2. Çok Değişkenli Analiz	151
5.1.6. Çok Terimli Lojistik Regresyon Çalışması	154
5.1.6.1. Tek Değişkenli Analiz	155
5.1.6.2. Çok Değişkenli Analiz	156
5.2. GERİ ALIMLARIN PAY FİYATLARI ÜZERİNDEKİ KISA DÖNEM ETKİLERİ	159
5.2.1. Araştırma Verileri	160
5.2.2. Literatür Taraması	161
5.2.3. Araştırma Hipotezleri.....	163
5.2.4. Pay Fiyatlarının Performansı.....	164

5.2.4.1. Tek Değişkenli Analiz	164
5.2.4.2. Çok Değişkenli Analiz	172
5.2.5. Pay Fiyatlarının Likitidesi ve Oynaklığı	174
5.2.5.1. Tek Değişkenli Analiz	174
5.2.5.2. Çok Değişkenli Analiz	177
SONUÇ	181
KAYNAKÇA	185
EK-1: TERİMLER SÖZLÜĞÜ	194
EK-2: ABD ŞİRKETLER HUKUKU DÜZENLEMELERİ	196
EK-3: AB ŞİRKETLER HUKUKU DÜZENLEMELERİ	198
EK-4: TTK_n DÜZENLEMELERİ	200
4.1- ETTK _n HÜKÜMLERİ	201
4.2- YTTK _n HÜKÜMLERİ	202
EK-5: SPK DÜZENLEMELERİ	204
5-1- 01.09.2009 TARİH VE 27/748 SAYILI İLKE KARARI	205
5-2- 10.08.2011 TARİH VE 26/767 SAYILI İLKE KARARI	207
5-3- SPK _n HÜKÜMLERİ	209
5-4- GERİ ALINAN PAYLAR TEBLİĞİ	211

TABLOLAR DİZİNİ

Tablo 1. İlişkisizlik teorisinin gösterimi	10
Tablo 2. Pay geri alımlarına ilişkin ülke uygulamaları	19
Tablo 3. Pay geri alım amaçları	19
Tablo 4. Satım opsiyonu yazılarak yapılan pay geri alımları.....	27
Tablo 5. Alım opsiyonu satın alınarak yapılan pay geri alımları.....	29
Tablo 6. Sıfır maliyetli koridor satın alınarak yapılan pay geri alımları.....	30
Tablo 7. Pay geri alım yöntemlerinin özellikleri	35
Tablo 8. Şirketler hukuku düzenlemelerinde pay geri alımları.....	38
Tablo 9. Ülkelerin şirketler hukuku kapsamında sınıflandırılması.....	40
Tablo 10. Şirketler hukuku düzenlemelerinde pay geri alımlarının kapsamı	43
Tablo 11. Şirketler hukukunda sermayenin korunması: pay geri alımlarına ayrılan kaynağın sınırlandırılması.....	44
Tablo 12. Şirketler hukukunda sermayenin korunması: bedeli tam ödenmiş payların geri alınabilmesi	44
Tablo 13. Şirketler hukukunda sermayenin korunması: birincil piyasadan pay geri alınamaması.....	45
Tablo 14. Şirketler hukukunda sermayenin korunması: bilânçoda yedek ayrılması	45
Tablo 15. Şirketler hukukunda işletmenin sürekliliğinin sağlanması: geri alınan pay miktarına üst sınır getirilmesi	47
Tablo 16. Şirketler hukukunda işletmenin sürekliliğinin sağlanması: geri alımın statü kaybına neden olmaması	48
Tablo 17. Şirketler hukukunda işletmenin sürekliliğinin sağlanması: geri alımın ele geçirmeleri önleme amacıyla yapılması.....	48
Tablo 18. Şirketler hukukunda ortaklara eşit muamele edilmesi: genel kurul onayının aranması	50
Tablo 19. Şirketler hukukunda ortaklara eşit muamele edilmesi: geri alınan paylara bağlı hakların donması	51
Tablo 20. Şirketler hukukunda kamunun aydınlatılması: geri alınan payların finansal tablolarda açıklanması.....	54

Tablo 21. Şirketler hukukunda kamunun aydınlatılması: geri alınan payların faaliyet raporlarında açıklanması	55
Tablo 22. Şirketler hukukunda kamunun aydınlatılması: geri alınan payların kurumsal yönetim raporlarında açıklanması	56
Tablo 23. Şirketler hukukunda kamunun aydınlatılması: geri alınan payların özel durum açıklamalarına konu edilmesi.....	57
Tablo 24. Şirketler hukukunda kamunun aydınlatılması: geri alınan payların açıklanmasında diğer yöntemler	58
Tablo 25. Şirketler hukukunda menfaat sahiplerine karşı sorumlu davranılması: esas sözleşmede geri alımla ilgili hükümlere yer verilmesi	59
Tablo 26. Şirketler hukukunda yönetimin faaliyetlerinin gözetilmesi: geri alım yetkisinin sınırlandırılması.....	60
Tablo 27. Şirketler hukukunda geri alım yönteminin belirlenmesi.....	61
Tablo 28. Şirketler hukukunda piyasa bozucu eylemlere neden olunmaması: geri alımın belli dönemlerde yasaklanması	63
Tablo 29. Şirketler hukukunda güvenli liman uygulaması: geri alımın piyasa suçları kapsamında değerlendirilmemesi.....	64
Tablo 30. Şirketler hukukunda geri alınan payların elden çıkarılması	65
Tablo 31. Öz kaynak hesaplarında gerçekleşen değişiklikler	84
Tablo 32. Örnek muhasebe uygulaması: çalışanlara yapılan ödemeler ve geri alınan paylar.....	87
Tablo 33. Örnek muhasebe uygulaması: pay geri alımının adı PBK oranı üzerindeki etkileri	91
Tablo 34. Örnek muhasebe uygulaması: pay geri alımının sulandırılmış PBK oranı üzerindeki etkileri.....	93
Tablo 35. Örnek muhasebe uygulaması: bağlı ortaklığın geri aldığı paylarının konsolide tablolara etkisi	96
Tablo 36. Türkiye’de pay geri alımlarına ilişkin düzenlemelerin kurumsal yapı boyutu	104
Tablo 37. Türkiye’de pay geri alımlarına ilişkin düzenlemelerin kurumsal yönetim boyutu.....	105

Tablo 38. Türkiye’de pay geri alımlarına ilişkin düzenlemelerin kurumsal finansman boyutu.....	106
Tablo 39. Geri alınan paylara ilişkin yedek oluşturma uygulaması-1	124
Tablo 40. Geri alınan paylara ilişkin yedek oluşturma uygulaması-2	126
Tablo 41. SPK finansal tablo formatlarında geri alınan paylar.....	127
Tablo 42. Geri alım işlemlerinin adedi ve tutarı	131
Tablo 43. Geri alınan pay adedi ve tutarı.....	132
Tablo 44. Geri alıma neden olan faktörlerle ilgili model değişkenleri	138
Tablo 45. Eşleştirme dağılımı	142
Tablo 46. Tek değişkenli analiz sonuçları (koşullu lojistik regresyon)	143
Tablo 47. Çok değişkenli analiz sonuçları (koşullu lojistik regresyon).....	147
Tablo 48. Tek değişkenli analiz sonuçları (panel lojistik regresyon)	151
Tablo 49. Çok değişkenli analiz sonuçları (panel lojistik regresyon).....	153
Tablo 50. Tek değişkenli analiz sonuçları (çok terimli lojistik regresyon).....	155
Tablo 51. Çok değişkenli analiz sonuçları (çok terimli lojistik regresyon)	157
Tablo 52. Kamuya açıklanan geri alım amaçları	160
Tablo 53. Ortalama anormal getiri anlamlılık düzeyleri (tüm örneklem).....	166
Tablo 54. Kümülatif anormal getiri anlamlılık düzeyleri (tüm ve gruplandırılmış örneklem)	169
Tablo 55. Kümülatif anormal getiri anlamlılık düzeyleri (şirket bazında tüm örneklem)	171
Tablo 56. Yatay-kesit regresyon analizi.....	173
Tablo 57. Likidite ve oynaklık anlamlılık düzeyleri.....	175
Tablo 58. Olay pencereleri bazında likidite ve oynaklık değişimleri (5 iş günlük).....	177
Tablo 59. OLS model değişkenleri	178
Tablo 60. Geri alımın likidite ve oynaklık üzerindeki etkileri.....	179

ŞEKİLLER DİZİNİ

Şekil 1. Tezin plâni	6
Şekil 2. Atıl nakdin kullanımında tercihler	9
Şekil 3. Sabit fiyatlı çağrı yönteminde fiyat oluşumu.....	22
Şekil 4. Hollanda usulü çağrı yönteminde fiyat oluşumu	23
Şekil 5. Satım opsiyonu yazılması	28
Şekil 6. Alım opsiyonu satın alınması	29
Şekil 7. Sıfır maliyetli koridor satın alınması	31
Şekil 8. Türkiye’de pay geri alım düzenlemelerinin kronolojisi.....	99
Şekil 9. Türkiye’de pay geri alım düzenlemelerinin kapsamı.....	103
Şekil 10. 2010/3-2013/12 döneminde gerçekleşen pay geri alım işlemleri	130
Şekil 11. CAR grafiği (-20,20).....	167
Şekil 12. Likidite ve oynaklık grafiği (-20,20)	176

KISALTMALAR

AB	:	Avrupa Birliği
AB Dördüncü Direktifi	:	25.07.1978 tarih ve 78/660/EEC sayılı Dördüncü Konsey Direktifi
AB İkinci Direktifi	:	13.12.1976 tarih ve 77/91/EEC sayılı İkinci Konsey Direktifi
ABD/US	:	Amerika Birleşik Devletleri
BIST	:	Borsa İstanbul A.Ş.
ETTKn	:	6762 sayılı Eski Türk Ticaret Kanunu
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
KGK	:	Kamu Gözetimi, Muhasebe ve Denetim Standartları Kurumu
OECD	:	Ekonomik İşbirliği ve Kalkınma Örgütü
PBK	:	Pay Başına Kazanç
PD/DD	:	Piyasa Değeri/Defter Değeri
RG	:	Resmi Gazete
SEC	:	ABD Menkul Kıymetler ve Borsalar Komisyonu
SIC	:	Standart Yorumları Komitesi
SPK	:	Sermaye Piyasası Kurulu
SPKn	:	6362 sayılı Sermaye Piyasası Kanunu
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
TTKn	:	Türk Ticaret Kanunu
US GAAP	:	ABD Genel Kabul Görmüş Muhasebe İlkeleri
YTTKn	:	6102 sayılı Yeni Türk Ticaret Kanunu

GİRİŞ

Son yıllarda şirketlerin uyguladıkları temettü politikalarında önemli değişiklikler yaşandığı gözlemlenmektedir. Dağıtımın miktarından veya zamanlamasından ziyade şeklinden kaynaklanan bu değişiklikler, pay sahibi yatırımcıların şirkete olan ilgisi ve algısı üzerinde de önemli etkilerde bulunmaktadır. Bu anlamda, nakit temettü dağıtımını ile pay geri alımları öne çıkan temettü politikası araçlarının başında gelmektedir.

Şirketlerin daha önceden ihraç edilmiş paylarını ortaklarından geri satın alması olarak kavramsallaştırılabilecek pay geri alımları, şirket bünyesindeki atıl nakdin dağıtımında rol oynayan kurumsal bir finansman aracı olarak görülmektedir. Geri alım işlemlerinin çeşitli yöntemlerle gerçekleştirilebilmesi mümkün olmakla birlikte, payların borsadan geri alınması en sık tercih edilen yöntem olarak kabul edilmektedir.

Yapılan çalışmalar, birçok ülkede geri alım tarihi, işlem fiyatı, büyüklüğü vb. verilerin kamuya tam olarak açıklanmamasına karşın, borsada yapılan geri alımların nakit temettü ödemelerinden daha yaygın bir kullanım alanı bulabildiğini göstermektedir.

Örneğin, Amerika Birleşik Devletleri'nde (ABD) 1980'li yıllardan itibaren, düzenlemelerdeki belirsizliklerin ve hukukî risklerin giderilmesiyle birlikte ivme kazanan söz konusu işlemlerde nakit temettü dağıtımlarından daha hızlı bir büyüme artışı gözlemlenmiş; Standard&Poor's 500 endeksine dâhil borsa şirketlerinin geri alım tutarları 1997 yılından başlamak üzere nakit temettü dağıtım tutarını aşmaya başlamıştır. Geri alım işlemlerine ilişkin daha güncel verilere göre ise, bu işlemler 2004, 2005 ve 2006 yıllarında sırasıyla 197 milyar \$, 349 milyar \$ ve 437 milyar \$ olarak gerçekleşmiştir.

Geri alım işlemleri diğer piyasalarda da sıkça kullanılmaktadır. ABD'den sonra geri alımların en sık görüldüğü piyasa Kanada'dır. Kanada'da, geri alım işlemlerinin 1985 yılında 429 milyon \$ olan tutarı 2003 yılında 3.3 milyar \$'a yükselmiştir. Birleşik Krallık'ta, şirketlerin geri alım işlemleri için harcadıkları toplam meblağ ise 2006 yılı itibarıyla 46 milyar £'a ulaşmıştır.

Düzenleme yaklaşımları açısından birbirine benzeyen bu piyasaların aksine uygulamasına kısa bir süre öncesine kadar izin bile verilmeyen Kıta Avrupası ülke piyasalarında da geri alım işlemleri giderek önemini artırmaktadır. Buna göre, geri alım işlemlerinin tutarı 2006 yılı itibarıyla Almanya’da 3.5 milyar €’ya, Fransa’da 6.2 milyar €’ya ulaşmıştır.

Şirketlerin finansman ihtiyaçları doğrultusunda yaygın bir kullanım alanı bulan geri alım işlemleri, Japonya, Hong Kong, Tayland gibi Uzak Doğu; İsveç, Danimarka, Norveç gibi İskandinav ve Brezilya, Meksika gibi Latin Amerika ülkelerinde de şirketler hukuku sistemlerinin bir parçası olarak düzenlenmiş bulunmaktadır.

Türkiye’de ise söz konusu ülkelere nazaran geri alım işlemlerine imkân tanıyan düzenlemeler daha geç benimsenmiş; Sermaye Piyasası Kurulu ‘nun (SPK) 2009 ve 2011 yıllarında borsa şirketleri özelinde ön ayak olduğu bazı uygulamaları müteakip Yeni Türk Ticaret Kanunu’nun (YTTKn) 2012 yılı ortalarında hayata geçmesiyle birlikte geri alım işlemleri başta anonim şirketler olmak üzere tüm sermaye şirketlerini kapsayacak şekilde yasal dayanağa kavuşturulmuştur.

Tezin Amacı ve Önemi

Pay geri alımları, Avrupa Birliği (AB) üyeliği çerçevesinde hızlı ve köklü bir değişim gösteren YTTKn, Sermaye Piyasası Kanunu (SPKn) vb. şirketler hukuku düzenlemeleriyle mevzuata kazandırılmıştır. Bu anlamda, Türk sermaye piyasasında gerek şirketlerin gerek yatırımcıların gerekse düzenleyici otoritelerin söz konusu işlemlere yabancı olduğu açıktır.

Bu nedenle, geri alım işlemlerinin finans teorisindeki yeri ve piyasa ekonomisindeki rolünün ortaya konmasında, Türkiye’de şirketlerin kurumsal bir yönetim anlayışıyla idare edilmesi, yatırımcıların korunması ve kamunun aydınlatılması amaçlarının gerçekleştirilebilmesi açısından büyük fayda görülmektedir.

Diğer taraftan, uygulamanın genel kabul görmesi, geri alım işlemleriyle ilgili akademik araştırmaların yelpazesini de genişletmektedir. Araştırmaların bir kolu şirket yöneticilerini geri alıma yönelten faktörlerin ortaya çıkarılmasına; diğer bir kolu ise, geri alım işlemlerinin şirket paylarının fiyatları üzerindeki etkilerinin incelenmesine odaklanmaktadır.

Bu kapsamda, Türk sermaye piyasasında geri alım işlemleriyle ulaşılmak istenen amaç (*neden*) ile piyasada yaratılan etki (*sonuç*) arasındaki ilişkinin söz konusu araştırmalar ışığında ampirik olarak irdelenmesi sonucunda, uygulamaya ilişkin stratejik kararların daha sağlıklı olarak verilmesinin mümkün olacağı düşünülmektedir.

Türkiye’de alanındaki ilk ve tek olma özelliğini de barındıran bu çalışmayla pay geri alımlarının bütün yönleriyle ele alınması; uygulayıcılar, düzenleyiciler, yatırımcılar ve okuyucular için önemli bir kaynak teşkil etmesi amaçlanmıştır.

Tezin Araştırma Soruları

Geri alım işlemlerine imkân tanıyan düzenlemelerin ardından payları borsada işlem gören bazı şirketler bu imkândan yararlanmayı tercih edip piyasada işlem yapmaya başlamış; bazı şirketler ise, bu konuda herhangi bir tasarrufta bulunmamıştır. Bu noktada ilk olarak, “*şirketlerin geri alım kararlarında hangi faktörler belirleyici rol oynamaktadır?*” sorusuna cevap aranması uygun görülmüştür. Payların hangi nedenlerle geri alındığının anlaşılması her şeyden önce yatırımcıların zararına sonuç doğurabilecek gelişigüzel ve manipülatif amaçlı geri alım işlemlerinin önüne geçilmesine yardımcı olabilecektir. Ayrıca, geri alım yapmayan şirketlere bu teknik uygulamayla ilgili farkındalık kazandırılabilir; bu şirketlerin birtakım finansman ihtiyaçlarının karşılanmasına yönelik bir alternatif üretilmesi sağlanabilecektir.

Çalışmada araştırılan bir diğer husus ise geri alım işlemlerinin sonuçlarıyla ilgili olup, bu doğrultuda “*geri alım işlemlerinin şirketlerin pay piyasasında ne tür etkilerinin bulunduğu*” sorusunun araştırılmasına karar verilmiştir. Bu soruyla, öncelikle geri alım işlemlerinde neden-sonuç ilişkisinin bütüncül bir yaklaşımla ortaya konması

amaçlanmaktadır. Bunun yanı sıra, yatırımcıların geri alım işlemlerine bağlı olarak pay piyasasında meydana gelen fiyat hareketlerine ne ölçüde maruz kaldıkları hakkında da yorum yapılabilecektir.

Tezin Yöntemi ve Plânı

Çalışmanın birinci bölümünden dördüncü bölümüne kadar yorumsamacı; beşinci bölümünde ise pozitivist bir paradigma sergilenmiştir. Bu kapsamda, ilk bölümlerde pay geri alımları ile ilgili teorik yaklaşımlar ve düzenlemeler hakkında yapılan yorumların son bölümdeki ampirik uygulamalarla pekiştirilmesi amaçlanmıştır. Çalışmada iki farklı paradigmanın takip edilmesi, araştırmada kullanılan yöntemlerin çeşitliliğini de etkilemiştir. Buna göre, yorumsamacı paradigmanın hâkim olduğu bölümlerde kavramsal çerçevenin oluşturulabilmesi amacıyla betimleyici; pozitivist paradigmanın hâkim olduğu son bölümde ise, neden-sonuç ilişkisinin ortaya konabilmesi amacıyla analitik yöntemler uygulanmıştır.

Birinci bölümde pay geri alımlarının finans teorisindeki konumuna ve piyasa uygulamalarına yer verilmektedir. Finans teorisinde şirketlerin pay geri alımına neden ihtiyaç duyduklarına açıklama getiren yaklaşımlar bulunmaktadır. Bu yaklaşımlar akademik çevrelerce yapılan araştırmalarla test edilmekte ve ortaya çıkan sonuçlar geri alım işlemlerinin ardında tek bir yaklaşımdan ziyade muhtelif yaklaşımlar kapsamında birçok amacın bir arada rol oynayabildiğini göstermektedir. Piyasa uygulamaları açısından ise, belirlenen bu amaçların gerçekleştirilmesinde kullanılan geri alım yöntemleri irdelenmektedir. Bölümün sonunda, geri alım işlemlerinin, şirketin amacına uygun sonuçlar doğurabildiği gibi, tamamen şirket yöneticilerinin inisiyatifinde verilen kararlar doğrultusunda piyasanın etkin işleyişine zarar da verebileceğine dikkat çekilmektedir.

İkinci bölümde ülkelerin şirketler hukuku sistemlerinde geri alımların nasıl düzenlendiği tartışılmaktadır. Şirketler hukukunun şirketlerin ticarî hayatına ilişkin kurumsal düzenlemeler bütünü olarak tanımlanması mümkün bulunmaktadır. Şirketlerin kurumsal yapısı, kurumsal yönetimi ve kurumsal finansmanı ile ilgili tüm karar ve uygulamaları

şirketler hukuku kapsamında değerlendirilmektedir. Bu nedenle, pay geri alımlarına ilişkin şirketler hukuku düzenlemeleri bu üç boyut kapsamında ele alınmaktadır. Söz konusu düzenlemeler, şirketlerin kurumsal yapılarının bozulmaması, kurumsal yönetim uygulamalarından taviz verilmemesi ve kurumsal finansman olanaklarının kötüye kullanılmaması paydasında birleşmektedir.

Üçüncü bölümde şirketler hukukunun bir uzantısı olarak pay geri alımlarının finansal tablolara olan etkileri analiz edilmektedir. Geri alınan payların finansal tablolarda ne şekilde gösterime tâbi tutulacağı hususu hukuk ve muhasebe uygulamalarında farklılık göstermektedir. Buna göre, hukuk kuralları söz konusu payların belirli şartların sağlanması kaydıyla bilançoda varlıklar arasında takip edilmesinde bir sakınca görmemekteyken, muhasebe ilkeleri bu payların özün önceliği gereği bir öz kaynak kalemi olarak raporlanmasını öngörmektedir. Geri alım işlemlerinin finansal tablolardaki etkileri yalnızca geri alınan payların gösterimiyle sınırlı bulunmamakta; bu nedenle bölümde, raporlamada kullanılan yöntemlerin farklılıkları dikkate alınarak hazırlanan zengin muhasebe örneklerine yer verilmektedir.

Dördüncü bölüm, pay geri alımlarına ilişkin düzenlemelerin Türk hukukundaki gelişimine ayrılmıştır. Türkiye’de de birçok ülkede olduğu gibi geri alım işlemlerine istisnaî durumlar haricinde izin verilmeyen bir dönem söz konusu olmuş; ancak, aradan geçen süre zarfında, özellikle **AB** düzenlemelerine uyum sürecinde yeniden hazırlanan **SPKn** ve **YTTKn** ile bu işlemler belirli sınırlamalar dâhilinde serbest bırakılmıştır. Bu bölümde, söz konusu düzenlemeler başta **AB** olmak üzere diğer ülke düzenlemeleriyle karşılaştırmalı olarak değerlendirilmekte; yanlış ve yanıltıcı uygulamalara neden olabilecek hükümler tartışılmaktadır.

Beşinci bölümde ise Türk sermaye piyasasında yürürlükte olan düzenlemeler kapsamında yapılan geri alım işlemleri ampirik olarak incelenmiştir. Bu inceleme, geri alım işlemlerinin nedenleri ve sonuçlarının tespit edilmesi şeklinde iki kademeli olarak yapılmakta; çeşitli istatistikî metodolojiler kullanılmak suretiyle araştırma sorularının cevaplanmasına çalışılmaktadır. İncelemede ulaşılan sonuçlar uygulamanın sağlıklı yönlendirilmesini sağlayacak önerilerin dayanağını teşkil etmektedir.

Tezin yukarıda belirtildiği gibi beş bölümden oluşan plânının şekli gösterimine aşağıda yer verilmektedir:

Şekil 1. Tezin plânı



Bu çerçevede, çalışma finansman, hukuk, muhasebe ve istatistik bilimlerini içerecek şekilde bölümlere ayrılmış kapsamlı bir işletme tezi olacak şekilde plânlanmıştır.

Tezin Kapsamı

Çalışmada genel olarak pay geri alımı işlemleriyle ilgili bütün yöntem ve uygulamalara yer verilmekle birlikte, gerek düzenlemeler gerekse ampirik araştırmalar boyutunda borsada gerçekleştirilen pay geri alımlarına özellikle dikkat çekilmiştir. Şirketlerin bu tür geri alımları çok sık tercih etmesi nedeniyle, çalışmada getirilen öneri ve yorumların aksi belirtilmedikçe borsada gerçekleştirilen pay geri alımlarıyla ilişkilendirilmesinde fayda görülmektedir.

Ayrıca, literatürde geri alım işlemlerinin genellikle şirketlerin kamuya açıkladıkları geri alım programları üzerinden incelenmesine karşın, bu çalışmada piyasada fiilen gerçekleştirilen geri alım işlemlerinden elde edilen veriler kullanılmıştır.

Diğer taraftan, geri alım işlemlerinin bir diğer yönü geri alınan payların elden çıkarılması olmakla birlikte, sayı ve hacmi çok az olan bu tür işlemler araştırmaya konu edilmemiştir.

Tezin Sınırlılıkları

Çalışmanın genelinde bilgi kaynaklarına erişim veya analizler anlamında araştırmaları sınırlandıran herhangi bir faktörle karşılaşmamıştır. Ancak, ampirik uygulamaların, Türkiye’de pay geri alımlarının diğer piyasalara nazaran yeni olmasına bağlı olarak kısıtlı bir veri setiyle gerçekleştirildiği ileri sürülebilir. Bu durum gözlem sayısının nispeten az olmasına; dolayısıyla, yapılan yorumların genelleştirilmesine engel olabilir. Bu sınırlılık, konuyla ilgili düzenleyici otorite olan **SPK**’nın kontrolündeki veri tabanlarından sağlıklı ve kesin verilerin bizzat elde edilmesiyle ve çeşitli metodolojilerle konuya değişik açılardan yaklaşılmasıyla aşılmaya çalışılmıştır.

Bunun dışında, pay geri alımlarının konu edildiği yabancı kaynaklı birçok çalışmanın bulunmasına karşılık Türkiye’de ilk olacak bu çalışmada kolay anlaşılabilir bir dil kullanılması ihtiyacı ortaya çıkmış; geri alım işlemlerine ilişkin teknik terimlerin uygun bir şekilde Türkçeleştirilmesine çaba gösterilmiştir. Bu amaçla, çalışmanın ekleri arasına bir sözlük ilâve edilmiş olup, buna rağmen, okuyucu açısından hâlihazırda yeterli bir anlaşılabilirlik seviyesine ulaşamamış olabilir.

Son olarak, geri alım işlemlerinin şirketleri, yatırımcıları, alacaklıları, ortakları ve düzenleyici otoriteleri etkileyen çok yönlü bir karakteristiğinin bulunması, bu nedenle de çalışmanın bölümlerinin işletme ana bilim dalı bünyesinde farklı bilim dallarına yönelik bilgileri içerecek şekilde oluşturulması nedeniyle, bölümler arasında kurulan bağlantı ve koordinasyonun pekiştirilebilmesi için yoğun bir dipnot kullanımına gidilmiştir. Bu kapsamda, konunun bütün yönleriyle değerlendirilebilmesi için ana metin ile dipnotların birlikte okunmasının yerinde olacağı düşünülmektedir.

BİRİNCİ BÖLÜM

PAY GERİ ALIMLARI

1.1. TEORİDE PAY GERİ ALIMLARI

Pay geri alımları, finansal bir işlem olarak, temettü dağıtımında olduğu gibi şirket varlıklarının ortaklara aktarılması sonucunu doğurmakta; bu bakımdan, genellikle temettü teorisi kapsamında temettü politikalarının bir parçası olarak konumlandırılmaktadır.

Şirketlerin amacı ortakların servetini azamî noktaya ulaştırmaktır (Davis ve Pointon, 1994, s. 194; Copeland ve Weston, 1983, s. 483). Temettü ise, en basit anlamıyla şirket kazancından ödenen nakit¹ olarak tanımlanmaktadır (Ross ve diğerleri, 1999, s. 372). Bu kapsamda, nakit temettü ödemelerinin ortakların zenginleşmesine yarayacağı ve şirketin amacının gerçekleşmesine hizmet edeceği ileri sürülebilir. Ancak, şirketin bu tutarı dağıtmak yerine yeni yatırımlara yönlendirmesi hâlinde, ortakların ellerinde bulundurdukları payların değerinin, temettü ile elde edilecek zenginlikten daha yüksek bir oranda artması da mümkün olabilir (Jensen ve Smith, 1984, s. 634). Bu anlamda, temettü teorisi bunlardan hangisinin doğru olup olmadığını sınavan; bir başka deyişle, temettü ile şirket değeri arasında nasıl bir ilişki bulunduğu sorusuna cevap arayan yaklaşımların bütünü olarak tanımlanabilmektedir.

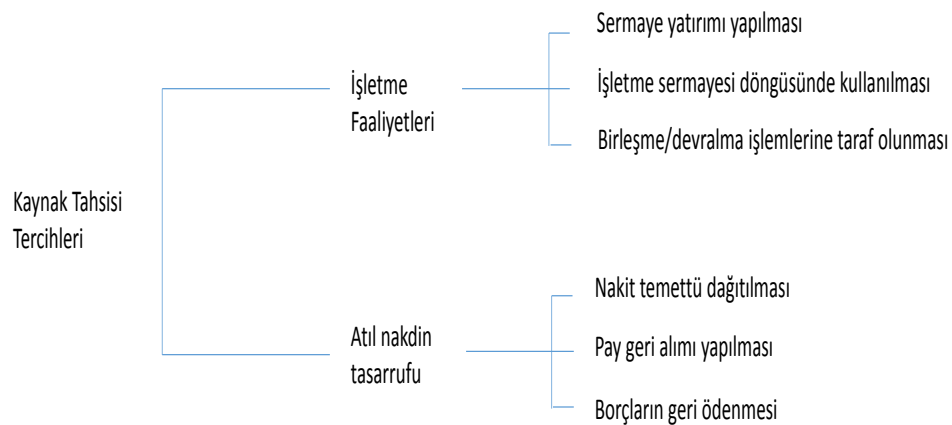
Temettü politikaları ise, temettü dağıtımını yapıp yapılmamasına, dağıtımın ne tutarda ve ne şekilde olacağına ve dağıtımın zamanlamasına karar verilmesine ilişkin süreçleri kapsamaktadır. Esasen hangi temettü politikasının daha doğru olduğu sorusuna verilebilecek kesin bir cevap bulunmamasına karşın yöneticilerin yine de şirketin temettü politikasını belirlemeleri beklenmektedir (Brigham, 1996, s. 262; Keown ve diğerleri, 2004, s. 403). Easterbrook ve Jensen'e (Aktaran: Andriosopoulos ve Hoque, 2013) göre

¹ Temettü dağıtımını nakdî olabileceği gibi bedelsiz pay şeklinde aynî de olabilmektedir. Konuyla ilgili olarak Sermaye Piyasası Kurulu'nun 22/6/2013 tarihli ve 28685 sayılı Resmi Gazete'de yayımlanan VII-128.1 sayılı "Pay Tebliği"nin 16. maddesine bakılabilir.

bunun temel sebebi, yönetimin şirket bünyesindeki atıl² nakdi kendi menfaatlerine olan yatırımlara yönlendirmesinden kaynaklanabilecek vekâlet maliyetlerinin azaltılmasıdır.

Şirketlerin kaynak tahsislerinde atıl nakdin kullanımı amacıyla tercih edebileceği uygulamalar Şekil 2’de gösterilmektedir:

Şekil 2. Atıl nakdin kullanımında tercihler



Kaynak: (Mauboussin, 2006, s. 3)

Şekil 2’den de görülebileceği üzere, şirketler kaynakların işletme faaliyetlerine veya ortaklara/alacaklılara tahsis edilmesi arasında tercih yapmak durumundadır. Yönetim şirketin değerinin artırılması için genellikle kaynakların şirketin büyümesine sarf edilmesini isterken, ortaklar (alacaklılar) kendilerine nakit verilmesi suretiyle servetlerinde artış (alacaklarında azalış) olmasını beklemektedir. Bu noktada, atıl nakdin ortaklara yönelik olarak kullanımında nakit temettü ödemeleri ve pay geri alım işlemleri ön plâna çıkmaktadır.

Bu itibarla, pay geri alımlarının şirket değeriyle olan ilişkisinin temettü teorisi çerçevesinde nakit temettü ödemeleriyle kıyaslanmak suretiyle ortaya konmasında fayda görülmektedir.

² Jensen’e göre atıl nakit, net bugünkü değeri sıfırdan büyük olan tüm yatırım alternatiflerinin değerlendirilmesinden arda kalan serbest nakdi ifade etmektedir (Aktaran: Faleye, 2004, s. 2042).

1.1.1. Mükemmel Piyasalar

Miller ve Modigliani (1961, s. 414) mükemmel piyasalarda³ temettü politikasının şirketin değerine etki etmeyeceği iddiasında bulunmuşlardır. Bu iddiaya göre şirketin değeri yatırımlardan elde edilen nakit akışına bağlı bulunmakta olup, yatırım kararları temettü politikasından bağımsız olarak belirlenmektedir. Ortaklar ise, nakit temettü ödemelerine eşdeğer bir nakit akışını ellerindeki şirket paylarını satarak yaratabileceklerinden temettü politikasına karşı kararsız bir konumdadırlar.

Literatürde ilişkisizlik teorisi olarak adlandırılan bu teori, temettü politikaları ile ilgili ilk teori olarak bilinmektedir (Arslan, 2008, s. 86). Bu teori kapsamında nakit temettü ödemeleri ile pay geri alımlarının şirketin değeriyle olan ilişkisizliğinin Tablo 1’de yer verilen örnek uygulamayla daha iyi anlaşılabilirliği düşünülmektedir.

Tablo 1. İlişkisizlik teorisinin gösterimi

Tamamıyla öz kaynakla finanse edilen bir şirket olan BpCom A.Ş.’nin gerçeğe uygun değerler üzerinden hazırlanan bilançosu aşağıdaki gibidir:			
Bilanço (₺)			
Nakit ve nakit benzerleri	3.000.000	Borçlar	-
Diğer varlıklar	7.000.000	Öz kaynak	10.000.000
		<i>Sermaye (₺1 nominal değerli paylar)</i>	<i>1.000.000</i>
		<i>Yedekler</i>	<i>8.510.000</i>
		<i>Net dönem karı</i>	<i>490.000</i>
TOPLAM	10.000.000	TOPLAM	10.000.000
Yukarıda yer verilen bilgilere göre, ortakların serveti ₺10.000.000 (<i>öz kaynak</i>), şirketin ₺1 nominal değerli bir adet payının gerçeğe uygun değeri ₺10 ($\frac{₺10.000.000}{1.000.000}$), pay başına kazanç (PBK) oranı ₺0,49 ($\frac{₺490.000}{1.000.000}$), fiyat/kazanç ⁴ oranı ise, 20,4 ($\frac{₺10}{₺0,49}$) olarak tespit edilmektedir.			
Yönetim kurulu, temettü politikası olarak şirket bünyesindeki atıl nakdin tamamını ortaklarına nakit temettü ödemesinde veya ortaklarından pay geri alımında kullanmak arasında bir tercih yapmak istemektedir. Nakit temettü ödemesi tercihinde pay başına ₺3 ($\frac{₺3.000.000}{1.000.000}$) tutarında temettü ödenebilmekte; pay geri alımı tercihinde ise, 30.000 adet ($\frac{₺3.000.000}{₺10}$) pay geri alınabilmektedir.			

³ Mükemmel piyasaların varsayımları şunlardır: (1) Gelir veya kurumlar vergisi ile ihraç veya işlem maliyetlerinin bulunmaması. (2) Finansal kaldıraçın sermaye maliyeti üzerinde etkisinin olmaması. (3) Yatırımcıların ve yöneticilerin şirketin geleceği hakkında aynı düzeyde bilgiye sahip olması. (4) Kârın temettü olarak dağıtılması veya şirket bünyesinde bırakılmasının şirketin sermaye maliyetini etkilememesi. (5) Şirketin sermaye bütçelemesi politikasının temettü politikasından bağımsız olması (Modigliani ve Miller, a.g.e. , s. 412).

⁴ Şirket paylarının borsada gerçeğe uygun değerinden işlem gördüğü varsayılmıştır.

Şirketin söz konusu alternatifler doğrultusunda bilançosunda meydana gelecek değişiklikler aşağıdaki tablodan takip edilebilmektedir:

		Bilanço (₺)	
		Nakit Temettü	Pay Geri Alımı
Nakit ve nakit benzerleri	-	-	-
Diğer varlıklar	7.000.000	7.000.000	7.000.000
		1.000.000	1.000.000
		6.000.000	8.510.000
		-	490.000
			(3.000.000)
TOPLAM	7.000.000	7.000.000	7.000.000

Nakit temettü ödenmesi hâlinde, şirketin pay başına gerçeğe uygun değeri ₺10'den ₺7 (₺7.000.000/1.000.000)'ye düşmekte; ancak, ortakların servetinde (₺3.000.000 temettü + ₺7.000.000 pay değeri) herhangi bir değişiklik olmamaktadır.

Pay geri alımı yapılması ⁶ hâlinde ise, şirketin ₺10 olan pay başına gerçeğe uygun değeri (₺7.000.000/700.000=₺10) ve ortakların da ₺10.000.000 olan serveti (₺3.000.000 geri alım bedeli + ₺7.000.000 pay değeri) değişmemektedir. Başka bir bakış açısıyla, geri alım sonrasında şirketin gerçeğe uygun değerinin tespitinde geri alınan payların yatırım olarak değerlendirilmemesi nedeniyle yalnızca ₺7.000.000 tutarındaki diğer varlıklar kullanılmaktadır. Diğer varlıkların geri alım öncesindeki tutarı da aynı olduğundan, geri alımla şirket değeri değişmemektedir (Ehrhardt ve Brigham, 2009, s. 526-527).

Diğer taraftan, **PBK** oranı, nakit temettü ödemesi sonrasında değişmezken pay geri alımı sonrasında dolaşımdaki pay adedinin azalmasına bağlı olarak ₺0,49'dan ₺0,70'e (₺490.000/700.000) yükselmektedir. Fiyat/kazanç oranı ise, her iki durumda da 20,4'ten 14,3'e (nakit temettü ödemesi sonrası: ₺7/₺0,49; pay geri alımı sonrası: ₺10/₺0,70) düşmektedir. Buna göre, **PBK** oranının artırılması, ilişkisizlik teorisinin bir başka tezahürü olarak, pay fiyatları açısından geri alımı nakit temettü ödemelerine göre daha avantajlı kılmamaktadır.

Kaynak: (Ross ve diğerleri, a.g.e., s. 383-384)

Tablo 1'deki örnek çerçevesinde, mükemmel piyasalarda, nakit temettü ödemeleri ile pay geri alımları şirketin değeri, dolayısıyla, ortakların serveti açısından aynı sonucu doğurmaktadır. Ancak, piyasaların mükemmel olmadığı gerçeğinden hareketle finans literatüründe şirketlerin kendi paylarını geri alma ihtiyacını neden duyduğu sorusuna muhtelif açıklamalar getirilmeye çalışılmıştır.

⁵ Basitlik açısından geri alınan paylar maliyet yöntemiyle muhasebeleştirilmiştir. Geri alınan payların muhasebeleştirilmesinde kullanılan yöntemler çalışmanın üçüncü bölümünde irdelenmektedir.

⁶ Mevcut tüm ortaklardan pay sahiplikleri oranında geri alım yapıldığı varsayılmıştır. Esasında geri alım işlemi, temettü dağıtımında olduğu gibi tüm ortaklara payları nispetinde ödeme şeklinde değil, bazı ortaklara paylarının değeri karşılığında ödeme şeklinde gerçekleştirilmektedir. Bu ödeme her ne kadar payını satan ortakların lehine olarak algılsa da, özünde paylarını satmayan diğer ortakların şirketteki pay sahipliği oranları artacağından sonuç tüm ortakların lehine olacaktır.

Başta vergi, asimetrik bilgilendirme ve vekâlet maliyetlerinin piyasaların mükemmelliğini bozucu etkilerinden kaynaklananlar olmak üzere, bu açıklamaların teorik bir değerlendirmesine bir sonraki başlık altında yer verilmektedir.

1.1.2. Mükemmel Olmayan Piyasalar

1.1.2.1. Artık Sermayenin Dağıtılması Yaklaşımı

Şirketlerin, kazançlarını faaliyetlerinde devamlılık sağlayabilmek adına işletme bünyesinde bırakmak veya yatırımcının ilgisini çekebilmek adına ortaklarına dağıtmak arasında bir tercih yapmaları beklenmektedir (Tirole, 2006, s. 97). Pay geri alımları da, bir anlamda söz konusu kazançların ortaklara dağıtılması işlevini görmektedir.

Şirket bünyesindeki atıl nakdin ortaklara dağıtımında rol oynayan pay geri alımları zaman zaman aynı amaca hizmet eden nakit temettü ödemelerinden daha yaygın bir kullanım alanı dahi bulabilmektedir (Voss, 2012, s. 55).

Sermaye kazancının temettü gelirine göre daha az vergilendirildiği piyasalarda şirketlerin nakit temettü ödemek yerine geri alım yapması beklenmektedir (Hacketh ve Zdantchouk, 2006, s. 126; Cahn ve Donald, 2010, s. 242). Aksi takdirde, nakit temettü ödemeleri ortaklar nezdinde olumsuz algılanabilmektedir. Pay fiyatlarında nakit temettü ödemelerine bağlı düşüşler yaşanması bu olumsuz algının bir sonucu olarak değerlendirilmektedir (Günalp ve diğerleri, 2010, s. 61). Bu anlamda, pay geri alımları, şirket bünyesindeki atıl nakdin ortaklara dağıtımında nakit temettü ödemelerine alternatif olarak kullanılabilir.

Pay geri alımlarının nakit temettü ödemelerine göre *geçici* bir niteliğe sahip olması (Tirole, *a.g.e.*, s. 100) da şirkete temettü politikasının belirlenmesinde belli ölçüde esneklik kazandırmaktadır⁷ (Weston ve Siu, 2002, s. 6-7). Ayrıca, temettü dağıtım

⁷ Pay geri alımlarının geçiciliği, nakit temettü ödemelerindeki istikrar beklentisine karşılık, geri alımların piyasa koşullarına göre değişebilmesinden kaynaklanmaktadır. Weston ve Siu'ya (*a.g.e.*, s. 6) göre piyasa nakit temettü ödemelerinde istikrarı ödüllendirirken, dalgalanmaları cezalandırmaktadır. Bu nedenle

kararının alınmasıyla birlikte dağıtım zorunluluğu doğmaktayken geri alım programlarına ilişkin kararlarla genellikle yalnızca geri alım için yetki tanınmakta, geri alım yapma şartı bulunmamaktadır. Ross ve diğerleri (2002, s. 625) geri alım programlarının yalnızca 1/3'ünün tamamlanabildiğini⁸; bazı programlara ise, kamuya açıklanmasına rağmen hiç başlanmayabildiğini ifade etmektedir.

1.1.2.2. Nakit Akışının Doğru Değerlendirilmesi Yaklaşımı

Şirketlerin, sayısız yatırım olanakları ve kârlı yatırım projeleriyle karşılaştıkları büyüme döneminde atıl nakit bulundurmaları beklenmemektedir. Ancak, rekabetin de etkisiyle belli bir noktada büyüme ve kârlılık oranları düştüğünde, şirket bünyesinde biriken nakdin ne şekilde kullanılacağı soru işareti yaratmaktadır (Grullon ve Michaely, 2004, s. 656).

Bu noktada, pay geri alımları ile yöneticilerin şirket bünyesinde biriken söz konusu atıl nakdi net bugünkü değeri sıfırdan küçük olan veya kendilerine menfaat sağlayacak yatırımlara yönlendirmelerine engel olunabilmektedir (Grullon ve Ikenberry, 2000, s. 39).

Ayrıca, yöneticilerin aynı zamanda pay sahibi olduğu şirketlerde, geri alım programları süresince paylarını satmamaları hâlinde şirketteki pay sahiplikleri artacağından vekâlet teorisindeki pay sahipliği ile yönetim kontrolü ayrımı fiilen ortadan kalkabilmektedir (Weston ve Siu, *a.g.e.*, s. 7).

Diğer taraftan, atıl nakdin yöneticiler yerine ortaklar tarafından değerlendirilmesi sonucunda sermaye piyasasında kaynakların yatırım olanakları kısıtlı şirketlerden büyüme potansiyeli olan şirketlere aktarılması sağlanmaktadır (Baker ve diğerleri, 2003, s. 486).

temettü şirketin üzerine adeta yapışmakta, yönetimin karar almadaki esnekliğini kaybetmesine neden olmaktadır.

⁸ Başka bir çalışmada geri alım programlarının tamamlanmasının 3 yılı bulabildiği tespit edilmiştir (Clifford ve Weisbach, 1998).

1.1.2.3. Piyasaya Mesaj Verilmesi Yaklaşımı

Geri alımların piyasaya mesaj verilmesi amacıyla kullanılması esas itibarıyla geri alımların nakit temettü ödemelerine göre daha esnek bir uygulama olmasından kaynaklanmaktadır. Zira şirket yönetimi mesajını piyasa dinamiklerinin gerektirdiği zamanlarda verme imkânına sahip olmaktadır.

Diğer taraftan, piyasaya mesaj verilmesi yaklaşımının temelinde yöneticilerin ortaklara karşı sahip oldukları içerden öğrenme avantajlarını, bir başka deyişle asimetrik bilgiyi, fırsata çevirmek istemeleri yatmaktadır. Pay geri alımları özelinde bu fırsat iki türlü kullanılabilir.

1.1.2.3.1. Payların Düşük Fiyatlandığı Mesajının Verilmesi

İçerden öğrenme imkânına sahip yöneticilerin ortaklara karşı bilgiye erişimdeki bu avantajlı konumları asimetrik bilgi problemi doğurabilmekte, bu problem piyasada şirketin değerini yansıtmaktan uzak bir fiyat oluşumuna neden olabilmektedir (Keown ve diğerleri, *a.g.e.*, s. 401).

Payların değerinin altında işlem gördüğüne inanılan zamanlarda, yöneticiler şirketlerinin paylarını net bugünkü değeri sıfırdan büyük yatırım projeleri olarak görmekte (Lie, 2005, s. 414); başka yatırımlara yönelmek yerine pay geri alarak, piyasaya şirket paylarının bu dönemde yapılacak en makul yatırım olduğu mesajını verebilmektedir⁹. Mesajı alan yatırımcılar düşük fiyatlanmış paylara yatırım yaparak fiyatın yönünü yukarı çekmekte, böylece düşük fiyatlanma sorunu ortadan kalkmaktadır¹⁰.

⁹ Yatırım duayeni Warren Buffet (Aktaran: Voss, *a.g.e.*, s. 55), konuyla ilgili bir açıklamasında seçkin şirketlerin paylarının piyasa fiyatlarının şirketin gerçek değerini yansıtmaması hâlinde diğer alternatifler arasında yatırımcıların menfaatine en uygun kararın geri alım olacağını ifade etmiştir.

¹⁰ Her ne kadar geri alım programlarının kamuya duyurulması da piyasaya verilen bir mesaj niteliğini taşısa da, bu program kapsamında gerçekten geri alım yapılmaması hâlinde bu mesajın ancak sınırlı bir etkisinin olabileceği düşünülmektedir.

1.1.2.3.2. İşlerin Olumlu Gittiği Mesajının Verilmesi

Asimetrik bilgilendirmenin olduğu piyasalarda geri alımlar vasıtasıyla verilen bir başka mesaj da şirketin mevcut veya potansiyel kârlılığı ile ilgilidir. Buna göre, yatırımcılar geri alım yapan şirketlerin kazançlı şirketler oldukları mesajını almaktadırlar.

Pay başına kazanç (PBK) oranı bu mesajın iletilmesinde bir iletişim aracı rolü oynayabilmektedir. PBK oranı, ilgili döneme ait net kârın/zararın dolaşımdaki (*adi PBK oranı*) ve dolaşıma girme potansiyeli olan (*sulandırılmış PBK oranı*) payların toplam ağırlıklı ortalama adedine bölünmesiyle hesaplanan bir orandır¹¹. Bu oran, şirketlerin performansının karşılaştırmalı olarak değerlendirilebilmesi amacıyla kullanılan (*Needles ve diğerleri, 2011, s. 632-635*); ancak, oran analizleri kapsamında piyasa değeri ölçümüne¹² de konu edilebilen (*Wahlen ve diğerleri, 2011, s. 1060*) önemli bir finansal bilgi sunmaktadır.

Pay geri alımıyla, oranın paydasında¹³ yer alan dolaşımdaki pay adedi azaltılmakta ve oranın bu suretle artırılması sağlanmaktadır. PBK oranındaki bu artış yatırımcılar açısından sermaye kazancı anlamına gelmekte (*Brigham, a.g.e., s. 277*); özellikle açığa satış işlemleri nedeniyle oluşan dalgalanmaların veya şirket hakkında basında çıkan olumsuz haberlerin söz konusu olduğu dönemlerde, pay fiyatlarına olumlu yansıtılabilmektedir (*Hamilton, 1989, s. 401; Cahn ve Donald, a.g.e., s. 242*).

Artık sermayenin dağıtılması yaklaşımına ilişkin teorik çerçeve, şirket bünyesindeki atıl nakdin yatırıma yönlendirilmesinde pay geri alımlarının diğer yatırım olanaklarına nazaran daha verimli bir alternatif oluşturması hâlinde bu beklentinin gerçekleşebileceğine işaret etmektedir (*Grullon ve Ikenberry, a.g.e., s. 35*). Bu durum yatırımcı tercihlerini de etkilemekte, ellerinde paylarını şirkete satma opsiyonu bulunan

¹¹ Pay geri alımlarının PBK oranına etkileri çalışmanın üçüncü bölümünde tartışılmaktadır.

¹² Örneğin, bir pay için, o paya tekabül eden kâra karşılık ne kadar bedel ödenmesi gerektiğine işaret eden, dolayısıyla şirketin piyasa değeri hakkında bir fikir veren fiyat/kazanç oranı, pay fiyatının PBK oranına bölünmesiyle hesaplanmaktadır.

¹³ Geri alımın krediyle finanse edildiği bir durumda kredi faizleri kârı düşürücü etkide bulunacağından oranın pay kısmında da azalma söz konusu olabilecektir.

ortaklar genellikle şirketin temettü dağıtması yerine geri alım yapmasını istemektedir (Cahn ve Donald, *a.g.e.*, s. 242).

1.1.2.4. İdeal Sermaye Yapısına Ulaşılması Yaklaşımı

Sermaye yapısı teorisi, temettü teorisine benzer bir şekilde, mükemmel piyasalarda, şirketlerin faaliyetlerinden elde ettikleri net nakit akışlarının borç veya öz kaynakla finanse edilmesinin şirketin değeriyle herhangi bir ilişkisinin bulunmadığını ileri sürmektedir (Copeland ve Weston, *a.g.e.*, s. 476). Ancak, mükemmel olmayan piyasalarda geri alım işlemleri sermaye yapısı kararlarında önemli rol oynayabilmektedir.

Şirketler, hedefledikleri ideal bir borç/öz kaynak oranının bulunması hâlinde, paylarını geri alarak bu amacına ulaşabilmektedirler (Dittmar, 2000, s. 335). Şirketin kullandığı bir krediyle veya borçlanma aracı ihracından elde ettiği kaynakla paylarını geri alması sonucunda, bu oranın daha da artırılması sağlanabilmektedir (Keown ve diğerleri, 2008, s. 429). 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, *a.g.e.*, s. 41).

1.1.2.5. Yöneticilerin Teşvik Edilmesi Yaklaşımı

Şirketler yöneticilerine ücret paketleri kapsamında pay bazlı ödemeler yaparak, hem çalışma hayatındaki performanslarını ödüllendirebilmekte hem de emeklilik plânlarını destekleyebilmektedir.

Söz konusu ödemelerin geri alınan paylarla yapılması hâlinde şirketin değerinde yeni pay ihracından kaynaklanabilecek sulanma etkisinin önüne geçilmiş olmaktadır (Dittmar, *a.g.e.*, s. 335). Ayrıca, geri alınan payların yöneticilere yapılan ödemelerde teşvik edici bir unsur olarak kullanılması, yöneticiler ile ortakların menfaatlerinin örtüşmesini sağlayabilmekte ve vekâlet maliyetlerinin azaltılmasına katkıda bulunabilmektedir (Young ve Yang, 2011).

Pay bazlı ödemeler, yöneticilerin yanı sıra diğer çalışanlara ilişkin ödeme plânlarına da konu edilebilmekte olup, geri alınan payların bu plânlar kapsamında kullanılması da mümkün bulunmaktadır. Son dönemde pay geri alımlarında yaşanan artışın bir nedeni de, yalnızca şirket yöneticilerine değil, tüm çalışanlara yönelik ücretlendirme politikalarına konu edilen pay bazlı ödemeler ile pay opsiyonlarına ilişkin yükümlülüklerin geri alınan paylarla yapılmasının tercih edilmesidir (Baker ve diğerleri, *a.g.e.*, s. 484).

1.1.2.6. Ele Geçirmelere Caydırıcılık Kazandırılması Yaklaşımı

Pay geri alımları, yöneticiler tarafından, özellikle büyük hissedar gruplarının egemen olmadığı dağınık bir sermaye yapısına sahip şirketler ile atıl nakitle faaliyet gösteren şirketlerin maruz kalabileceği ele geçirilme riskinin ortadan kaldırılmasında kullanılabilir.

Geri alıma izin verilmeyen piyasalarda, fiyatı düşen şirketleri ele geçirmek isteyenler daha rahat hareket edebilmektedir. Geri alım yapılabilen piyasalarda ise, geri alım yoluyla şirket bünyesindeki atıl nakdin eritilmesi ve pay fiyatının desteklenmesi sağlanabilmekte, dolayısıyla alıcı taraflar, oluşan yeni şirket değeri kapsamında ele geçirme fikrini yeniden değerlendirmeye zorlanabilmektedir (Sabine, 1987, s. 178; Hamilton, *a.g.e.*, s. 368). Ayrıca, geri alımın şirketin ele geçirilmesinin önlenmesine yönelik olarak yapılacağı hususunun kamuya açıklanmasıyla ele geçirmelere karşı ortakların güveni de kazanılabilmektedir.

Pay geri alımları bu şekilde şirketin kendisinin ele geçirilmesini zorlaştırırken, bir başka şirketle birleşmesini ise kolaylaştırabilmektedir. Şirket birleşmeleri vergisel nedenlerle genellikle pay değişimi suretiyle gerçekleştirilmekte; devralan şirketin payları, devralınan şirketin ortaklarına payları karşılığında belli bir birleşme oranı üzerinden verilmektedir. Devralan şirketin sermaye artırımını suretiyle ihraç ettiği veya kendi ortaklarından geri aldığı paylar bu değişim işlemine konu edilebilmektedir. Bu kapsamda, pay değişiminde geri alınan payların kullanılması şirketlerin daha düşük bir maliyetle devralınabilmesine imkân tanıyabilmektedir (Hackethal ve Zdantchouk, *a.g.e.*, s. 126).

Diğer taraftan, devralınan şirketin ayrılma hakkını kullanmak isteyen muhalif ortaklarından adil bir fiyattan paylarını geri almayı teklif etmesi de birleşme işlemini kolaylaştırabilmektedir (Cahn ve Donald, *a.g.e.*, s. 242-243).

1.1.2.7. Servetin El Değiştirmesi Yaklaşımı

Pay geri alımlarına alacaklılara olan borçların ödenmesini güçleştirecek boyutta nakit sarf edilmesi hâlinde alacaklılardan ortaklara bir servet transferi gerçekleşmektedir (De Matos, 2001, s. 121). Bu durumda, tahvil faizleri ile pay fiyatlarının geri alımlarına verdiği tepki arasında olumsuz bir ilişki görülmektedir.

1.2. PRATİKTE PAY GERİ ALIMLARI

Yukarıda yer verilen teorik yaklaşımların çeşitliliği dikkate alındığında, Black'in (1976) temettü için kavramsallaştırdığı "bulmaca" tabirinin pay geri alımları için de geçerli olduğu sonucuna ulaşılmaktadır. Her biri farklı bir bakış açısıyla açıklanan ve birbirine üstünlüğü olmayan (Grullon ve Ikenberry, *a.g.e.*, s. 35) söz konusu yaklaşımlar bulmacanın parçalarının bir araya getirilmesine yetmemekte, pay geri alımının neden yapıldığı sorusuna herkes için kabul edilebilir tek bir yanıt bulunamamaktadır.

Esas itibarıyla, bazı yaklaşımlar pay geri alımlarına mahsus bir özellik de taşımamaktadır. Örneğin, sermaye yapısının değiştirilmesinde, piyasaya şirketin kârlılığı ile ilgili mesaj verilmesinde veya nakit akışı doğru değerlendirilerek vekâlet maliyetlerinin azaltılmasında nakit temettü ödemeleri de geri alımlarla benzer bir etkiyi doğurabilmektedir.

Bu nedenle, teorik yaklaşımların pratik hayatta gerçekleştirilen pay geri alımı uygulamalarıyla birlikte değerlendirilmesinin uygun olacağı düşünülmektedir.

1.2.1. Pay Geri Alımının Amaçları

Tablo 2’de de belirtildiği üzere, pay geri alımıyla ulaşılmak istenen amaçlar, bir başka deyişle, şirketleri paylarını geri almaya iten “gerçek” nedenler ülkeden ülkeye değişebilmektedir. Bu nedenlerin genel bir nitelik arz edebilmesi için söz konusu ülkelerde en sık görülen ve bundan dolayı da çeşitli düzenlemelere konu edilen borsada gerçekleştirilen geri alım uygulamalarının incelenmesinde fayda görülmektedir.

Tablo 2. Pay geri alımlarına ilişkin ülke uygulamaları

<p>İngiltere’de en çok PBK oranının artırılması¹⁴ ve şirket paylarına likidite kazandırılması için geri alım yapıldığı anlaşılmaktadır.</p> <p>Fransa’da yapılan geri alımların başlıca nedenleri payla değiştirilebilir borçlanma araçları, pay opsiyonları veya çalışanlara ilişkin ödeme plânları kapsamındaki yükümlülüklerin karşılanabilmesi, payların iptal edilebilmesi, paylara likidite ve pay fiyatlarına istikrar kazandırılabilmesi ve birleşme ve devralma plânları kapsamında dışsal büyüme sağlanabilmesi olarak sıralanabilmektedir.</p> <p>Amerika Birleşik Devletleri’nde (ABD) ise, pay geri alımları genellikle nakit temettü ödemelerine alternatif bir uygulama olarak değerlendirilmekte; ancak, PBK oranının artırılması, düşük fiyatlanmış payların değerinin yükseltilmesi, pay opsiyonlarının sulandırma etkisinin giderilmesi ve payların piyasasına likidite kazandırılması amacıyla da geri alım yapılabilmektedir.</p>
--

Kaynak: **ABD:** (Habbart ve diğerleri, 2012, s. 3); **Fransa:** (Jais ve Vidalenc, 2012, s. 3); **İngiltere:** (Grayston, 2012, s. 4).

Bu çerçevede, şirketler tarafından hangi amaçla borsada pay geri alımı yapıldığı sorusuna Tablo 3’ün özet bir yanıt teşkil edebileceği düşünülmektedir:

Tablo 3. Pay geri alım amaçları

Finansman Amaçlı Pay Geri Alımları	Yönetim Amaçlı Pay Geri Alımları
Payların piyasa fiyatının desteklenmesi	Ortakların servetinin artırılması
Nakdin dağıtımında vergi avantajı sağlanması	Nakdin doğru değerlendirilmesi
Sermaye yapısının değiştirilmesi	Ücretlendirme plânlarında kullanılması
PBK oranının artırılması	Piyasaya şirketle ilgili olumlu mesajlar verilmesi

Kaynak: (Baker ve diğerleri, a.g.e., s. 495)

¹⁴ İngiltere’de pay geri alımlarının başta **PBK** oranını artırmak amacıyla kullanılmasının en önemli nedeninin yöneticilerin **PBK** oranının performansına bağlı kısa ve uzun vadeli ödeme plânlarına sıklıkla dâhil edilmesi olduğu düşünülmektedir (Young ve Yang, 2011, s. 707).

Tablo 3, uygulamada pay geri alımlarının şirketler ile ilgili temettü, yatırım, sermaye yapısı ve ücretlendirme politikalarının yönlendirilebilmesinde kullanıldığını göstermektedir.

Diğer taraftan, Tablo 3'te yer verilenler borsada gerçekleştirilen geri alımlara özgü bir örnek teşkil etmektedir. Hâlbuki benzer amaçlara farklı geri alım yöntemleriyle de ulaşılabileceği gibi bazı amaçlara ulaşılabilmesi için başka yöntemlerin kullanılması da gerekebilmektedir. Bu anlamda, borsada gerçekleştirilen geri alımların, örneğin şirketin ele geçirilme riskinin ortadan kaldırılabilmesi için kısa vadede çok büyük miktarda payın geri alınmasına elverişli olmayabileceği düşünülmektedir. Ayrıca, çağrı veya müzakere yoluyla yapılan geri alımların piyasaya mesaj verilmesinde daha etkili olduğu ileri sürülmektedir (Chen, 2006, s. 214).

Bu nedenle, şirketler tarafından pay geri alımlarında kullanılan yöntemlerin ayrıca incelenmesinde fayda görülmektedir. Söz konusu yöntemler çeşitlilik arz etmekle birlikte, bunların başlıcalarını borsada gerçekleştirilen geri alımlar, çağrı yoluyla geri alımlar, müzakere yoluyla geri alımlar ve sentetik geri alımlar şeklinde sıralamak mümkün bulunmaktadır.

1.2.2. Pay Geri Alım Yöntemleri

1.2.2.1. Borsada Gerçekleştirilen Geri Alımlar

Birçok ülkede pay geri alımlarının borsada yapılması daha fazla tercih edilmektedir. ABD'de 1980-1999 yılları arasında gerçekleştirilen geri alımların toplam değerinin %91'ini borsada yapılanlar oluşturmaktadır. ABD'de 1980'li yıllardan itibaren, düzenlemelerdeki belirsizliklerin ve hukukî risklerin giderilmesiyle birlikte ivme kazanan (Grullon ve Ikenberry, *a.g.e.*, s. 34) söz konusu işlemlerin tutarı Standard&Poor's 500 endeksine dâhil borsa şirketleri için 2004 ve 2005 yıllarında sırasıyla 197 milyar \$ ve 349 milyar \$ olarak gerçekleşmiş, 2006 yılında ise 437 milyar \$'a ulaşmıştır (MacGuigan ve diğerleri, 2009, s. 528).

Bu tür geri alım işlemleri diğer piyasalarda da sıkça kullanılmaktadır. [De Jong ve diğerleri \(2003, s. 350\)](#)'nin çalışmasında ABD'den sonra geri alımların en sık görüldüğü piyasanın Kanada olduğu belirtilmektedir. Kanada'da geri alım işlemlerinin 1985 yılında 429 milyon \$ olan tutarı 2003 yılında 3.3 milyar \$'a yükselmiştir ([Kooli ve L'Her, 2010](#)). Birleşik Krallık'ta, şirketlerin geri alım işlemleri için harcadıkları toplam meblağ ise 2006 yılı itibarıyla 46 milyar £'a ulaşmıştır ([Dhanani ve Roberts, 2009, s. VII](#)).

Düzenleme yaklaşımları açısından birbirine benzeyen bu piyasaların aksine uygulamasına kısa bir süre öncesine kadar izin bile verilmeyen Kıta Avrupası ülke piyasalarında da geri alım işlemleri giderek önemini artırmaktadır. Buna göre, geri alım işlemlerinin tutarı 2006 yılı itibarıyla Almanya'da 3.5 milyar €'ya, Fransa'da 6.2 milyar €'ya ulaşmıştır ([Mieczysław, 2011, s. 50](#)).

Çalışmada bir bütün olarak aksi belirtilmedikçe borsada gerçekleştirilen pay geri alımları incelendiğinden bu yöntemin detaylarına burada ayrıca değinilmemektedir.

1.2.2.2. Çağrı Yoluyla Gerçekleştirilen Geri Alımlar

Çağrı, şirketin, paylarını geri almak üzere ortaklarına yaptığı pay alım teklifini ifade etmektedir. Pay geri alımı uygulamalarında çağrı, sabit fiyatla veya Hollanda usulüyle yapılabilmektedir.

1.2.2.2.1. Sabit Fiyatlı Çağrı

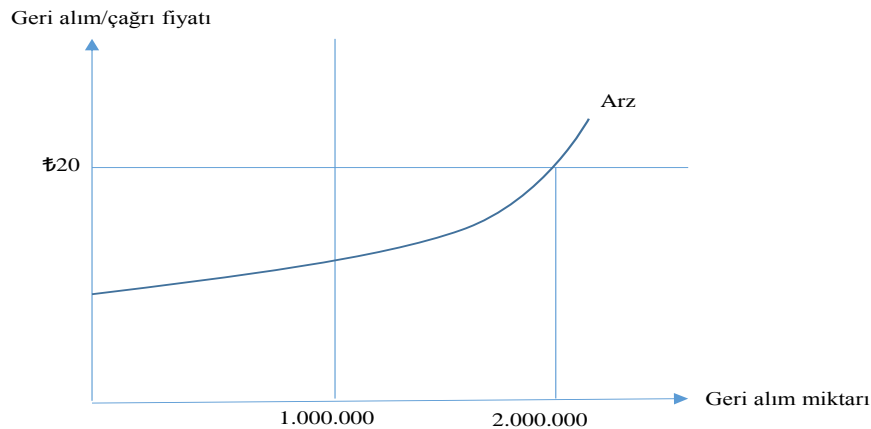
Sabit fiyatlı çağrı yönteminde, sabit bir çağrı fiyatından geri alım yapılmak istenen azamî pay adedi belirtilmekte, ortaklar da çağrı dönemi boyunca ellerindeki payları bu fiyattan satma talebiyle çağrıya katılmaktadır ([Habbart ve diğerleri, a.g.e. , s. 4; Nayar ve diğerleri, 2008, s. 253](#)).

Talebe konu payların teklife konu paylardan sayıca fazla olması hâlinde, geri alınacak pay adedi yönetimin isteğine bağlı olarak artırılabilen veya çağrı işlemi talepte

bulunan ortaklar arasında eşitsizlik yaratmayacak şekilde oransal dağıtım yöntemine göre sonuçlandırılmaktadır (Grullon ve Ikenberry, *a.g.e.*, s. 32).

Sabit fiyatlı çağrı yöntemiyle geri alımda çağrı fiyatının oluşumu aşağıdaki şekil üzerinden örneklendirilmektedir:

Şekil 3. Sabit fiyatlı çağrı yönteminde fiyat oluşumu



Kaynak: (Vermaelen, 2005, s. 4)

Şekil 3'te, BpCom A.Ş.'nin ₺20 üzerinden 1.000.000 adet payını geri alma çağrısında bulunduğu ve bu çağrıya 2.000.000 adet pay teklifinin geldiği bir durum örneklendirilmektedir. Arz eğrisi, ortakların çağrıya katılmak istedikleri fiyat düzeylerini göstermektedir. Buna göre, ortaklar çeşitli nedenlerle¹⁵ şirketin ₺20 fiyat düzeyindeki çağrısına daha yüksek bir pay satım teklifiyle karşılık vermektedir. Bu örnekte, şirket 1.000.000 ilâ 2.000.000 arasındaki payını geri alma konusunda oransal dağıtım usullerine uymak kaydıyla serbestçe karar verebilmektedir.

¹⁵ Beklentiler teorisi, farklı düşüncelere sahip ortakların işlemlere farklı tepkiler vereceğini iddia etmektedir. Örneğin, şirkete karşı kötümser olan ortaklar çağrıya mümkün olduğu kadar payla katılıp zararlarını tazmin etme beklentisi içinde olabilmektedir. Ayrıca, paylarını şirkete satmaları hâlinde yüksek bir vergi ödemek durumunda kalacağını bilen ortaklar ancak kendilerine yeterli kazanç sağlayacak bir fiyattan çağrıya katılabilmektedir.

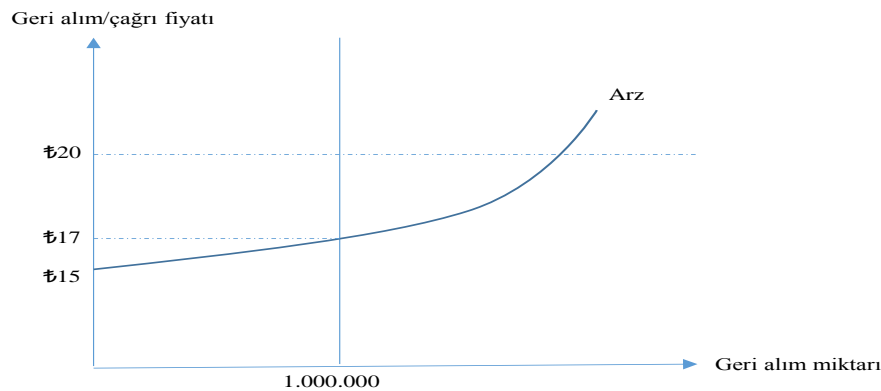
1.2.2.2.2. Hollanda Usulü Çağrı

Hollanda usulü çağrı yönteminde, geri alınmak istenen pay adedi önceden belirlenmekte ve ortaklara dar bir fiyat aralığı üzerinden çağrı yapılmaktadır. Çağrı dönemi boyunca ortaklar bu fiyat aralığında kendi belirledikleri fiyattan ellerindeki payları şirkete satma talebiyle çağrıya katılmaktadır (Habbart ve diğerleri, *a.g.e.*, s. 4).

Şirket çağrı dönemi sonunda, kendisine gelen teklifleri en düşükten başlayarak fiyat sıralamasına tâbi tutmakta ve kümülatif hesaplamada önceden belirlenen pay adedine ulaşılmasını sağlayan en yüksek fiyata eşit veya bu fiyatın altında kalan teklifleri bu fiyattan kabul etmektedir. Söz konusu tekliflerin geri alınmak istenen pay adedinden fazla olması hâlinde sabit fiyatlı çağrıya olduğu gibi oransal dağıtım yapılmaktadır (Nayar ve diğerleri, *a.g.e.*, s. 253). Bu şekilde belirlenen en yüksek fiyatın üzerindeki fiyatlara karşılık gelen paylar ise teklif sahiplerine iade edilmektedir (Grullon ve Ikenberry, *a.g.e.*, s. 32).

Hollanda usulü çağrı yönteminde fiyat, sabit fiyatlı çağrı yönteminden farklı olarak aşağıdaki şekilde oluşmaktadır:

Şekil 4. Hollanda usulü çağrı yönteminde fiyat oluşumu



Kaynak: (Vermaelen, *a.g.e.*, s. 6)

Şekil 4'e göre, BpCom A.Ş. 15 ilâ 20 fiyat aralığından 1.000.000 adet payını geri alma çağrısında bulunmaktadır. Şirketin bu miktardaki payına tekabül eden fiyat düzeyi 17

olup, şirketin kümülatif olarak söz konusu payları geri alabilmesini sağlayan ₺15 ilâ ₺17 arasındaki tüm teklifleri ₺17'den karşılaması gerekmektedir.

Bu yöntemin sabit fiyatlı çağrıya nazaran birtakım avantajları bulunmaktadır. Bunlardan birincisi, bu yöntemde çağrı fiyatının daha düşük oluşması ve şirkete bir maliyet tasarrufu kazandırmasıdır. Diğer bir avantaj, özellikle bir ele geçirme teşebbüsünün engellenmek istenmesi hâlinde, geri alım çağrısına düşük fiyat teklifinde bulunan kötümser ortakların¹⁶ paylarının geri alınması sonucunda, şirketin geleceği hakkında iyimser beklentileri olan ortaklarla yola devam edilmesine imkân tanınmasıdır. Bir başka avantaj ise, sabit fiyatlı çağrıda fiyatın piyasadaki dalgalanmalara karşı esnek olmamasına karşın, bu yöntemde bir fiyat aralığının söz konusu olması nedeniyle piyasada yaşanabilecek bir düşüş hâlinde daha iyi bir koruma sağlanmasıdır (Vermaelen, *a.g.e.*, s. 7).

1.2.2.3. Müzakere Yoluyla Gerçekleştirilen Geri Alımlar

Şirket, paylarını ortaklarıyla yapacağı anlaşmalar çerçevesinde piyasa dışından da alabilmektedir. Bu tür sözleşmelerde alım koşulları tarafların müzakerelerine bağlı olarak çok farklı şekillerde belirlenebilmektedir (Habbart ve diğerleri, *a.g.e.*, s. 4).

Müzakere yoluyla geri alım yönteminin yine bir ele geçirme teşebbüsünde rol oynayabileceği düşünülmektedir. Örneğin, şirket, kontrolünü ele geçirebilecek miktarda paya sahip olan bir ortağından paylarını piyasa fiyatından yüksek bir bedelle geri almayı teklif edebilmektedir (Vermaelen, *a.g.e.*, s. 7).

Diğer taraftan, payları borsada işlem görmeyen şirketler açısından bu yöntemin ortaklar açısından bir likidite imkânı yaratabileceği anlaşılmaktadır (Cahn ve Donald, *a.g.e.*, s. 242).

¹⁶ Kötümser ortaklar, olası bir ele geçirme teşebbüsünde elindeki paylarını ele geçirme teşebbüsünde bulunan tarafa iyimser ortaklara nazaran daha düşük bir fiyatla satmak isteyebilecek ortaklar olarak değerlendirilmektedir. Bu nedenle, şirketler paylarını bu ortaklardan geri alabilmek için çeşitli yöntemler kullanabilmektedir.

1.2.2.4. Türev İşlemlerle Gerçekleştirilen Geri Alımlar

Türev işlemlerle gerçekleştirilen geri alımlar “sentetik” olarak nitelendirilmektedir. Buna göre, sentetik geri alımlar, karşı tarafı genellikle bir yatırım bankası olan ve genellikle borsadan yapılan geri alımlarla birlikte kullanılan türev sözleşmeler kapsamında, şirketin mevcut durumda düşük fiyatlanmış paylarını belirli bir tarihte geri alabilmesi amacıyla, satım opsiyonu yazması; alım opsiyonu, sıfır maliyetli koridor veya forward sözleşmesi satın alması; hızlandırılmış geri alım yapması veya devredilebilir satma hakları vasıtasıyla geri alım yapması şeklinde gerçekleştirilmektedir (Luning, 2007, s. 41; Vermaelen, a.g.e., s. 9).

Sentetik geri alım, uzun vadeli yatırımlarına devam etmek, büyüme potansiyelini gerçekleştirmek ve finansal darboğaza düşmemek için nakde ihtiyaç duyan şirketlere piyasada düşük fiyatlanmış paylarını elindeki nakdi tasarruflu kullanarak geri almalarına imkân tanımaktadır. Ancak, taraf olunan türev sözleşmeler şirketin taahhüdünü yerine getirmesini gerektirdiğinden borsadan yapılan geri alımlar gibi esnek bir yöntem olarak görülmemektedir¹⁷ (Vermaelen, a.g.e., s. 9). Bu anlamda, sözleşme (*kullanım*) fiyatının seviyesi ve vade sonundaki ifa şartlarının (*nakden veya aynen*)¹⁸ uygun bir şekilde belirlenmesi önem taşımaktadır.

1.2.2.4.1. Satım Opsiyonu Yazılması

Satım opsiyonu yazılması bir üreticinin güvenerek piyasaya sürdüğü bir ürünü için iade garantisi vermesine benzemektedir. Geri alım işlemleri açısından bakıldığında, şirket başlattığı geri alım programıyla birlikte mevcut durumda düşük değerlenmiş paylarının değerinin ileride artacağına inanmakta, bir başka deyişle, kendi paylarına güvenmekte ve satım opsiyonu yazarak karşı tarafa, vade sonunda paylarının fiyatının kullanım fiyatının altında kalması hâlinde payların geri alınacağını taahhüt (*garanti*) etmiş olmaktadır. Bu

¹⁷ Bununla birlikte, tek bir vadeden ziyade değişiklik vadelerine sahip türev işlemlere taraf olunması hâlinde bu programlara esneklik kazandırılabilmesi ileri sürülmektedir (Luning, a.g.e., s. 44).

¹⁸ Sözleşmenin ifa şartlarına göre tarafların birbirlerine yapacağı net ödemeler nakden olabileceği gibi, şirket paylarının teslimi suretiyle aynen de olabilmektedir. Bu durumda, şirket yeni pay ihraç ederek, karşı taraf ise şirket paylarını piyasadan alarak teslim yükümlülüğünü yerine getirmektedir.

bakımdan, yöntemin, özellikle kullanım fiyatının yüksek belirlendiği durumlarda, piyasaya payların mevcut durumda düşük fiyatlandığını ancak pay fiyatlarının artacağına inanıldığı mesajının verilmesinde rol oynayabileceği düşünülmektedir (Luning, *a.g.e.*, s. 43).

Vade sonunda şirket payları spot piyasada sözleşme fiyatının üzerinde işlem görüyorsa, şirket, karşı tarafın satım opsiyonunu kullanamaması nedeniyle, sözleşmenin başlangıcında elde ettiği opsiyon primini muhafaza etmekte, böylece geri alım için katlanacağı maliyeti düşürmüş olmaktadır. Ancak, vade sonunda tersi durum söz konusuysa, karşı taraf bu defa satım opsiyonunu kullanmakta ve şirketin karşılığında karşı tarafa opsiyon primini aşan tutar kadar bir ödeme yapması gerekmektedir.

Bu noktada konunun bir örnekle açıklanmasında fayda görülmektedir. Buna göre, piyasada ₺50'den işlem görmekte olan paylarının, önümüzdeki 6 aylık süre zarfında piyasa dalgalanmalarına maruz kalacağını, ancak değerinin uzun vadede yükseleceğini düşünen BpCom A.Ş. 6.000.000 adet payını, söz konusu paylara karşılık 6 ay vadeli satım opsiyonu yazmak suretiyle bir bankadan geri almak istemektedir. Sözleşmede kullanım fiyatı ₺45, opsiyon primi ₺5¹⁹ olarak belirtilmektedir. Tablo 4'te olası fiyat senaryolarında satım opsiyonlu geri alımların yaratabileceği etkiler gösterilmektedir²⁰:

¹⁹ Her bir opsiyon, sahibine 100 adet pay satma hakkı vermektedir. Buna göre, geri alınması plânlanan paylara karşılık 60.000 adet satım opsiyonu yazılması gerekmektedir. Şirketin yazdığı satım opsiyonlarından elde ettiği prim tutarı ise, ₺30.000.000 ($60.000 * 100 * ₺5$) olarak tespit edilmektedir.

²⁰ Basitlik açısından tüm opsiyonların programın başında tek seferde satıldığı; payların program süresince aralıklı olarak değil tamamının opsiyonun vadesinde tek seferde geri alındığı; opsiyon kullanımlarının ise, Avrupa tipi opsiyonlarda olduğu gibi vade sonunda gerçekleştiği varsayılmıştır.

Tablo 4. Satım opsiyonu yazılarak yapılan pay geri alımları

Vade sonu spot pay fiyatı (₺)	Satım Opsiyonsuz Geri Alım		Satım Opsiyonlu Geri Alım		
	Vade sonunda pay başına ödenen geri alım bedeli (₺)	Vade sonunda pay başına ödenen geri alım bedeli (₺)	Opsiyonun kullanımından kaynaklanan pay başına kar/zarar ²¹ (₺)	Opsiyon başına tahsil edilen prim bedeli (₺)	Pay başına net geri alım maliyeti (₺)
30	(30)	(45)	(15)	5	(40)
35	(35)	(45)	(10)	5	(40)
40	(40)	(45)	(5)	5	(40)
45	(45)	(45)	-	5	(40)
50	(50)	(50)	-	5	(45)
55	(55)	(55)	-	5	(50)
60	(60)	(60)	-	5	(55)
65	(65)	(65)	-	5	(60)
70	(70)	(70)	-	5	(65)

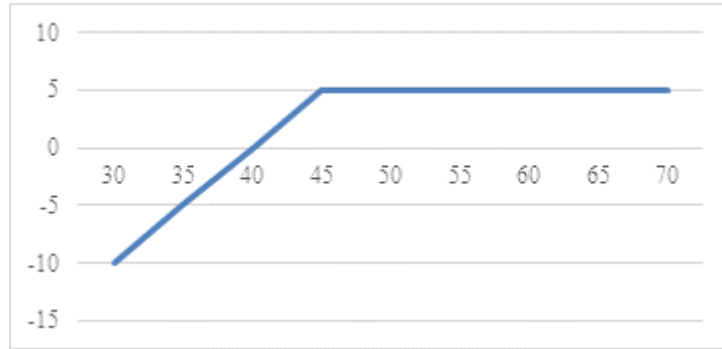
Kaynak: (CBOE, 2001, s. 4)

Tablo 4, borsada yapılan geri alımlar ile satım opsiyonlu olarak bir yatırım bankasından yapılan geri alımların maliyet açısından karşılaştırılmasına imkân tanımaktadır. Buna göre, pay fiyatının ₺40'nin üzerinde kaldığı durumlarda, satım opsiyonu sağladığı prime bağlı olarak şirket açısından geri alımın maliyetini azaltıcı bir görev üstlenmektedir. Ancak, payların piyasa fiyatının ₺40 ve altına düşmesi hâlinde opsiyonun kullanılmasından kaynaklanan bir zararla karşılaşmaktadır. Örneğin, vade sonunda pay fiyatının ₺35'e düşmüş olması hâlinde, bu fiyattan borsada geri alım yapma fırsatı kaçırılmakta; satım opsiyonunu kullanan bankadan pay başına ₺45 üzerinden geri alım yapılmaktadır. Her ne kadar, geri alımın net maliyeti ₺40 (~~₺45-₺5~~) olsa da, ₺10 (~~₺45-₺35~~) zarara katlanılmak durumunda kalınmaktadır.

Yukarıda yer verilen bilgiler çerçevesinde satım opsiyonu yazılması hâlinde şirketin pay fiyatlarına karşı pozisyonuna aşağıdaki şekilde yer verilmektedir:

²¹ Buradaki ifadeyle muhasebe kâr/zararından ziyade yakalanan/kaçırılan fırsat kastedilmektedir. Tüm bu işlemler çalışmanın üçüncü bölümünde belirtildiği üzere öz kaynak niteliğinde olduklarından gelir tablosuyla ilişkilendirilmemektedir.

Şekil 5. Satım opsiyonu yazılması



1.2.2.4.2. Alım Opsiyonu Satın Alınması

Alım opsiyonlarıyla geri alınması plânlanan payların fiyat riskinden korunulabilmekte, böylece özellikle fiyatların yükseleceğine dair bir kanaatin bulunması hâlinde geri alım maliyetinin azaltılması sağlanabilmektedir (Luning, *a.g.e.*, s. 43). Buna göre, vade sonunda spot piyasadaki pay fiyatı kullanım fiyatının üzerinde kalmışsa, şirket alım opsiyonunu kullanarak paylarını piyasadaki daha düşük bir fiyatla karşı taraftan geri alabilmektedir. Tersi bir durumda ise, şirket alım opsiyonunu kullanmayıp paylarını borsadan almakta, yalnızca opsiyon primine katlanmaktadır.

Bir önceki örnekten yola çıkarak, bu defa piyasada ₺45'ten işlem görmekte olan paylarının fiyatının önümüzdeki 6 aylık süre zarfında yükseleceğini düşünen BpCom A.Ş. yine 6.000.000 adet payını, söz konusu paylarını 6 ay vadeli alım opsiyonu satın almak suretiyle bir bankadan geri almak istemektedir. Sözleşmede kullanım fiyatı ₺50, opsiyon primi ₺5 olarak belirtilmektedir. Tablo 5'te olası fiyat senaryolarında alım opsiyonlu geri alımların yaratabileceği etkiler gösterilmektedir²²:

²² Basitlik açısından tüm opsiyonların programın başında tek seferde alındığı; payların program süresince aralıklı olarak değil tamamının opsiyonun vadesinde tek seferde geri alındığı; opsiyon kullanımlarının ise, Avrupa tipi opsiyonlarda olduğu gibi vade sonunda gerçekleştiği varsayılmıştır.

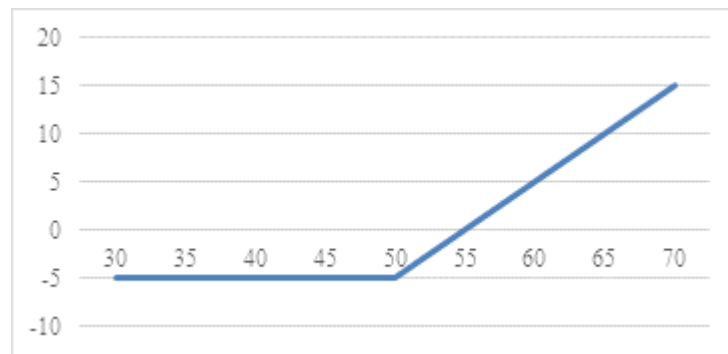
Tablo 5. Alım opsiyonu satın alınarak yapılan pay geri alımları

Vade sonu spot pay fiyatı (₺)	Alım Opsiyonsuz Geri Alım		Alım Opsiyonlu Geri Alım		Pay başına net geri alım maliyeti (₺)
	Vade sonunda pay başına ödenen geri alım bedeli (₺)	Vade sonunda pay başına ödenen geri alım bedeli (₺)	Opsiyonun kullanımından elde edilen pay başına kar/zarar (₺)	Opsiyon başına tahsil edilen prim bedeli (₺)	
30	(30)	(30)	-	(5)	(35)
35	(35)	(35)	-	(5)	(40)
40	(40)	(40)	-	(5)	(45)
45	(45)	(45)	-	(5)	(50)
50	(50)	(50)	-	(5)	(55)
55	(55)	(50)	5	(5)	(55)
60	(60)	(50)	10	(5)	(55)
65	(65)	(50)	15	(5)	(55)
70	(70)	(50)	20	(5)	(55)

Kaynak: (CBOE, *a.g.e.*, s. 4)

Tablo 5’te bir önceki tablodan farklı olarak, borsada yapılan geri alımlar ile alım opsiyonlu olarak bir yatırım bankasından yapılan geri alımlar karşılaştırılmaktadır. Buna göre, pay fiyatının ₺55 ve üzerinde olduğu durumlarda, alım opsiyonu kullanılmakta ve prime katlanılmakla birlikte paylar borsadakinden daha avantajlı bir fiyattan geri alınmak suretiyle kazanç elde edilebilmektedir. Örneğin, vade sonunda pay fiyatının ₺65’e çıkmış olması hâlinde, alım opsiyonu kullanılarak bankadan pay başına ₺50 üzerinden geri alım yapılmakta ve ₺15 ($₺65-₺50$) kâr sağlanmaktadır.

Diğer taraftan, alım opsiyonu satın alınması hâlinde şirketin pay fiyatlarına karşı pozisyonuna aşağıdaki şekilde yer verilmektedir:

Şekil 6. Alım opsiyonu satın alınması

1.2.2.4.3. Sıfır Maliyetli Koridor Satın Alınması

Sıfır maliyetli koridor satın alınmasıyla aynı anda hem alım opsiyonu satın alınması hem de satım opsiyonu yazılması söz konusu olmaktadır. Alım opsiyonu satın alınarak geri alım için ödenebilecek azamî bedele ilişkin bir fiyat koruması sağlanmakta; satım opsiyonu yazılarak ise, alım opsiyonu için yapılacak prim ödemeleri finanse edilmektedir (Cook ve Kim, 2006, s. 6).

Bu yöntem, sözleşmenin başlangıcında her iki opsiyonun da kullanım fiyatının tarafların birbirine ödeme yapmasını gerektirmeyecek şekilde belirlenmesi nedeniyle maliyetsizdir (Vermaelen, *a.g.e.*, s. 10). Opsiyon sözleşmesinin sonu itibarıyla pay fiyatları alım opsiyonunun kullanım fiyatına nazaran yükselmişse, şirket alım opsiyonunu kullanmakta; karşı taraf ise, satım opsiyonunu kullanmamaktadır.

Tablo 6’da şirketin bir önceki örneklere konu edilen alım ve satım opsiyonlarının olası fiyat senaryolarında sıfır maliyetli bir koridor sözleşmesi kapsamında birlikte yaratabileceği etkilere yer verilmektedir:

Tablo 6. Sıfır maliyetli koridor satın alınarak yapılan pay geri alımları

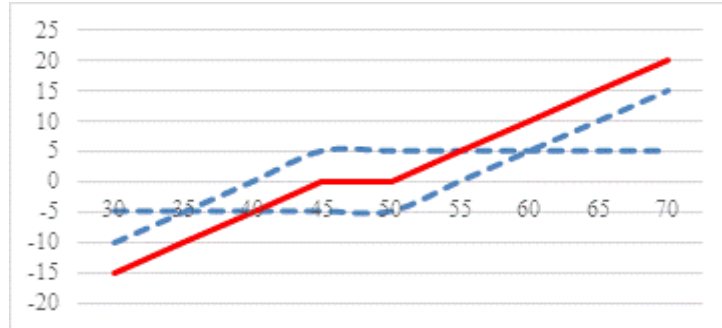
Vade sonu spot pay fiyatı (₺)	Koridorsuz	Koridorlu			
	Geri Alım	Geri Alım	Geri Alım	Geri Alım	Geri Alım
	Vade sonunda pay başına ödenen geri alım bedeli (₺)	Vade sonunda pay başına ödenen geri alım bedeli (₺)	Opsiyonun kullanımından elde edilen pay başına kar/zarar (₺)	Opsiyon başına tahsil edilen prim bedeli (₺)	Pay başına net geri alım maliyeti (₺)
30	(30)	(45)	(15)	-	(45)
35	(35)	(45)	(10)	-	(45)
40	(40)	(45)	(5)	-	(45)
45	(45)	(45)	-	-	(45)
50	(50)	(50)	-	-	(50)
55	(55)	(50)	5	-	(50)
60	(60)	(50)	10	-	(50)
65	(65)	(50)	15	-	(50)
70	(70)	(50)	20	-	(50)

Tablo 6’den da görülebileceği üzere, bu yöntemde tarafların birbirine herhangi bir prim ödemesi yapması söz konusu bulunmamaktadır. Buna göre, pay fiyatının ₺50’nin üzerinde olduğu durumlarda, alım opsiyonu kullanılmakta ve paylar borsadakinden daha

avantajlı bir fiyattan geri alınmak suretiyle kazanç elde edilebilmektedir. Banka ise, satım opsiyonunu kullanmamaktadır. Örneğin, vade sonunda pay fiyatının ₺60'a çıkmış olması hâlinde, alım opsiyonu kullanılarak bankadan pay başına ₺50 üzerinden geri alım yapılmakta ve ₺10 ($₺60-₺50$) kâr sağlanmaktadır.

Sıfır maliyetli koridor satın alınması hâlinde şirketin pay fiyatlarına karşı pozisyonu, satım opsiyonu yazılması ile alım opsiyonu satın alınmasına ilişkin daha önce çizilen grafiklerin birleştirilmesi suretiyle aşağıdaki gibi şekillenmektedir:

Şekil 7. Sıfır maliyetli koridor satın alınması



1.2.2.4.4. Forward Sözleşmesi Satın Alınması

Şirketin, paylarını, imzaladığı forward sözleşmesi kapsamında karşı taraftan ilerideki bir tarihte belli bir fiyattan geri alabilmektedir (Vermaelen, *a.g.e.*, s. 9). Bu durumda karşı taraf vade sonunda şirkete teslim edeceği payları borsadan satın almaktadır. Şirket karşı tarafa olan ödeme yükümlülüğünü vade sonunda, geri aldığı paylara karşılık olarak sözleşme fiyatına bir miktar borçlanma primi eklemek suretiyle yerine getirmektedir.

Bu yöntem kredi olarak veya tahvil ihraç ederek sağlanan yabancı kaynakla pay geri alımı yapılmasına benzetilmektedir (Luning, *a.g.e.*, s. 45). Forward sözleşmesi uyarınca payları özünde karşı taraf şirket adına geri almakta, dolayısıyla şirketi finanse etmekte; şirket de karşılığında sözleşme fiyatına belli bir prim ekleyerek kredi/tahvil faizine benzer bir ödeme yapmaktadır.

1.2.2.4.5. Hızlandırılmış Geri Alım Yapılması

Hızlandırılmış geri alım yönteminin özünde bir forward sözleşmesi olmakla birlikte, en temel farkı, sözleşmeye konu payların şirket tarafından sözleşmenin hemen başlangıcında geri alınması, böylece geri alımın hızlandırılmış bir şekilde fırsata çevrilmesidir (Luning, *a.g.e.*, s. 44).

Sözleşme kapsamında, karşı taraf öncelikle şirket paylarını genellikle emeklilik yatırım fonları gibi kurumsal yatırımcılardan ödünç alıp şirkete belli bir fiyattan açığa satmaktadır. Şirket ise, açığa satıştan aldığı paylarını geri çekerek/itfa ederek **PBK** veya borç/öz kaynak oranlarında istediği artışı anında gerçekleştirebilmektedir. Karşı taraf, açığa satış nedeniyle oluşan kısa pozisyonunu (Habbart ve diğerleri, *a.g.e.*, s. 5) şirketin paylarını borsadan alarak vade sonuna kadar kapatmaktadır.

Vade sonu itibarıyla, şirketin açığa satıştan geri aldığı paylar için ödediği bedel ile karşı tarafın borsadan aldığı paylar için ödediği bedel arasındaki farktan kaynaklanan yükümlülüğün kapatılmış olması, açığa satışa konu edilen ödünç payların alacaklısına iade edilmiş olması ve açığa satıştan tahsil edilen tutara işleyen faizin şirkete ödenmiş olması gerekmektedir.

1.2.2.4.6. Devredilebilir Satma Haklarının Kullandırılması

Borsada yapılan geri alım programlarıyla ilişkili olmaması yönüyle diğer sentetik geri alım tekniklerinden ayrılan bu yöntemde sabit fiyatlı çağrının türev işlemlerle yapılması söz konusu olmaktadır.

Bu kapsamda, çağrı döneminin başında şirket tarafından geri alınması plânlanan payların sermayeye oranı üzerinden, her bir ortağa bedelsiz olarak pay sahiplikleri oranları ölçüsünde ikincil piyasada devredilebilir satma hakları yazılmaktadır. Söz konusu haklar, ortaklara ellerindeki payları şirkete çağrı döneminin sonunda çağrı fiyatından satma hakkını vermektedir (Luning, *a.g.e.*, s. 45).

Sermayesinin %5'ini temsil eden paylarını geri alma amacıyla ortaklarına çağrıda bulunan bir şirket örneğinde, ortakların çağrıya katılabilmeleri için, sahip oldukları her bir adet paya karşılık 20 adet devredilebilir satma hakkını elde etmeleri gerekmektedir. Satma haklarının çağrı dönemi boyunca ortaklar arasında ikincil piyasada el değiştirilebilmesiyle, çağrıya katılmak suretiyle ellerindeki payı şirkete satmak isteyen kötümser ortakların şirkete güvenen diğer ortaklardan mümkün olduğu kadar satma hakkı toplayabilmeleri sağlanmaktadır.

Bu çerçevede, şirket, çağrının sonunda, özellikle ele geçirme teşebbüslerine karşı, şirketin geleceğine güvenen pay sahiplerinden müteşekkil yeni bir ortaklık yapısına kavuşmaktadır (Vermaelen, *a.g.e.*, s. 5).

1.2.3. Pay Geri Alımının Sonuçları

1.2.3.1. Olumlu Sonuçlar

Pay geri alımlarının, işlemlerin şirketin kendisiyle ilgili bir amaç doğrultusunda gerçekleştirilmesi, bir başka deyişle, bir bütün olarak şirketin tüzel kişiliğine fayda sağlaması hâlinde olumlu sonuçları olabileceği düşünülmektedir.

Bu kapsamda, şirketlerin pay geri alımından bekledikleri faydayı elde edebilmeleri için amaçlarına en uygun olan yöntemi veya yöntemleri seçmeleri gerekmektedir.

Örneğin, borsada gerçekleştirilenlerle kıyaslandığında, çağrı veya müzakere yoluyla daha büyük miktarda pay geri alınabildiği dikkate alındığında (Grullon ve Ikenberry, *a.g.e.*, s. 32), şirketin ele geçirilmesinin önlenmesi isteniyorsa, bu yöntemlerden faydalanılabilmektedir.

Piyasaya şirket paylarının düşük fiyatlandığına dair sağlam bir mesaj verilmesi amaçlanıyorsa, sentetik geri alımlar, bir yatırım bankası kanalıyla yapıldığı için, borsada gerçekleştirilen geri alımlardan daha fazla etkili olabilmektedir. Ancak, belirli bir çağrı süresinin bulunması ve çağrı fiyatının payların piyasa fiyatına göre primli olması

nedeniyle (Nayar ve diğçerleri, *a.g.e.*, s. 251), çağrı yoluyla alımlar da pay fiyatı üzerine kısa vadede etki edebilmektedir. Bu nedenle, şirket yönetiminin payların piyasada düşük değçerlendiğıine ilişkin kanaatini piyasaya en etkin ve güvenilir şekilde bu yöntemle yansıtabileceğıi ileri sürölmektedir (Grullon ve Ikenberry, *a.g.e.*, s. 32; Habbart ve diğçerleri, *a.g.e.*, s. 4).

Bununla birlikte, geri alımın borsada gerççekleştirilmesi pay fiyatındaki düşüşlere hızlı tepki verilebilmesinde ve paylara likidite kazandırılmasında daha uygun bir yöntem olarak görölmektedir (Habbart ve diğçerleri, *a.g.e.*, s. 4).

Yukarıda da ifade edildiğıi üzere, hangi yöntemin uygulanacağına dair kararlar geri alımın amacıyla alâkalı bulunmaktadır. Her bir yöntem, şirkete geri alım işlemlerinde maliyet ve esneklik sağlayabilecek kendine özgü birtakım özellikler barındırmakta olup, amacın belirlenmesini müteakip gerekli maliyet-esneklik analizleri yapılarak uygun yöntemler seçilebilmektedir. Bu kapsamda, pay geri alım yöntemlerinin maliyet avantajı ve kullanım esnekliğine göre tasnifine Tablo 7'de²³ yer verilmektedir:

²³ Bu tabloda yöntemler kategorilere genel özellikleri itibarıyla yerleştirilmiştir. Ancak, yöntemlerin gerek sözleşme gerekse piyasa koşullarına göre diğçer kategorilere kaydırılabilmesi de mümkün bulunmaktadır. Örneğın, sentetik geri alımların, şirketin fiyat beklentilerinin karşılanmaması hâlinde türev sözleşmeden kaynaklanan yükümlölüklerin artacağı dikkate alınarak, orta veya yüksek maliyetli bir kategoride sınıflandırılması daha uygun olabilmektedir. Ayrıca, Hollanda usulü çağrıda oluşan fiyat bazı durumlarda borsa fiyatının altında kalabileceğinden bu yöntemin borsada gerççekleştirilen alımlara göre daha düşük maliyetli olması söz konusu olabilmektedir. Son olarak, borsada gerççekleştirilen geri alımların şartları çok sıkı bir şekilde belirlenmiş bir geri alım programına bağılı olması hâlinde esnekliğini yitirebileceğıi düşünölmektedir.

Tablo 7. Pay geri alım yöntemlerinin özellikleri

Esneklik Maliyet	Düşük	Orta	Yüksek
	Yüksek	Müzakereli Sabit Fiyatlı Çağrı Devredilebilir Satma Hakları Hollanda Usulü Çağrı	
Orta			Borsa
Düşük		Forward Sözleşmeli Hızlandırılmış Alım Opsiyonlu Satım Opsiyonlu Sıfır Maliyetli Koridor	

Tablo 7’de pay geri alım yöntemleri üç ana kategori altında kendi içlerinde de sıralanmak suretiyle sınıflandırılmıştır. Buna göre:

- *Yüksek Maliyet-Düşük Esneklik Kategorisi:* Bir ele geçirilme baskısı altında uygulanan müzakere yoluyla geri alım yöntemi bu kategorinin en üstünde yer almakta; bir başka deyişle, en yüksek maliyetli ve esnekliği en az yöntem olarak konumlandırılmaktadır. Genellikle şirketin ele geçirilmesine karşı aksiyon olarak kullanılan çağrı yoluyla geri alımlar da az esnek kategorisinde sınıflandırılmakta, ancak sabit fiyatlı çağrılarda çağrı fiyatı Hollanda usulü çağrıya göre daha yüksek belirlendiği için maliyet açısından daha yukarıda yer almaktadır. Devredilebilir satma hakları sabit fiyatlı çağrılara benzemesi itibarıyla birlikte değerlendirilmektedir. Devredilebilir satma hakları vasıtasıyla payların kötümser ortaklardan geri alınması amaçlanmakta olup, bu amaca çağrı fiyatının daha düşük belirlenmesi beklenen Hollanda usulü çağrıyla da ulaşılabilmektedir.

- *Düşük Maliyet-Orta Esneklik Kategorisi:* Sentetik geri alımlar, esneklik anlamında, geri alım fiyatının tespiti açısından düşük esnek kategorisinde yer alan yöntemlerden daha avantajlı; ancak, türev sözleşmelerin yükümlülüklerinin yerine getirilmesini gerektirdiğinden borsada gerçekleştirilen geri alımlardan daha dezavantajlı konumdadır. Diğer taraftan, şirketin fiyat beklentilerine uygun koşulların oluşması hâlinde geri alım programının maliyeti önemli ölçüde düşebileceğinden düşük maliyet kategorisinde yer almaktadır. Bunlardan opsiyon sözleşmeli geri alımlar, bir hak kullanımını içerdiklerinden, taahhüt nitelikli forward sözleşmeli geri alımlara nazaran maliyet yönünden daha uygun imkânlar sunabilmektedir. Sıfır maliyetli koridorlar bu anlamda en düşük maliyetli yöntem olarak sınıflandırılmaktadır.
- *Orta Maliyet-Yüksek Esneklik Kategorisi:* Borsada gerçekleştirilen geri alımlar bu kategoride sınıflandırılan tek yöntemdir. İstisnâî durumlar dışında gerçekleştirilmesi açısından herhangi bir taahhüt içermemesi yöntemi diğerlerine nazaran daha esnek kılmaktadır. Maliyet bakımından ise, her ne kadar müzakere veya çağrı yöntemlerinde geri alım fiyatının borsa fiyatının üzerinde belirlenmesi nedeniyle bu yöntemlere karşı bir avantaj söz konusu olsa da, sentetik geri alımlarda türev işlemlerin geri alım maliyetini aşağıya çekebilmesi nedeniyle borsada gerçekleştirilen geri alımların orta maliyet kategorisinde yer alması uygun olmaktadır.

1.2.3.2. Olumsuz Sonuçlar

Pay geri alımlarının, şirketten ziyade kişilerin menfaatine yönelik olarak gerçekleştirilmesi hâlinde, hem şirket hem de şirketle ilgili belirli taraflar açısından olumsuz sonuçlar ortaya çıkabilmektedir.

Pay geri alımlarıyla, şirket bünyesindeki nakdin ölçsüz ve kontrolsüz bir şekilde ortaklara aktarılmasıyla, şirket malvarlığının sermaye miktarının altına düşebileceği ve alacaklıların ortakların sermaye taahhütlerine karşı yegâne güvencesini oluşturan sermayenin muhafaza edilemeyeceği düşünülmektedir (Çelikaş, 2006, s. 132; Özdamar,

2005, s. 75). Esasen, ortaklara yapılan her dağıtımda (*nakit temettü dağıtımı vb.*) ortaya çıkabilecek bu tehlike, geri alımın borçların ödenmesinden sorumlu ortaklarla sınırlı olarak yapılması hâlinde şirket açısından daha büyük bir sorun teşkil edebilmektedir (Cahn ve Donald, *a.g.e.*, s. 243).

Ayrıca, geri alınan payların sağladığı birtakım hakların yönetim tarafından bazı ortakların aleyhine kullanılması veya yönetime yakın bir kısım ortaklara iltimas geçilmesi amacıyla geri alım yapılması da ihtimal dâhilinde bulunmaktadır (Çelikleş, *a.g.e.*, s. 140; Özdamar, *a.g.e.*, s. 81). Zira yeterli miktarda geri alım yapılması hâlinde şirkette sahip olunan kontrol gücü de etkilenebilmektedir (Cahn ve Donald, *a.g.e.*, s. 241).

Yöneticiler geri alımı yalnızca kendi menfaatleri doğrultusunda da kullanabilmektedir. Örneğin, mevcut yönetim, sırf kontrolünü kaybetmemek için, aslında şirket için değer yaratabilecek bir ele geçirme teşebbüsünü önlemek ve yerine başka bir yönetimi geçirmek isteyen ortaklara karşı kendisini güçlendirmek amacıyla bir geri alım programı başlatılabilmektedir (Cahn ve Donald, *a.g.e.*, s. 243).

Diğer taraftan, yöneticiler, pay geri alımlarındaki avantajlı konumları²⁴ itibarıyla, şirketle ilgili sahip oldukları kamuya açıklanmamış bilgileri ortaklarına yanıltıcı mesajlar vermek amacıyla kullanarak (Çelikleş, *a.g.e.*, s. 157; Özdamar, *a.g.e.*, s. 90) veya payların piyasa fiyatını haksız menfaat temin etmek amacıyla manipüle ederek (Çelikleş, *a.g.e.*, s. 150; Özdamar, *a.g.e.*, s. 86) suç işleyebilmektedir²⁵.

Yukarıda yer verilen sakıncaları nedeniyle pay geri alımları birçok ülkenin şirketler hukukunda uzun yıllar yasaklanmış; yalnızca kanunun gerektirdiği bazı istisnaî şartlarda gerçekleştirilebilmesine izin verilen sınırlı bir uygulama olarak düzenlenmiştir. Ancak, bu anlayış geri alımların şirketlerin finansman ihtiyacının karşılanmasındaki rolü dikkate

²⁴ Yöneticiler geniş yetkilere sahip olmaları, esnek hareket edebilmeleri, bizzat taahhüt edip karşılığını ödemedikleri paylarla işlem yapabilmeleri vb. nedenlerle pay geri alım işlemlerinde menfaat elde etmede avantajlı konumda bulunmaktadır.

²⁵ Bu iki suç sermaye piyasası mevzuatında bilgi suiistimali ve piyasa dolandırıcılığı olarak tanımlanmıştır (SPKn., Md.106, 107).

alınarak son dönemde terk edilmiş; pay geri alımlarına imkân tanıyan ve örneklerine Tablo 8’de yer verilen şirketler hukuku düzenlemeleri hayata geçirilmeye başlamıştır.

Tablo 8. Şirketler hukuku düzenlemelerinde pay geri alımları

Şirketlerin paylarını geri alabilmelerine Japonya’da 1994’te, Almanya ve Fransa’da 1998’de, İsveç’te 2000’de, İngiltere’de ²⁶ 2003 yılının sonunda yürürlüğe giren kanunlarla imkân tanınmıştır.

Kaynak: Almanya ve Fransa: (Andriosopoulos ve Hoque, *a.g.e.*, s. 65); İngiltere (Grayston, *a.g.e.*, s. 3); İsveç (Emilsson ve Larsson, 2001, s. 2); Japonya (Hatakeda ve Isagawa, 2004, s. 274).

Bu çerçevede, ülkelerin pay geri alımlarına ilişkin söz konusu şirketler hukuku düzenlemeleri bir sonraki bölümde değerlendirilmektedir.

²⁶ İngiltere’de payların geri alımı 1981’den beri yasal olmakla birlikte, 2003’ten önceki uygulamada geri alınan payların iptal edilmesi zorunluluğu bulunmaktadır. Mevcut durumda ise geri alınan payların iptal edilmeksizin şirket uhdesinde tutulması mümkündür.

İKİNCİ BÖLÜM

PAY GERİ ALIMLARINA İLİŞKİN ŞİRKETLER HUKUKU

DÜZENLEMELERİ

2.1. ŞİRKETLER HUKUKU SİSTEMLERİNİN PAY GERİ ALIMLARIYLA İLİŞKİSİ

Şirketler hukuku, tüzel bir kişiliğe, sınırlı sorumluluğa, devir kısıtı bulunmayan paylara, merkezî bir yönetim yapısına ve pay sahipliğini gösterir bir sermayeye sahip şirketlerin ticarî hayatına ilişkin kurumsal düzenlemeler bütünü olarak tanımlanabilir (Cahn ve Donald, *a.g.e.*, s. 9).

Her ülkenin kendine özgü bir şirketler hukuku sistemi bulunmakla birlikte, bu sistemleri genel olarak iki ana başlık altında incelemek mümkündür. Bunlardan ilki Kıta Avrupası orijinli yazılı hukuk; ikincisi ise Anglo-Sakson orijinli içtihat hukuku olarak ifade edilebilir.

Yazılı hukukta uygulamaya yön veren tüm kurallar yasama organınca kanunlaştırılmışken, içtihat hukukunda hukuk, çoğunlukla örf ve âdet ile teamüllere karşı yargı organınca verilen çeşitli mahkeme kararlarından meydana gelmektedir.

La Porta ve diğerleri (1998, s. 1130-1131), yatırımcıların ve alacaklıların korunmasına ilişkin hukukî mimarîyi inceledikleri çalışmalarında ülkelerin şirketler hukuku sistemlerini bu ayırım temelinde ele almış olmakla birlikte, yazılı hukuk sistemlerini Alman, Fransız ve İskandinav ekolü bakımından alt sınıflara ayırmışlardır.

Diğer taraftan, şirketler hukuku sistemlerinde olduğu gibi ülkelerin finansal mimarîleri de birbirlerinden önemli ölçüde farklılaşmaktadır. Anderson ve Gupta (2009, s. 66), ülkelerin finansal mimarîlerinin kurumsal yönetim uygulamalarına ve şirket performansına etkisini incelerken, bu farklılığı banka odaklı ülkeler ve piyasa odaklı ülkeler bazında gruplandırmıştır.

Söz konusu çalışmalar kapsamında şirketler hukuku sistemleri ülkelerin finansal mimarisiyle birlikte değerlendirildiğinde aşağıdaki gibi bir sınıflandırma yapılabilmektedir:

Tablo 9. Ülkelerin şirketler hukuku kapsamında sınıflandırılması

		Şirketler Hukuku			
		Yazılı Hukuk Sistemleri			İçtihat Hukuku Sistemleri
		Alman	Fransız	İskandinav	
Finansal Mimarî	Banka Odaklı Sistemler	Almanya, Avusturya, Japonya	Fransa, İtalya, Portekiz, İspanya, Belçika	Norveç	İrlanda, Yeni Zelanda, İsrail
	Piyasa Odaklı Sistemler	İsviçre, Rusya, Çin	Hollanda, Türkiye, Brezilya	Finlandiya, Danimarka, İsveç	Avustralya, Kanada, Hong Kong, Singapur, İngiltere, ABD

Kaynak: (La Porta ve diğerleri, *a.g.e.*; Anderson ve Gupta, *a.g.e.*).

Her ne kadar ülkelerin gruplandırılmasında rol oynasa da, yapılan araştırmalar finansal mimarînin, bir başka deyişle finansal hizmet veren kurumların günümüzde ikincil plânda kaldığını; asıl önemli olanın hizmetin etkin bir şekilde sunulması olduğunu göstermektedir (Levine, 2002).

Bu kapsamda, şirketler hukuku sistemlerinin ülke uygulamalarındaki farklılıkları açıklamada daha belirleyici olduğu ifade edilebilir. Pay geri alımlarına ilişkin düzenlemelerde gözlemlenen, geri alım yapan şirketin türü, geri alım işlemlerine ilişkin esaslar, geri alınan payların sağladığı haklar ve yönetimin ortaklara karşı sorumlulukları *vb.* muhtelif uygulamalar, ülkelerin finansal mimarîlerinden ziyade şirketler hukuku sistemlerindeki farklılıkların bir yansıması olarak görülmektedir.

2.1.1. Yazılı Hukuk Sisteminde Pay Geri Alımları

Yazılı hukuk sistemine sahip ülkelerin genelinde pay geri alımı uygulamalarının sadece olumsuz yönleri göz önünde bulundurulmuş ve bu işlemlerin yapılmasına uzun yıllar izin verilmemiştir.

Geri alım yasağı, bu hukuk sisteminin tipik örneği olan Kıta Avrupası'nda, ancak AB'nin işlemin olumlu yönlerini de dikkate alan konuyla ilgili düzenlemelerinin yürürlüğe girdiği 1970'li yıllardan sonraki dönemlerde kaldırılabilmiştir.

Bununla birlikte, özellikle Almanya ve Fransa'da hâlihazırda pay geri alımına imkân tanıyan düzenlemelerle katı bir yaklaşım içeren dar bir izin sistemi yaratılmış bulunmaktadır. Hâlbuki, İsviçre ve İtalya gibi ülkelerde bunun yerine, pay geri alımına sınırlı bir serbesti veren daha liberal düzenlemeler söz konusudur.

Uygulamaya bakıldığında, yazılı hukuk sistemindeki ülkelerde şirketlerin genelde kapalı ortaklık yapısına sahip olması nedeniyle temettü dağıtımına yönelik bir baskının söz konusu olmadığı, bu nedenle geri alım işlemlerinin temettü dağıtımının yerini alabildiği görülmektedir (von Eije ve Megginson, 2009). Bu hukuk sisteminde geri alım kararının genellikle genel kurul tarafından verildiği görülmektedir. Ayrıca, bu ülkelerde piyasanın likit olmamasına bağlı olarak asimetrik bilgilendirme riskine daha az maruz kalınmaktadır (Lasfer, 1998, s. 5). Dolayısıyla, şirketlerin pay fiyatlarında geri alımların etkisiyle anormal getiri elde edilmesi beklenmemektedir.

2.1.2. İçtihat Hukuku Sisteminde Pay Geri Alımları

İçtihat hukuku sistemini benimseyen ülkelerde yazılı hukuk sistemindekilerin aksine pay geri alımında işlemin olumsuz yönlerinden ziyade faydaları ön plânda tutulmuştur. Örneğin, ABD'de pay geri alımları hiçbir zaman yasaklanmamıştır (Özdamar, a.g.e., s. 93).

Bu ülkelerdeki yatırımcıyı koruma mekanizmaları temettü dağıtımında sürekliliğin sağlanmasını gerektirmektedir. Bu nedenle, geri alım uygulamaları temettü ödemelerini tamamlayıcı bir işleve sahiptir (Fatemi ve Bildik, 2012). Bununla birlikte likiditenin bol, şirketlerin de çok ortaklı olması nedeniyle yüksek miktarda vekâlet ve asimetrik bilgi maliyetine katılan piyasalar olarak bilinen (Lasfer, a.g.e., s. 5) bu ülkelerde pay geri alımlarının şirket payları üzerinde anormal getiri etkisi olabilmektedir.

Diğer taraftan, pay geri alım işlemlerinin gerçekleştirilmesine genel kurul yerine yönetim organı tarafından karar verilebilmesi bu ülkeleri yazılı hukuk sistemine sahip ülkelere ayıran önemli bir özellik olarak görülmektedir.

2.2. PAY GERİ ALIMLARININ ŞİRKETLER HUKUKUNDAKİ YERİ

İlgili ülkenin benimsediği şirketler hukuku sisteminden kaynaklanan farklılıklar kendini pay geri alım düzenlemelerinde de göstermektedir. Buna göre bazı ülkelerde pay geri alımları daha serbestken bazı ülkelerde daha fazla kısıtlamaya tâbi tutulabilmektedir. Ayrıca, bazı ülkelerde, geri alım işlemlerinin yapılabilmesi için genel kurul kararı şartı aranırken bazı ülkelerde yönetim kurulu kararı yeterli görülebilmektedir.

Bu gibi farklılıklara rağmen, söz konusu düzenlemelerin, şirketlerin kurumsal yapılarının bozulmaması, kurumsal yönetim uygulamalarından taviz verilmemesi ve kurumsal finansman olanaklarının kötüye kullanılmaması paydasında birleştiği düşünülmektedir.

2.2.1. Kurumsal Yapı Boyutu

Pay geri alımları ile şirketlerin kurumsal yapıları arasında önemli bir ilişki bulunmaktadır. Kurumsal yapıları elvermeyen şirketlerin geri alım işlemleriyle iştigal etme ihtimali bulunmamaktadır. Bu anlamda, pay geri alımları yalnızca sermaye şirketleri tarafından yapılabilmektedir.

Sermaye şirketlerinin en temel özelliğinin ortakların haklarının ve sorumluluklarının paylarına göre belirlenmesi olduğu (Özdamar, *a.g.e.*, s. 41) dikkate alındığında, pay geri alım işlemlerinin, sahip olunan payların miktarını değiştirmesi nedeniyle, ortakların hak ve sorumluluklarını doğrudan ilgilendirdiği kolayca anlaşılmaktadır.

Bu niteliği itibarıyla, pay geri alım işlemlerine, özellikle birçok ülkede finansman olanağı, faaliyet çeşitliliği ve aktif büyüklüğü gibi ekonomik kıstaslar bakımından diğer sermaye şirketlerinden ayrılan anonim şirketler (Ferran, 2008, s. 3-4) özelinde daha fazla önem atfedilmektedir. Buna göre, konuya ilişkin düzenlemelerin odağında genellikle anonim

şirketler, hatta bazen sadece halka açık veya payları borsada işlem gören anonim şirketler bulunmaktadır.

Tablo 10. Şirketler hukuku düzenlemelerinde pay geri alımlarının kapsamı

<p>AB müktesebatında²⁷ halka açık anonim şirketlerin; Fransa, Almanya ve İsveç'te payları borsada işlem gören şirketlerin pay geri alım esaslarını detaylı olarak düzenlediği görülmektedir.</p>
--

Kaynak: **AB:** 13.12.1976 tarih ve 77/91/EEC sayılı İkinci Konsey Direktifi (**AB İkinci Direktifi**)-2012/30/EU sayılı Direktif; Almanya: (Strehle, 2012, s. 2); Fransa: (Jais ve Vidalenc, a.g.e., s. 2); İsveç: (Emilsson ve Larsson, a.g.e., s. 24).

Söz konusu düzenlemelerle, pay geri alımlarının şirketlerin kurumsal yapılarının bozulmasına sebebiyet verebilecek olumsuz etkilerinin, sermayenin korunması ve işletmenin sürekliliğinin sağlanması suretiyle giderilmesi amaçlanmaktadır.

2.2.1.1. Sermayenin Korunması

Şirketler alacaklılarına karşı malvarlıklarıyla sınırsız; ortaklar ise, şirketin borçlarından taahhüt ettikleri sermaye paylarıyla sınırlı olarak sorumludur (Özdamar, a.g.e., s. 75). Dolayısıyla, ortakların sınırlı sorumluluğu karşısında şirketlerin borçlarını sorunsuz bir şekilde ödeyebilmesi için, asgarî olarak sermayeye tekabül eden tutarda bir malvarlığının alacaklılara tahsis edilmesi beklenmektedir.

Pay geri alımlarının alacaklıların şirket nezdindeki teminatını oluşturan sermayenin malvarlığı anlamında karşılıksız kalmasına yol açabileceği hususu ise daha önce ifade edilmiş bulunmaktadır. Bu nedenle, pay geri alımlarına ilişkin düzenlemelerde sermayenin korunmasına yönelik birtakım hukukî tedbirlerin alınmaya çalışıldığı göze çarpmaktadır.

²⁷ Konuya ilişkin ilk hükümler **AB İkinci Direktifi**'nin 19 ilâ 24a maddelerinde yer almaktadır. Ancak anılan direktif 25.10.2012 tarih ve 2012/30/EU sayılı Direktif ile 04.12.2012 tarihi itibarıyla yürürlükten kaldırılmıştır. Pay geri alımına ilişkin hükümler yeni direktifin 21 ilâ 28. maddelerinde muhafaza edilmiştir.

Alınan tedbirlerden birinin, pay geri alımlarına tahsis edilebilecek malvarlığı tutarına, alacaklıların bir garantisi olarak, nakit temettü dağıtımındaki²⁸ benzer bir üst sınır getirilmesi olduğu anlaşılmaktadır.

Tablo 11. Şirketler hukukunda sermayenin korunması: pay geri alımlarına ayrılan kaynağın sınırlandırılması

<p>AB'nin 2012/30/EU sayılı Direktifi'nde bu sınır, şirketlerin pay geri alımı yapabilmeleri için net varlıklarının sermayeleri ile dağıtımı kısıtlanmış yedeklerinin toplamını karşılayacak tutarda olması şeklinde düzenlenmiş bulunmaktadır²⁹.</p> <p>İngiltere³⁰, Brezilya, İtalya ve İsveç'te geri alımlar şirket bünyesindeki dağıtılabilir kâr yedekleri kadar yapılabilir.</p> <p>Fransa'da ise her iki sınırlama da geçerli bulunmaktadır.</p> <p>İsrail'de son iki senede elde edilen kâr tutarından hangisi yüksekse geri alım sınırı da o olmaktadır.</p>
--

Kaynak: **AB:** 2012/30/EU sayılı Direktif/**AB İkinci Direktifi**; Brezilya: (Portella ve Ricupero, 2012, s. 4); Fransa: (Jais ve Vidalenc, a.g.e., s. 4); İngiltere: (Grayston, a.g.e., s. 5); İsrail: (Zolty, 2012, s. 3); İsveç: (Emilsson ve Larsson, a.g.e., s. 2); İtalya: (Sorge, 2012, s. 4).

Ayrıca, bazı düzenlemelerde, ortakların şirkete olan sermaye taahhütlerinin tehlikeye girmemesini teminen, yalnızca bedeli tamamen ödenmiş payların geri alıma konu edilmesine izin verilmektedir.

Tablo 12. Şirketler hukukunda sermayenin korunması: bedeli tam ödenmiş payların geri alınabilmesi

<p>AB'nin 2012/30/EU sayılı Direktifi³¹ ile İngiltere, Brezilya, Almanya, İtalya, İsveç, Rusya, Yunanistan düzenlemelerinde yalnızca bedeli tamamen ödenmiş payların geri alıma konu edilmesine yönelik tedbir hükmü aynen yer almaktadır.</p>
--

Kaynak: **AB:** 2012/30/EU sayılı Direktif/**AB İkinci Direktifi**; Almanya: (Strehle, a.g.e., s. 3); Brezilya: (Portella ve Ricupero, a.g.e., s. 4); İngiltere: (Grayston, a.g.e., s. 5); İsveç: (Emilsson ve Larsson, a.g.e., s. 22); İtalya: (Sorge, a.g.e., s. 4); Rusya: (Zharskiy ve diğerleri, 2012, s. 4); Yunanistan: (Tsibris ve Koumettis, 2012, s. 4).

²⁸ Temettü ancak net dönem kârından veya bunun için ayrılmış yedeklerden dağıtılabilir.

²⁹ [2012/30/EU sayılı Direktif, *Md.* 21/1-(b); **AB İkinci Direktifi**, *Md.* 19/1-(c)].

³⁰ İngiltere'de geri alım ancak dağıtılabilir kârlardan yapılabilir. Örneğin, geri alımın krediyle finanse edilmesi mümkün bulunmamaktadır (Chen, a.g.e., s. 218).

³¹ [2012/30/EU sayılı Direktif, *Md.* 21/1-(c); **AB İkinci Direktifi**, *Md.* 19/1-(d)].

Diğer bir tedbir ise, geri alımın yalnızca ikincil piyasada yapılmasının zorunlu tutulması; bir başka deyişle, halka arzdan pay geri alınmasının yasaklanması şeklinde alınmaktadır.

Tablo 13. Şirketler hukukunda sermayenin korunması: birincil piyasadaki pay geri alınmaması

İngiltere, Brezilya, Almanya ve İsveç'te uygulanan bu tedbir ABD düzenlemelerinde geçerli olmamakla birlikte, birincil piyasadaki geri alınmış payların nominal değerinin altında elden çıkarılmasına izin verilmemektedir.

Kaynak: ABD: (Habbart ve diğerleri, *a.g.e.*, s. 2,3); Almanya: (Strehle, *a.g.e.*, s. 2); Brezilya: (Portella ve Ricupero, *a.g.e.*, s. 4); İngiltere: (Grayston, *a.g.e.*, s. 5); İsveç: (Emilsson ve Larsson, *a.g.e.*, s. 27).

Geri alınan payların bilançoda varlık olarak muhasebeleştirilmesi hâlinde, alacaklıların borçlarının ödenmesine yetecek tutarda bir öz kaynağın şirket uhdesinde muhafaza edilebilmesi amacıyla (Cahn ve Donald, *a.g.e.*, s. 244) aynı tutarda kısıtlanmış bir kâr yedeği hesabı oluşturulması da ayrı bir tedbir olarak getirilebilmektedir.

Tablo 14. Şirketler hukukunda sermayenin korunması: bilançoda yedek ayrılması

AB'nin 2012/30/EU sayılı Direktifi³² ile İtalya, İsviçre³³ ve Yunanistan düzenlemelerinde şirketlerin geri alınan payları, aynı tutarda kısıtlanmış bir kâr yedeği hesabı oluşturulması kaydıyla bilançoda varlık olarak muhasebeleştirmeleri mümkündür.

Kaynak: AB: 2012/30/EU sayılı Direktif/AB İkinci Direktifi; İsviçre: (Bachmann, 2012, s. 2); İtalya: (Bellandi, 2012, s. 143); Yunanistan: (Tsibris ve Koumettis, *a.g.e.*, s. 2).

2.2.1.2. İşletmenin Sürekliliğinin Sağlanması

İşletmenin sürekliliği kavramı şirketlerin herhangi bir süreye bağlı olmaksızın faaliyetine devam edeceğini ifade etmektedir. Bu nedenle, şirketler ortaklarının yaşam süreleriyle bağlı bulunmamaktadır. Şirketin normal faaliyet döngüsü içerisinde taraf olduğu bütün işlemlerin arkasında bu kavram bir varsayım olarak yer almaktadır. Aksi takdirde, şirketlerin her an tasfiye niyetiyle hareket ettiğinin kabul edilmesi ve şartların buna göre

³² [2012/30/EU sayılı Direktif, *Md.* 24/1-(b); AB İkinci Direktifi, *Md.* 22/1-(b)].

³³ İsviçre Borçlar Kanunu'nda son dönemde yapılan değişiklikler uyarınca İsviçre'de şirketlerin yasal kayıtlar haricinde yaptıkları finansal raporlamalarda geri aldıkları payları 2015 yılı itibarıyla IAS/IFRS'nin öngördüğü şekilde öz kaynaktan indirmek suretiyle muhasebeleştirmeleri gerekmektedir.

yeniden değerlendirilmesi gerekmektedir. İşletmenin sürekliliği öz kaynakların yeterliliği ile ölçülmektedir.

Bu anlamda, pay geri alımları şirketin sürekliliğine çeşitli şekillerde olumsuz etki edebilmektedir. Örneğin, payların değer düşüklüğü riski geri alımla birlikte ortaklardan şirkete geçmektedir. Şirketin değer düşüklüğüne uğrayan paylarını geri alım bedelinin altında elden çıkarmak durumunda kalması hâlinde öz kaynaklarında daralma meydana gelebileceği; bu durumun özellikle zararlı faaliyet gösterilen dönemlerde, öz kaynakların daha da zayıflamasına neden olabileceği düşünülmektedir. Ayrıca, pay geri alımlarına gereğinden fazla kaynak ayrılması veya büyük ölçüde pay geri alımı yapılması hâlinde, likidite imkânlarının ortadan kalkmasına bağlı olarak şirketin faaliyet amaçlarını gerçekleştirememesi ve tasfiye veya iflas etmek durumunda kalması mümkün bulunmaktadır (Çelikaş, *a.g.e.*, s. 145,146).

Bu kapsamda, konuya ilişkin yasal düzenlemelerle geri alınabilecek pay miktarına sınır getirilmesi şeklinde bir tedbir tesis edildiği görülmektedir. Birçok ülke düzenlemesi uyarınca geri alınan payların nominal değerinin şirket sermayesinin %10'unu³⁴ aşmaması gerekmektedir.

³⁴ Özdamar (*a.g.e.*, s. 111) bu oranın tesadüfen tespit edildiğini, ancak uluslararası düzenlemeler açısından genel kabul gördüğünü belirtmektedir.

Tablo 15. Şirketler hukukunda işletmenin sürekliliğinin sağlanması: geri alınan pay miktarına üst sınır getirilmesi

<p>Fransa³⁵, Almanya, İsveç, Yunanistan, Norveç düzenlemelerinde %10 sınırı benimsenmiştir.</p> <p>İtalya'da bu sınırın yanı sıra, geri alınan payların piyasa değerinin şirketin piyasa değerinin %20'sini geçemeyeceğine dair ilâve bir zorunluluk bulunmaktadır.</p> <p>İngiltere'de %10 sınırı 2009 yılında yapılan düzenleme değişikliğiyle kaldırılmış bulunmaktadır³⁶.</p> <p>AB'nin 2012/30/EU sayılı Direktifi'nde³⁷ de bu sınır kaldırılmış olmakla birlikte, üye ülkelerde serbestçe belirlenebilecek bu oranın yine şirket sermayesinin %10'undan düşük olmaması zorunludur.</p> <p>Brezilya'da %10 sınırı tüm paylardan ziyade sadece hâkim ortağın elinde olanlar hariç dolaşımdaki paylar için uygulanmaktadır.</p> <p>Çin'de bu sınır %5 olarak tespit edilmiştir. Hollanda'da her ne kadar sermayenin %50'sine kadar geri alım yapılması mümkün olsa da, bu oran pratikte %10'la sınırlandırılmaktadır.</p> <p>ABD uygulamasında ise geri alınan payların miktarında geçmişten beri herhangi bir sınırlama bulunmamaktadır.</p>

Kaynak: **AB:** (2012/30/EU sayılı Direktif/**AB İkinci Direktifi**; Ayan, 2013, s. 203); **ABD:** (Grullon ve Ikenberry, *a.g.e.*, s. 33); Almanya: (Strehle, *a.g.e.*, s. 2); Brezilya: (Portella ve Ricupero, *a.g.e.*, s. 4); Çin (Zhu, 2012, s. 5); Fransa: (Jais ve Vidalenc, *a.g.e.*, s. 2); Hollanda: (Witteveen ve Sombezki, 2012, s. 2); İngiltere: (Grayston, *a.g.e.*, s. 5); İsveç: (Emilsson ve Larsson, *a.g.e.*, s. 2); İtalya: (Sorge, *a.g.e.*, s. 4,5); Norveç: (Herrem ve Dæhli, 2012, s. 3); Yunanistan: (Tsibris ve Koumettis, *a.g.e.*, s. 2).

Bunların yanında, şirketlerin sahip olduğu birtakım statülerin kaybedilmesine neden olabilecek pay geri alımlarına izin verilmeyebilmektedir.

³⁵ Fransa'da şirketlerin birleşme ve devralma amaçlı geri alım yapmaları hâlinde bu sınır %5 olarak uygulanmaktadır. Payların bir geri alım programı kapsamında olmaksızın sermaye azaltımı suretiyle iptal edilmek amacıyla geri alınması hâlinde ise bu tutar sınırlaması geçerli değildir. Bu amaçla alınan (*veya belirtilen sınırı aşan*) payların 24 ay içinde iptal edilmesi (*veya elden çıkarılması*) gerekmektedir.

³⁶ Bununla birlikte, yatırımcıların korunması amacıyla faaliyet gösteren İngiliz Sigortacılar Birliği (*The Association of British Insurers*) gibi sivil öncelikler genellikle sermayenin %5'i oranında bir geri alımı uygun görmekte, piyasa şartlarına göre %10 veya %15'e çıkılmasını uygun görmektedir. Borsa şirketleri söz konusu birliğin pay geri alımlarına yönelik tavsiyelerine uymaya özen göstermektedir. Ayrıca kotasyon kuralları uyarınca sermayenin %15'ini aşan oranda bir geri alım yapılmasının plânlanması veya geri alım sonucunda pay oranları %30'u aşan ortakların şirketle birlikte hareket etmeleri veya ilişkili taraf olmaları hâlinde çağrı yapılması zorunluluğu bulunmaktadır.

³⁷ **AB İkinci Direktifi**, *Md.* 19/1-(b)'de yer alan söz konusu düzenleme 2012/30/EU sayılı Direktif'te yer almamaktadır.

Tablo 16. Şirketler hukukunda işletmenin sürekliliğinin sağlanması: geri alımın statü kaybına neden olmaması

İngiltere’de borsa şirketlerinin sermayesinin en az %25’inin halka açık olması gerekmekte olup, geri alınan paylar bu kapsamda değerlendirilmediğinden bu oranı aşağı çekebilecek bir geri alım işlemi yapılamamaktadır.

Kaynak: İngiltere: (Grayston, *a.g.e.*, s. 5).

Diğer taraftan, pay geri alımları şirketin sürekliliğinin sağlanması amacıyla da kullanılabilir. Kötü niyetli ele geçirme teşebbüslerine karşı şirketin varlığının iktisadî ve hukukî açıdan korunması ve şirketin varlığının devam ettirilmesi için pay geri alımı yapılmasına ihtiyaç duyulabilmektedir (Çeliksa, *a.g.e.*, s. 141).

Tablo 17. Şirketler hukukunda işletmenin sürekliliğinin sağlanması: geri alımın ele geçirmeleri önleme amacıyla yapılması

Geri alınan payların iptal edilmesi zorunluluğunun bulunduğu ülkelerde şirket ele geçirmelerini geri alım işlemleriyle önlemek daha kolay olmaktadır. Ancak, şirket bünyesinde bırakılması plânıyla geri alınan paylar birçok ülkede belli bir miktar sınırlamasına tâbi tutulduklarından ele geçirmelerin önlenmesine etkin bir şekilde hizmet etmemektedir.

Diğer taraftan, Hong Kong, İsrail, Yunanistan vb. bazı ülkelerde, geri alım işlemi sonrasında paylarını satmayanların ortaklık oranlarında meydana gelen artış oy hakkında dolaylı artış olarak değerlendirilmekte ve buna bağlı olarak birtakım ortakların şirkette yönetim hâkimiyetini elde etmeleri hâlinde çağrı yapmaları zorunlu tutulabilmektedir. Bu ülkelerde geri alınan payların oy hakları bulunmadığından çağrı zorunluluğunun doğup doğmadığının tespitinde şirketin sermayesinden söz konusu paylar düşülmekte ve çağrıya ilişkin eşik oranları bu şekilde hesaplanan sermayeye göre tespit edilmektedir.

Ancak, Norveç uygulamasında, pay geri alımı sonrasında ortakların geri alınan payların etkisi nedeniyle çağrı eşliğini aşsalar da, çağrı yükümlülüğü o anda değil, ancak geri alımı müteakip pay satın aldıklarında doğmaktadır. Bu şekilde söz konusu ortakların şirketle ortak hareket ettikleri kabul edilmektedir.

Kaynak: Hong Kong: (Que, 2012, s. 5); İsrail: (Zolty, *a.g.e.*, s. 4); Norveç: (Herrem ve Dæhli, *a.g.e.*, s. 8); Yunanistan: (Tsibris ve Koumettis, *a.g.e.*, s. 8).

2.2.2. Kurumsal Yönetim Boyutu

Kurumsal yönetim, şirketlerin pay sahiplerine ve diğer çıkar gruplarına karşı olan sorumlulukları ile kamuyu aydınlatma esasları çerçevesinde etkin yönetimi ve kontrolünü

sağlayan bir ilkeler bütünü olarak tanımlanabilmektedir (OECD, 2004, s. 17). Bu kapsamda kurumsal yönetimle temel olarak şirketlerde dürüst, şeffaf ve hesap verebilir bir yönetim tarzının benimsenmesi hedeflenmektedir. Bu yönetim tarzı, ortaklık haklarının adil bir şekilde kullanılmasının sağlanmasını, şirket işlemleriyle ilgili önemli bilgilerin zamanında kamuya açıklanmasını, menfaat ilişkisi içinde bulunan taraflara karşı sorumluluk bilincinde olunmasını ve görev ve yetkilerin açıkça belirlendiği uygun bir yönetim yapısının kurgulanmasını gerektirmektedir.

Pay geri alımları, şirket ve şirketle ilgili taraflar nezdinde yaratabileceği çok yönlü sonuçları itibarıyla, kurumsal yönetim uygulamaları kapsamında önemli nitelikte işlemler olarak değerlendirilmektedir. Bu nedenle, pay geri alımlarına ilişkin şirketler hukuku düzenlemelerinde, geri alınan paylar ile ortaklık hakları arasındaki bağlantı, geri alım işlemleri hakkında açıklanması gereken bilgiler, geri alınan payların uygun bir şekilde kullanımı ve yönetim kurulunun bu işlemlerdeki yetki ve sorumlulukları ile ilgili belirlemeler yapıldığı anlaşılmaktadır.

2.2.2.1. Ortaklara Eşit Muamele Edilmesi

Şirketlerde payların ortaklara aynı ekonomik hakları vermesi söz konusu olmamakla birlikte, her bir ortağın pay sahipliklerini etkileyen uygulamalar karşısında diğer ortaklar gibi işlem görmeyi bekleme hakları bulunmaktadır (Çeliktaş, *a.g.e.*, s. 139). Dolayısıyla, ortaklık haklarının zedelenmemesi için şirket ile ortakları arasında gerçekleştirilen işlemlerde fırsat eşitsizliğinin yaratılmaması gerekmektedir.

Pay geri alım işlemleri ise, tüm ortakların paylarını şirkete satabilme imkânı tanınmaması veya belirli ortaklara avantajlı fiyat uygulanması gibi ortaklar arasında fırsat eşitsizliği yaratacak şekilde gerçekleştirilebilmektedir. Ayrıca, geri alınan paylarla bağlantılı oy hakları, yönetimin veya yönetime yakın ortakların şirketin kontrolünü ele geçirmelerine neden olabilmekte ve azınlık ortakların aleyhine kullanılabilir.

Bu nedenle, ülkelerin şirketler hukuku düzenlemelerinde pay geri alımlarında bütün ortaklara eşit muamele edilebilmesinin sağlanması amacına hizmet eden önemli hükümlerin yer aldığı gözlemlenmektedir.

Geri alım yapılabilmesi için genel kurul kararıyla bir geri alım programının onaylanması zorunluluğu bu anlamda dikkat çekmektedir. Bu şekilde, geri alım işlemlerinin şartlarının ortaklar tarafından bir programa bağlanabilmesi ve ortaklar arasında eşitsizlik yaratabilecek kararlara karşı muhalefet edilebilmesi sağlanmaktadır. Bu nedenle, kararların hangi çoğunlukla alınacağı da önem taşımaktadır.

Tablo 18. Şirketler hukukunda ortaklara eşit muamele edilmesi: genel kurul onayının aranması

<p>İsveç ve Çin’de söz konusu kararlarda pay sahiplerinin 2/3’ünün olumlu oy kullanması gerekirken, İngiltere³⁸ ve Fransa³⁹’da basit oy çoğunluğu (%51) yeterli görülmektedir. Rusya, Yunanistan ve İtalya da geri alım için genel kurul kararı arayan ülkeler arasında yer almaktadır.</p> <p>ABD, İsrail ve Brezilya’da ise, geri alım işlemlerinde genel kurul kararı aranmamakta, yönetim kurulu kararı yeterli görülmektedir.</p> <p>Diğer taraftan, Japonya’da şirketin geri alım yapabilmesine yönelik esas sözleşme değişikliklerini yapması hâlinde genel kurul şartı aranmaksızın yönetim kurulu kararıyla işlem gerçekleştirilebilmektedir.</p>

Kaynak: ABD: (Habbart ve diğerleri, *a.g.e.*, s. 7); Brezilya: (Portella ve Ricupero, *a.g.e.*, s. 4); Çin (Zhu, *a.g.e.*, s. 5); Fransa: (Jais ve Vidalenc, *a.g.e.*, s. 5); İngiltere: (Grayston, *a.g.e.*, s. 6); İsrail: (Zolty, *a.g.e.*, s. 4); İsveç: (Emilsson ve Larsson, *a.g.e.*, s. 26); Japonya: (Hatakeda ve Isagawa, *a.g.e.*, s. 274); İtalya: (Sorge, *a.g.e.*, s. 4); Rusya: (Zharskiy ve diğerleri, *a.g.e.*, s. 2); Yunanistan: (Tsibris ve Koumettis, *a.g.e.*, s. 3).

Geri alınan paylar üzerindeki oy haklarının kullanımını yasaklayan hükümler de önem arz etmektedir. Buna göre, geri alınan paylardan doğan oy hakları paylar şirketin mülkiyetinde bulunduğu sürece donmakta, böylece şirkette özellikle azınlık ortaklar aleyhine alınabilecek kararların önüne geçilmesi sağlanmaktadır. Ayrıca, şirketin kendisine sahip olması gibi çelişkili bir duruma yol açılmamış olmakta, payların sahiplikten ziyade emanetçi sıfatıyla geçici bir süre için geri alındığı kabul edilmiş olmaktadır.

³⁸ İngiliz Sigortacılar Birliği bu oranın %75 olarak uygulanmasını tavsiye etmektedir.

³⁹ Fransa düzenlemeleri uyarınca geri alım programı genel kurulca onaylandıktan sonra düzenleyici otoritenin de onayının alınması amacıyla gerekli başvurunun yapılması gerekmektedir (Ginglinger ve Hamon, 2007, s. 919)

Tablo 19. Şirketler hukukunda ortaklara eşit muamele edilmesi: geri alınan paylara bağlı hakların donması

<p>AB'nin 2012/30/EU sayılı Direktifi'nde ⁴⁰ geri alınan paylara oy hakkı tanınmamaktadır. Diğer taraftan, şirketin zarara uğramasına neden olabilecek istisnai koşullar ortaya çıktığında, ortaklara eşit muamele edilmesine ilişkin söz konusu hükümler uygulanmayabilmektedir. Örneğin, şirketin kötü niyetli girişimlerle ele geçirilmesinin engellenebilmesi amacıyla genel kurul toplantılarında karar yeter sayısına müdahale edilebilmekte veya aksi halde önlenemeyecek bir zararın giderilebilmesine yönelik geri alımlar için genel kurul kararı aranmayabilmektedir⁴¹.</p> <p>İtalya'da da oy hakları kısıtlanmakla birlikte, geri alınan paylar genel kurul toplantı ve karar yeter sayısının hesaplanmasında dikkate alınmaktadır. Geri alınan payların yeni pay alma (<i>riçhan</i>) hakkı da bulunmamaktadır.</p> <p>Fransa, Almanya, Çin ve Brezilya'da geri alınan paylara oy hakkının yanı sıra temettü ve yeni pay alma hakkı da tanınmamaktadır. Yunanistan'da benzer bir durum söz konusu olmakla birlikte, geri alınan paylara tekabül eden temettü dolaşımdaki paylara sahip yatırımcılara payları oranında yansıtılmaktadır. Ayrıca, İtalya'dakinin aksine geri alınan paylar yeter sayılarının hesabında dikkate alınmamaktadır.</p> <p>Rusya'da tüm bunlara ilâveten tasfiyeden pay alma hakkı da söz konusu bulunmamaktadır.</p> <p>Bununla birlikte, İngiltere düzenlemeleri geri alınan paylara bedelsiz pay elde etme hakkı⁴² hariç hiçbir hak tanımamakta, usulsüz hak kullanımlarını ise geçersiz saymaktadır.</p> <p>ABD'de ise, geri alınan payların oy veya temettü hakları bulunmamaktadır.</p> <p>Norveç ve Hollanda'da bu ülkelerden farklı olarak geri alınan paylar temettü imkânından yararlandırılmaktadır. Danimarka'da ise yeni pay alma haklarının üçüncü kişilere satılabilmesi mümkün kılınmıştır.</p>

Kaynak: **AB:** (2012/30/EU sayılı Direktif/**AB İkinci Direktifi**; Çelikleş, *a.g.e.*, s. 141); **ABD:** (Habbart ve diğerleri, *a.g.e.*, s. 2); Almanya: (Strehle, *a.g.e.*, s. 2); Çin (Zhu, *a.g.e.*, s. 3); Brezilya: (Portella ve Ricupero, *a.g.e.*, s. 2); Fransa: (Jais ve Vidalenc, *a.g.e.*, s. 2); Danimarka: (Lernø ve Bertelsen, 2012); Hollanda: (Witteveen ve Sombezki, *a.g.e.*, s. 3); İngiltere: (Grayston, *a.g.e.*, s. 3); İtalya: (Sorge, *a.g.e.*, s. 2,4); Norveç: (Herrem ve Dæhli, *a.g.e.*, s. 2); Rusya: (Zharskiy ve diğerleri, *a.g.e.*, s. 2); Yunanistan: (Tsibris ve Koumettis, *a.g.e.*, s. 2).

2.2.2.2. Kamunun Aydınlatılması

Kamunun düzenlemeler aracılığıyla aydınlatılmasının, kamu otoritesinin düzenleyici amaçları kapsamında, gerek bilgiyi kullananların gerekse bilgiyi açıklayanların stratejik karar alma süreçlerinde, doğrudan ilişkili, düşük maliyetli, rahat erişilebilir ve kolay anlaşılabilir bilginin rol oynaması sağlanmak suretiyle, bilgi asimetrisinin yarattığı piyasa

⁴⁰ [2012/30/EU sayılı Direktif, *Md.* 24/1-(a); **AB İkinci Direktifi**, *Md.* 22/1-(a)].

⁴¹ [2012/30/EU sayılı Direktif, *Md.* 21/2; **AB İkinci Direktifi**, *Md.* 19/2].

⁴² İlgili düzenlemeler kapsamında edinilen bedelsiz paylar geri alınmış pay hükmündedir.

dengelessnessinin ve risklerinin giderilmesine yönelik politik bir işlevi bulunmaktadır (Weil ve diğerleri, 2006).

Bilgi-işlem teknolojisi ve bilgisayar sistemlerinin, belirtilen nitelikteki bilginin üretimine ve paylaşımına giderek artan bir şekilde imkân verdiği finansal piyasalarda, kamunun aydınlatılmasına ilişkin düzenlemelerin bu işlevini daha etkin yerine getirmesi beklenmektedir (Healy ve Palepu, 2001, s. 442).

Finansal bilginin, yetersizliğinin şirket paylarının piyasa fiyatlarındaki dalgalanmayı artırdığına (Singhvi ve Desai, 1971); gecikmesizliğinin, ters seçim ve ahlakî zafiyet riskini azalttığına (Scott, W.R.; Aktaran: Leventis ve Weetman, 2004, s. 44); kalitesinin, şirketlerin sermaye (Botosan, 1997) ve borçlanma maliyetlerini (Sengupta, 1998) düşürdüğüne; güvenilirliğinin, bilgi asimetrisini giderdiğine (Francis ve diğerleri, 2003) ve şeffaflığının, yatırım kararlarında belirleyici rol oynadığına (Leuz ve Verrecchia, 2000; Gelos ve Wei, 2005) işaret eden geçmişten günümüze yapılan araştırmalar bu beklentiyi haklı çıkarmaktadır⁴³.

Bu kapsamda, pay geri alım işlemlerinin şirkete ve piyasaya olan etkilerinin ilgili taraflarca daha fazla bilgiyle yorumlanabilmesi için kamuyu aydınlatma açısından etkin bir düzenleyici sisteme sahip olunmasında fayda görülmektedir.

Pay geri alım işlemlerinin en sık görüldüğü ABD sermaye piyasasında, düzenleyici otorite ABD Menkul Kıymetler ve Borsalar Komisyonu (SEC) tarafından da, pay geri alım işlemlerinin kamuya açıklanmasına yönelik düzenlemelerin, gerçekleştirilen işlemlerin şirketin pay alım programıyla uyumu ve pay fiyatları üzerindeki olası etkileri hakkında yatırımcılara bilgi verilmesini sağlayacağı ifade edilmektedir (Simkovic, 2009, s. 107).

⁴³ Bununla birlikte, kamunun düzenlemeler aracılığıyla aydınlatılmasının gereksizliği ve zararlarına ilişkin araştırmalar da bulunmakta olup bunların bir derlemesine Ferrell'in (2007, s. 81) konuyla ilgili çalışmasında atfen yer verilmektedir.

2.2.2.2.1. Finansal Tablolar

Finansal tablolar, düzenleyici otoritelerin kamuyu aydınlatma düzenlemelerinde istifade ettikleri en önemli araçlardan biri olagelmıştır. Esas itibarıyla, finansal tablolar, politik ihtiyaçların yanı sıra piyasa ihtiyaçlarının da dikkate alındığı, geniş bir kullanıcı kitlesiyle etkileşim hâlinde yürütülen bir sürecin ürünüdür⁴⁴ (Watts, 1977).

Günümüzde, finansal tabloların, özellikle şirketler tarafından gerçekleştirilen işlemlerin karmaşıklığının da etkisiyle, şirket değeri ile ilişki kurulabilecek nitelikteki bilgiyi yansıtmakta yetersiz kaldığı gerekçesiyle, kullanıcıların karar alma süreçlerindeki rolü sorgulanmaktadır (Francis ve Schipper, 1999, s. 322). Ancak, şirket yöneticilerine karşı yatırımcıları koruma mekanizmalarının⁴⁵ güçlü olduğu piyasalarda finansal tablolar ile şirket değeri arasındaki bilgi ilişkisinin hâlâ geçerli olduğu ileri sürülmektedir (Hung, 2001).

Dolayısıyla, kamuyu aydınlatma düzenlemeleriyle, finansal tablolarda şirket yöneticilerinin önceliklerinden ziyade yatırımcıların ihtiyaçlarına yönelik bilginin sunulmasının sağlanması büyük önem arz etmektedir. Bu nedenle, şirketlerin finansal tablo uygulamaları şirketler hukukunun bir parçasını oluşturmaktadır.

Pay geri alım işlemlerinin finansal tablo hazırlama sürecindeki yerinin de bu açıdan değerlendirilmesi gerekmektedir. Bu kapsamda, uluslararası uygulamalarda pay geri alım işlemlerinin kamuya açıklanmasında finansal tabloların etkin bir şekilde kullanılmasının istendiği anlaşılmaktadır.

⁴⁴ Uluslararası Muhasebe Standartları Kurulu (IASB) tarafından böyle bir süreçten geçirilerek yayımlanan IAS/IFRS'nin IAS 1 - "Presentation of Financial Statements" standardında da, finansal tabloların, finansal raporların bireysel ihtiyaçlarına özel olarak hazırlanmasını isteyebilecek konumda olmayan geniş bir kullanıcı kitlesinin ekonomik kararlar alabilmelerine yönelik genel bir amaca hizmet ettiği ifade edilmiştir. [IAS/TMS 1: Para. 7 ve 9]. Bu standardın TMS/TFRS'deki karşılığı olan ve 16.01.2005 tarih ve 25702 sayılı Resmî Gazete'de (RG) yayımlanan TMS 1 - "Finansal Tabloların Sunuluşu" standardına http://www.kgk.gov.tr/contents/files/TFRS_2013/TMS/TMS1.pdf linkinden ulaşılabilir.

⁴⁵ Hung (a.g.e., s. 406), çalışmasında, yatırımcıları koruma mekanizmalarının seviyesini, şirket ortaklarının oy haklarını kullanmalarına ilişkin düzenlemelerin özendiriciliği ve hukukî sistemde algılanan önemi ile ölçmüştür. Buna göre, Anglo-Sakson anlayışı benimseyen ülkelerin yatırımcıları koruma mekanizmalarının, Kıta Avrupası anlayışını benimseyen ülkelere nazaran daha güçlü olduğu değerlendirilmiştir.

Tablo 20. Şirketler hukukunda kamunun aydınlatılması: geri alınan payların finansal tablolarda açıklanması

<p>İspanya'da finansal tablolarda geri alınan paylara özgü detaylı bilginin açıklanması zorunlu tutulmaktadır.</p> <p>AB müktesebatında da pay geri alımlarına muhasebe açısından önem atfedilmekte, şirketlerin uymakla yükümlü olduğu finansal tablo formatlarında geri alınan paylara ayrı bir hesap kalemi olarak yer verilmektedir.</p>

Kaynak: **AB:** 2012/30/EU sayılı Direktif/**AB İkinci Direktifi** ve 25.07.1978 tarih ve 78/660/EEC sayılı Dördüncü Konsey Direktifi (**AB Dördüncü Direktifi**); İspanya: (Hoedl ve Menendez, 2012, s. 6).

Diğer taraftan, pay geri alımlarına ilişkin muhasebeleştirme işlemleri ile bu işlemlerin finansal tablolara olan etkileri bu bölümden ayrı olarak çalışmanın üçüncü bölümünde ayrıca ele alınmaktadır.

2.2.2.2.2. Faaliyet Raporları

Faaliyet raporları kamuyu aydınlatma düzenlemelerinin zorunlu tuttuğu bir uygulama olarak algılanabilse de, günümüzde şirket faaliyetlerinin rakamsal boyutundan ziyade kurumsal yönetim anlayışının bir bütün olarak ortaya konduğu çok yönlü bir iletişim aracı niteliğini kazanmıştır (Stanton ve Stanton, 2002, s. 478).

Bu anlamda, faaliyet raporlarının anlaşılabilir ve kolay okunabilir olması gerektiğine yönelik genel kabul görmüş bir yaklaşım mevcuttur (Soper ve Dolphin, Jr., 1964). Bu yaklaşım, faaliyet raporlarında, finansal tablolarda olduğu gibi, şirket yöneticilerinin önceliklerinden arındırılmış bilginin kamuya açıklanması amacıyla örtüşmektedir. Yapılan bir çalışmada da, yöneticilerin şirket performansına ilişkin olumsuz bilgileri, faaliyet raporlarında dili zorlaştırmak, uzun ve karmaşık cümleler kurmak ve sayfa sayısını fazla tutmak gibi nicel ve nitel yöntemlerle kendi öncelikleri doğrultusunda gizleyebildikleri ortaya konmuştur (Li, 2008).

Dolayısıyla, yönetimin şirket tarafından gerçekleştirilen işlemlerle ilgili niyetinin tespit edilebilmesinde faaliyet raporlarının oldukça önemli bir rolü bulunmaktadır. Ekonomik

İşbirliği ve Kalkınma Örgütü (OECD) kurumsal yönetim ilkelerinde⁴⁶ de, faaliyet raporlarında yer verilen yönetimin şirket faaliyetleriyle ilgili görüş ve analizlerinin finansal tablolarla birlikte değerlendirilmesinin önemine dikkat çekilmektedir (OECD, *a.g.e.*, s. 50). Bu nedenle, faaliyet raporlarında yönetimin pay geri alım işlemlerine ilişkin finansal tabloları tamamlayıcı nitelikte birtakım görüş ve analizlerine yer verilmesine yönelik düzenlemeler hayata geçirilmektedir.

Tablo 21. Şirketler hukukunda kamunun aydınlatılması: geri alınan payların faaliyet raporlarında açıklanması

<p>ABD’de SEC’nin S-K Düzenlemesi’nin⁴⁷ 703 nolu kaleminde, şirketlerin faaliyet raporlarında⁴⁸ önceki üç aylık dönemde yaptıkları geri alım işlemlerine ilişkin bilgiyi bir tablo⁴⁹ hâlinde sunmaları zorunlu tutulmuştur. Ayrıca, ABD’de şirketlerin geri alım programlarıyla ilgili gelişmeleri genellikle faaliyet raporlarının yönetimin görüş ve analizlerine ayrılan bölümünde sermaye kaynakları ve likidite başlığı altında açıkladıkları gözlemlenmektedir.</p> <p>İspanya’da ise, faaliyet raporlarında pay geri alım/satımının gerekçelerinin, pay geri alımı için ödenen bedelin ve geri alınan/satılan payların adedi ve nominal değerinin açıklanması gerekmektedir.</p> <p>Fransa, Yunanistan ve İsveç uygulamasına bakıldığında, yıllık faaliyet raporlarında geri alım programıyla ilgili gelişmelere, geri alımın/satımın nedenlerine, geri alımla/satımla ilgili fiyat, miktar, işlem hacmi ve varsa amaç değişikliği bilgilerine ayrıca yer verilmesinin zorunlu tutulduğu görülmektedir.</p> <p>İngiltere’de geri alım/satım işlemlerine ilişkin bilginin Uluslararası Muhasebe Standardı/Uluslararası Finansal Raporlama Standardı Seti (IAS/IFRS) kapsamında yıllık faaliyet raporlarında yer alması yeterli görülmektedir. AB’nin 2012/30/EU sayılı Direktifi ile AB Dördüncü Direktifi ise geri alınan paylarla ilgili bilgilere yıllık faaliyet raporlarında yer verilmesini zorunlu tutmaktadır⁵⁰.</p>
--

Kaynak: AB: 2012/30/EU sayılı Direktif/AB İkinci Direktifi ve AB Dördüncü Direktifi; ABD: (De Cesari ve diğerleri, 2012, s. 1025; Gelfond ve diğerleri, 2011, s. 7); Fransa: (Jais ve Vidalenc, *a.g.e.*, s. 6); İngiltere: (Grayston, *a.g.e.*, s. 7); İspanya: (Hoedl ve Menendez, *a.g.e.*, s. 6); İsveç: (Emilsson ve Larsson, *a.g.e.*, s. 55); Yunanistan: (Tsibris ve Koumettis, *a.g.e.*, s. 5).

⁴⁶ OECD tarafından ilk olarak 1999 yılında hazırlanan ve birçok ülke tarafından kabul edilmiş tavsiye niteliğindeki bu ilkelere <http://www.oecd.org/corporate/ca/corporategovernanceprinciples/31557724.pdf> adresinden ulaşılabilmektedir.

⁴⁷ ABD’de halka açık şirketlerin kamuyu aydınlatma yükümlülükleri S-K Düzenlemesi’nde (Regulation S-K) muhtelif kalemler (item) hâlinde belirlenmiştir. Düzenlemeye <http://www.ecfr.gov/cgi-bin/text-idx?c=ecfr&sid=20c66c74f60c4bb8392bcf9ad6fcca3&rgn=div5&view=text&node=17:2.0.1.1.11&idno=17> linkinden ulaşılabilmektedir.

⁴⁸ Çeyrek döneme ilişkin raporlara 10-Q Formu’nda (Form 10-Q); yıllık raporlara ise 10-K Formu’nda (Form 10-K) yer verilmektedir. ABD Borsalar Kanunu’nun 13 veya 15(d) bölümü uyarınca hazırlanan bu formlara sırasıyla <http://www.sec.gov/about/forms/form10-q.pdf> ve <http://www.sec.gov/about/forms/form10-k.pdf> linklerinden ulaşılabilmektedir.

⁴⁹ Bu tabloda, aylık bazda geri alınan pay adedi, pay başına ödenen ortalama ücret, işlemin kaynaklandığı geri alım programına ilişkin detaylar vb. bilgilerin yer alması gerekmektedir.

⁵⁰ [2012/30/EU sayılı Direktif, *Md.* 24/2; AB İkinci Direktifi, *Md.* 22/2; AB Dördüncü Direktifi, *Md.* 46/2-(d)].

Diğer taraftan, faaliyet raporlarının bir uzantısı olarak bazı ülkelerde geri alım işlemleriyle ilgili bilgilere kurumsal yönetim raporlarında da yer verildiği anlaşılmaktadır.

Tablo 22. Şirketler hukukunda kamunun aydınlatılması: geri alınan payların kurumsal yönetim raporlarında açıklanması

İspanya'da borsa şirketlerinin kurumsal yönetim raporlarında geri alınan paylara özgü bilgilere yer verilmesi zorunlu tutulmuştur.
--

Kaynak: İspanya: (Hoedl ve Menendez, a.g.e., s. 6).

Bu kapsamda, yatırımcıların, yönetimin pay geri alım işlemlerine yönelik niyetini ve kurumsal yönetim anlayışını faaliyet raporlarından daha kolay tespit edebilecekleri; piyasaya verilmek istenen mesajdan tercih edilen muhasebeleştirme yönteminin uygunluğuna kadar daha geniş bir bilgi yelpazesine sahip olacakları; dolayısıyla daha sağlıklı karar alabilecekleri düşünülmektedir.

2.2.2.2.3. Özel Durum Açıklamaları

Piyasaların etkin işleyişinin sağlanması amacıyla birçok ülkede payları borsada işlem gören şirketlere, sermaye piyasası araçlarının değerini, fiyatını veya yatırım kararlarını etkileyebilecek öneme sahip bilgilerin belirli bir formatla ve zamanlamayla kamuya açıklanması zorunluluğu getirilmektedir. Bu zorunluluk, yatırımcıların bilgiye erişimde eşit fırsatlara sahip olmasına yönelik çalışmaların bir uzantısı olarak düşünülebilir.

Tablo 23. Şirketler hukukunda kamunun aydınlatılması: geri alınan payların özel durum açıklamalarına konu edilmesi

<p>ABD uygulamasında geri alınan payların tutarı önemliyse özel durum açıklaması yapılması gerekmektedir.</p> <p>İngiltere’de ise, geri alınan payların oy haklarının %5 veya %10’unu geçmesi hâlinde özel durum açıklaması yapılmalıdır. Ayrıca, aylık bazda geri alınmış payların miktarında bir değişiklik olup olmadığına bakılıp olmuşa o ay sonunda özel durum açıklaması yapılır. Son olarak, yapılan geri alım sonucunda oy haklarında önemli bir değişiklik oluyorsa bu değişim de açıklanmalıdır. Bunların dışında payları geri alınan yatırımcıların da güncel pay oranları hakkında özel durum açıklaması yapmaları gerekebilmektedir.</p> <p>Brezilya ve Çin’de geri alım işlemleri önemli addedilmekte, dolayısıyla belirli bir format kapsamında özel durum açıklamasına konu edilmektedir.</p>

Kaynak: ABD: (Habbart ve diğerleri, a.g.e., s. 7); Brezilya: (Portella ve Ricupero, a.g.e., s. 5); Çin (Zhu, a.g.e., s. 7); İngiltere: (Grayston, a.g.e., s. 7).

Pay geri alımlarının piyasaya gönderdiği mesajın, gücünü asimetrik bilgilendirmeden alması nedeniyle pay fiyatlarına önemli etkilerde bulunabildiği dikkate alındığında, bu işlemlerle ilgili bilgilerin kamuya açıklanmasının asimetrik bilgilendirmeyi azaltmadaki rolü daha iyi anlaşılmaktadır.

2.2.2.2.4. Diğer Kamuyu Aydınlatma Yöntemleri

Finansal tablolar, faaliyet raporları ve özel durum açıklamaları özellikle payları borsada işlem gören şirketler için hemen tüm ülkelerde ortak kamuyu aydınlatma aracı olarak kullanılmaktadır. Ancak, ülkeler kamunun aydınlatılmasında bunlardan farklı olarak bilgi teknolojisi veya mevzuat kaynaklı bazı uygulamalar da benimseyebilmektedir. Söz konusu uygulamalar kaçınılmaz olarak pay geri alım işlemlerine de yansımaktadır.

Tablo 24. Şirketler hukukunda kamunun aydınlatılması: geri alınan payların açıklanmasında diğer yöntemler

<p>ABD'de geri alım programları 8-K Formu⁵¹ aracılığıyla veya basın açıklaması yoluyla ilân edilmektedir.</p> <p>Fransa'da geri alım programının geri alım işlemlerine başlanılmadan önce; geri alım/satım işlemlerine ilişkin detayların ise, işlem gerçekleştirildikten en fazla 7 işgünü içinde şirketin internet sitesinde açıklanması gerekmektedir⁵². Bunların yanı sıra, geri alım/satım işlemlerinin aylık olarak düzenleyici otoriteye bildirilmesi zorunludur.</p> <p>İngiltere'de geri alımın plânlanması hâlinde ilgili yönetim kurulu kararının en kısa sürede kamuya açıklanması lazımdır. Bu açıklamada geri alım yetkisinin genel veya özel nitelik arz edip etmeyeceği belirtilmelidir. Alım yapılması hâlinde işlem bir sonraki iş günü 07.30'a kadar kamuya açıklanmalıdır. Bu açıklamaların şirketlerin internet sitelerinin yatırımcı ilişkileri bölümünde yapılması gerekmektedir. Ayrıca, geri alım işlemleri 28 gün içinde ticaret sicili memurluğuna⁵³ bildirilmelidir.</p> <p>Almanya'da geri alım pogramları genel kurul gündem maddesi olarak resmî gazetede yayımlanmak durumundadır.</p> <p>İsveç'te pay geri alımı işlemlerine büyük önem atfedilmesi nedeniyle diğer ülke uygulamalarından farklı olarak ayrıca geri alımla ilgili bilgilerin en az üç ulusal gazetede ilân edilmesi zorunlu tutulmaktadır.</p> <p>Brezilya'da resmî gazete uygulamasının yanı sıra İsveç'te olduğu gibi günlük bir gazetede de açıklama yapılması zorunludur.</p>
--

Kaynak: ABD: (Habbart ve diğerleri, a.g.e., s. 7); Almanya: (Strehle, a.g.e., s. 4); Brezilya: (Portella ve Ricupero, a.g.e., s. 5); Fransa: (Jais ve Vidalenc, a.g.e., s. 5-6); İngiltere: (Grayston, a.g.e., s. 7); İsveç: (Emilsson ve Larsson, a.g.e., s. 29).

2.2.2.3. Menfaat Sahiplerine Karşı Sorumlu Davranılması

Şirketlerin faaliyet gösterdikleri alanda rekabet gücü kazanabilmesinin en önemli yollarından biri çalışanlar, alacaklılar vb. menfaat sahipleri ile uzun vadeli iş ilişkilerinin yaratılması olarak görülmektedir (TKYD & Deloitte, 2006, s. 11). Örneğin, başta yöneticiler olmak üzere çalışanlara performanslarını artırıcı teşvik mekanizmaları kapsamında şirket paylarından verilmesi son dönemde sıklıkla karşılaşılan bir uygulama

⁵¹ 8-K Formu (Form 8-K) ABD Borsalar Kanunu'nun 13 veya 15(d) bölümü uyarınca hazırlanmakta olup, önemli nitelikteki bilgilerin yatırımcılara açıklanmasında kullanılmaktadır. Bu forma <http://www.sec.gov/about/forms/form8-k.pdf> linkinden ulaşılabilir.

⁵² Bu sınırlama piyasa yapımcıyla yapılan sözleşme uyarınca gerçekleştirilen işlemleri kapsamamaktadır. Ancak, piyasa yapımcıyı tanıttıcı bilgilerin ve sözleşme kapsamında geri alıma tahsis edilecek kaynakların basın açıklamasıyla kamuya duyurulması zorunludur.

⁵³ İngiltere'de şirketlerin siciline ilişkin her türlü bilgi Companies House (<http://www.companieshouse.gov.uk/>) nezdinde tutulmaktadır.

olarak görülmektedir. Ayrıca, geri alınan paylar şirketin üçüncü kişilere olan borçlarının ödenmesinde kullanılabilir.

Bu anlamda, şirket ile menfaat sahipleri arasındaki bu tür hukukî ilişkilerin temel dayanağının esas sözleşme olduğu ifade edilebilmektedir. Şirketler esas sözleşme hükümleri çerçevesinde faaliyet gösterebilmekte ve menfaat sahipleri şirkete olan haklarını esas sözleşme hükümlerine göre öne sürebilmektedir. Buna göre, esas sözleşme menfaat sahiplerinin haklarını güvence altına almasıyla kurumsal yönetim anlamında önemli bir işlev üstlenmektedir (TKYD & Deloitte, *a.g.e.*, s. 9).

Pay geri alımlarının şirket ile menfaat sahipleri arasındaki uzun vadeli ilişkiler açısından önem taşıyan işlemler olmaları nedeniyle esas sözleşmelerde şirketin geri alım yapip yapamayacağı, temettü politikaları kapsamında değerlendirilip değerlendirilemeyeceği vb. hususlarda açık hükümlere yer verilmesinde fayda görülmektedir.

Tablo 25. Şirketler hukukunda menfaat sahiplerine karşı sorumlu davranılması: esas sözleşmede geri alımla ilgili hükümlere yer verilmesi

<p>AB'nin 2012/30/EU sayılı Direktifi, pay geri alımına ilişkin detaylara esas sözleşmede yer verilmesi hususunda üye ülkelere yetki vermektedir⁵⁴.</p> <p>İngiltere düzenlemeleri uyarınca ise, şirketler geri alım yapmalarını kısıtlayan hükümlere esas sözleşmelerinde yer verilebilmektedir.</p> <p>Japonya uygulamasında şirketlerin pay geri alımı yapabilmesi için esas sözleşmelerini bu imkânı verecek şekilde değiştirmeleri zorunludur.</p> <p>Hollanda'da esas sözleşmede şirketlerin geri alım yapabileceğine dair açık hüküm bulunması zorunludur.</p>

Kaynak: **AB:** 2012/30/EU sayılı Direktif/**AB İkinci Direktifi**; Hollanda: (Witteveen ve Sombezki, *a.g.e.*, s. 4); İngiltere: (Grayston, *a.g.e.*, s. 4); Japonya: (Hatakeda ve Isagawa, *a.g.e.*, s. 274).

⁵⁴ [2012/30/EU sayılı Direktif, *Md.* 21/1-ikinci (a); **AB İkinci Direktifi**, *Md.* 19/1-ikinci (a)].

2.2.2.4. Yönetimin Faaliyetlerinin Gözetilmesi

Yöneticilerin şirketin çıkarlarını kendi şahsî çıkarlarından üstün tutmaları ve şirketle ilgili işlemlerde tedbirli davranmaları gerekmektedir. Bu anlamda, şirketler hukukunda yönetim ile şirket arasında güvene dayalı bir ilişkinin bulunduğu kabul edilmektedir (İmregün, 2006, s. 202).

Söz konusu güven ilişkisi, pay geri alımlarına ilişkin işlemler yöneticilerin yetkisi altında gerçekleştirildiğinden gerek çıkar çatışmaları gerekse tedbirsizlik nedeniyle zedelenebilmektedir.

Bu nedenle, pay geri alımları ile ilgili düzenlemelerde genel kurulca yönetim kuruluna verilen geri alım yetkisinin süresi genellikle sınırlandırılmaktadır.

Tablo 26. Şirketler hukukunda yönetimin faaliyetlerinin gözetilmesi: geri alım yetkisinin sınırlandırılması

<p>AB'nin 2012/30/EU sayılı Direktifi⁵⁵ ve İngiltere⁵⁶'de bu yetki en fazla 5 yıl için tanınabilmekteyken, İtalya, Hollanda ve Fransa'da bu süre 18 ayı geçmemektedir.</p> <p>Brezilya'da geri alım programının süresi 1 yılı aşamayacağından yönetim kurulunun da yetkisi bu süre ile kısıtlanmış olmaktadır.</p>

Kaynak: **AB:** 2012/30/EU sayılı Direktif/**AB İkinci Direktifi**; Brezilya: (Portella ve Ricupero, *a.g.e.*, s. 4); Fransa: (Jais ve Vidalenc, *a.g.e.*, s. 5); Hollanda: (Witteveen ve Sombezki, *a.g.e.*, s. 5); İngiltere: (Grayston, *a.g.e.*, s. 6); İtalya: (Sorge, *a.g.e.*, s. 4).

Diğer taraftan, genel kurul tarafından geri alım programlarında belirtilmesi kararlaştırılan geri alınacak azamî pay sayısı, geri alım için ödenecek asgarî ve azamî bedel **vb.** şartlar da yöneticilerin hareket alanını kısıtlayabilmektedir.

⁵⁵ **AB İkinci Direktifi**, *Md.* 19/1-(a)'da 18 ay olarak ifade edilen bu süre 2012/30/EU sayılı Direktif, *Md.* 21/1-(a)'da 5 yıla çıkarılmıştır.

⁵⁶ Geri alım yapma yetkisinin süresi Ekim 2009'da yapılan bir kanun değişikliğiyle 18 aydan 5 yıla çıkarılmıştır.

2.2.3. Kurumsal Finansman Boyutu

Kurumsal finansman, şirket bünyesinde, kaynakların hangi yatırımlara yönlendirileceğine, bu yatırımların hangi yöntemlerle fonlanacağına ve yatırımlardan elde edilen kazancın dağıtılıp dağıtılmayacağına ilişkin kararlarla şekillenen uygulamalar bütünü olarak tanımlanabilmektedir (Damodaran, 2011, s. 2).

Pay geri alımları, bu anlamda, yatırım, finansman ve dağıtım kararlarına olan etkileri itibarıyla sermaye piyasalarında kurumsal bir finansman aracı olarak görülmektedir (Wymeersch, 2006, s. 5). Hatta pay geri alımlarının belli koşullarda şirketlere piyasada kazandırdığı hareket esnekliğinin konuyla ilgili şirketler hukuku düzenlemelerindeki yasaklayıcı hükümlerin yumuşatılmasına vesile olduğu ileri sürülmektedir (Özdamar, a.g.e., s. 93). Ancak, pay geri alımlarının bu esnekliği her zaman olumlu sonuçlar vermeyebilmekte, geri alınan payların elden çıkarılması noktasında piyasayı bozucu bir eylem niteliğine de bürünebilmektedir.

2.2.3.1. Geri Alım Yönteminin Belirlenmesi

Ülke düzenlemelerinde pay geri alımlarında kullanılması öngörülen yöntemler farklılık arz etmektedir. Bununla birlikte, geri alımın birden çok yöntemle yapılabilmesine imkân verildiği; bazı ülkelerde belirli yöntemlerin yasaklandığı; bazı ülkelerde ise borsada gerçekleştirilen geri alımların ön plâna çıktığı gözlemlenmektedir.

Tablo 27. Şirketler hukukunda geri alım yönteminin belirlenmesi

<p>Fransa'da borsada gerçekleştirilen geri alımlara sıklıkla rastlanmaktadır. Ancak, sabit fiyatlı çağrıyla geri alım ve piyasa dışında yapılan blok alımlar da olabilmektedir. Ayrıca, borsa şirketleri belirli şartlar (örneğin, alım opsiyonunun vadesinin en az 3 ay olması, türev işlemin fiyat oluşumuna etki etmemesi vb.) dâhilinde alım opsiyonları vasıtasıyla paylarını geri alabilmektedir. Satım opsiyonları ise riskten korunmadan ziyade yatırım amaçlı olarak değerlendirildiğinden pay geri alımları açısından uygun görülmemektedir.</p>
--

Kaynak: Fransa: (Jais ve Vidalenc, a.g.e., s. 3,6).

2.2.3.2. Piyasa Bozucu Eylemlere Neden Olunmaması

Pay geri alımlarının kamuya açıklanmamış önemli bilgilerle (*asimetrik bilgi*) bağlantılı olarak gerçekleştirildiği algısı yatırımcılar açısından büyük bir risk taşıyabilmektedir. Başta yöneticiler olmak üzere bu bilgileri içerden öğrenebilecek kişiler geri alımlarla asimetrik bilginin pay fiyatına olumlu yönde yansımaları sağlayabilmekte ve sahip oldukları payları yüksek bir fiyattan elden çıkararak haksız kazanç elde edebilmektedir (Çelikleş, a.g.e., s. 157).

Diğer taraftan, oy veya temettü hakkı tanınmamak suretiyle geri alınan paylara menfaat kısıtlaması getiren düzenlemelerin söz konusu olduğu bir piyasada, paylar yapay fiyat oluşumlarından kazanç elde edilmesi amacıyla geri alınıp satılabilmektedir. Buna göre, pay fiyatlarına geri alımlarla sun'î talep yaratmak suretiyle müdahale edilebilmekte ve fiyatlar belirli bir seviyeye ulaştıktan sonra elden çıkarılabilmektedir (Çelikleş, a.g.e., s. 150).

Bu anlamda, işletmenin sürekliliğinin sağlanması amacı kapsamında değerlendirilen %10 sınırı (Özdamar, a.g.e., s. 111), ortaklara eşit muamele edilmesi kapsamında değerlendirilen genel kurul onayı ve kamunun aydınlatılması kapsamında değerlendirilen özel durum açıklamalarının şirketlerin ve yöneticilerin manipülatif işlemlerle uğraşmasının engellenmesine bir ölçüde yardımcı olabileceği düşünülmektedir

Bununla birlikte bazı düzenlemelerde ilâve tedbirler alınmakta, pay geri alımları veya geri alınan payların satışının belli dönemlerde yapılması yasaklanmaktadır.

Tablo 28. Şirketler hukukunda piyasa bozucu eylemlere neden olunmaması: geri alımın belli dönemlerde yasaklanması

<p>İngiltere’de geri alımın yasaklandığı dönemler genellikle finansal raporlama döneminden önceki 30-60 gün veya kamuya açıklanmamış bilginin mevcut olduğu dönemler olarak belirlenmiş bulunmaktadır⁵⁷.</p> <p>Fransa’da, şirketin içsel bir bilgiyi edindiği tarih ile bu bilgiyi kamuya açıkladığı tarih arasındaki dönemde veya şirketin finansal tablolarının kamuya açıklandığı tarihten önceki 15 günlük dönemde geri alım yapılmaması gerekmekte⁵⁸; geri alım programı boyunca geri alınmış payların elden çıkarılması ise mümkün bulunmamaktadır.</p>
--

Kaynak: Fransa: (Jais ve Vidalenc, *a.g.e.*, s. 5); İngiltere: (Grayston, *a.g.e.*, s. 9).

Bunlara ilâveten, yönetimin geri alım yetkisini kendi önceliği doğrultusunda kullanabileceği de dikkate alındığında, yöneticilere pay geri alımı dönemlerinde ellerindeki paylarını satma yasağı getirilmesi de mümkün olabilmektedir.

2.2.3.3. Güvenli Liman Uygulaması

Piyasa bozucu eylemlerle ilgili düzenlemelerin ihlâlî ciddî yaptırımlara neden olabilmektedir. Pay geri alımı işlemleri nedeniyle söz konusu yaptırımlara maruz kalınmaması için, şirketler paylarını geri almaktan çekinebilmekte veya yeterli esnekliğe sahip olunmaması nedeniyle amaçlarına uygun bir program gerçekleştiremeyebilmektedir.

Bu kapsamda pay geri alım işlemlerinin gerçekleştirilmesine engel olunmaması amacıyla birçok ülke düzenlemesinde geri alımlar işlem fiyatı ve işlem hacmi yönünden belli sınırlamalara tâbi tutulmaktadır. Bu sınırlamalar, yatırım riskinden korunma sağlaması nedeniyle, güvenli liman uygulamaları olarak nitelendirilmektedir.

⁵⁷ Ancak bunun istisnaları bulunmaktadır. Örneğin, önceden belirlenmiş bir geri alım programı çerçevesinde alım yapılıyorsa veya alım işlemleri şirketten bağımsız bir şekilde yürütülüyorsa, kamuya açıklanmamış bilginin pay fiyatına etki etme ihtimali düşükse veya geri alımla geri çağırma hakkı kullanılacaksa bu kural uygulanmamaktadır.

⁵⁸ Sıkı bir takvime bağlı olarak belirlenmiş geri alım programları uyarınca gerçekleştirilen işlemler bu sınırlamaya tâbi değildir.

Tablo 29. Şirketler hukukunda güvenli liman uygulaması: geri alımın piyasa suçları kapsamında değerlendirilmemesi

<p>ABD Borsalar Kanunu'nun bir alt düzenlemesi olan 10b-18 Kuralı uyarınca, geri alım işlemleri, işlemin:</p> <ul style="list-style-type: none"> - Tek bir aracı kurum kullanılarak yapılması, - Gün içinde belli zaman aralıklarında gerçekleştirilmesi, - Fiyatının, bekleyen en yüksek alış fiyatı ile en son geri alım fiyatından yüksek olanını aşmaması (<i>up-tick rule</i>) ve - Miktarının, geri alım yapılan haftadan önceki dört haftalık dönemde herhangi bir gün için gerçekleşen günlük ortalama işlem hacminin %25'ini aşmaması <p>hâlinde manipülasyon kapsamında değerlendirilmeyebilmektedir.</p> <p>AB'de ise 2273/2003/EC sayılı düzenleme uyarınca yalnızca sermayenin azaltılması, payla değiştirilebilir tahvil ihraçlarına ilişkin yükümlülüklerin karşılanması veya çalışanlara yapılacak ödemelerde kullanılması amacıyla sınırlı olarak gerçekleştirilen pay geri alımları AB'nin piyasa bozucu işlemler direktifinin⁵⁹ kapsamında değerlendirilmemektedir.</p> <p>Fransa düzenlemelerinde geri alım fiyatı paylar için yapılan son işlemin fiyatı veya en iyi alım teklifinden daha yüksek olamamaktadır⁶⁰. Ayrıca, geri alım miktarının, geri alım yapılan günden önceki 20 işgünlük dönemde herhangi bir gün için gerçekleşen günlük ortalama işlem hacminin %25'ini aşmaması zorunludur.</p> <p>Benzer bir sınırlama İsveç'te de bulunmakla birlikte, 20 işgünlük süre 4 hafta olarak uygulanmaktadır.</p> <p>İngiltere'de ise, geri alımdan önceki 5 işgünü süresince gerçekleşen ortalama fiyatın %105'i ile paylar için yapılan son işlemin fiyatı ve en iyi alım teklifinden yüksek olanından hangisi yüksekse geri alım fiyatının da o olması gerekmektedir.</p>

Kaynak: ABD: (Habbart ve diğerleri, a.g.e., s. 6); Fransa: (Jais ve Vidalenc, a.g.e., s. 4); İngiltere: (Grayston, a.g.e., s. 6); İsveç: (Emilsson ve Larsson, a.g.e., s. 30).

2.2.3.4. Geri Alınan Payların Elden Çıkarılması

Payların geri alımı kadar geri alınan payların elden çıkarılması da önemli bir finansman işlemi olarak değerlendirilmektedir. Yönetimin pay geri alımındaki hareket esnekliği bu payların satışında da söz konusu olup, yukarıda yer verilen piyasa bozucu eylemlere geri alınan payların satışıyla da neden olunabilmektedir. Bu nedenle, bazı ülkelerde geri alınan

⁵⁹ 2003/6/EC sayılı direktif (*Market Abuse Directive*) AB bünyesinde etkin işleyen ortak bir sermaye piyasasının düzenlenmesini amaçlamaktadır. Direktif özellikle içerden öğrenmeye bağlı bilgi suiistimali ile piyasa dolandırıcılığı suçlarının kapsamıyla ilgilenmekte, yatırımcıların kararlarına önemli rol oynama potansiyeline sahip bilginin zamanında kamuya açıklanmasına yönelik tedbirler içermektedir.

⁶⁰ Geri alıma ilişkin süre sınırlaması borsa dışında gerçekleştirilen işlemler için de geçerli bulunmaktadır.

payların şirket bünyesinde tutulup elden çıkarılmasına izin verilmemekte, iptal edilmesi şart koşulmaktadır.

Tablo 30. Şirketler hukukunda geri alınan payların elden çıkarılması

Kanada, Hong Kong ve Çin'de hâlâ geri alınan payların şirket bünyesinde bırakılmasına izin verilmemekte, iptal edilmesi zorunlu tutulmaktadır.
--

Kaynak: Çin (Zhu, *a.g.e.*, s. 9); Hong Kong: (Que, *a.g.e.*, s. 2); Kanada (Dufour, 2012, s. 4).

Geri alınan payların elden çıkarılmasına imkân tanıyan düzenlemelerde ise satışın ne şekilde yapılacağı, geri alımda geçerli olan kuralların satışa da uygulanıp uygulanmayacağı vb. hususların açıklığa kavuşturulması gerekmektedir.

Diğer taraftan, ülke düzenlemelerinde usulsüz olarak geri alınan veya belirli sınırların aşımına neden olan payların satılamaması hâlinde itfa veya iptal esaslarının da düzenlendiği görülmektedir.

ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

PAY GERİ ALIMLARINA İLİŞKİN FİNANSAL RAPORLAMA ESASLARI

3.1. PAY GERİ ALIMLARININ FİNANSAL TABLOLARA OLAN TEMEL ETKİLERİ

Finansal tabloların yatırımcıların şirketlerin finansal durumu, performansı ve nakit akışı hakkındaki temel bilgi ihtiyaçlarını karşılaması gerektiği kabul edilmektedir. Bu ihtiyacın tam olarak karşılanabilmesi için ise, bilginin güvenilir ve karşılaştırılabilir olması gerekmektedir. Bu anlamda, finansal tabloların belirli raporlama standartlarına göre hazırlanması önem taşımaktadır.

Finansal raporlamanın piyasaların verimli bir şekilde çalışmasını destekleyen önemli bir unsuru olarak görüldüğü (IFAC, 2003, s. 19) dikkate alındığında, gerek rekabetin artırılması gerekse sermaye maliyetinin azaltılması bakımından ortak finansal raporlama standartlarının üretilmesi ve ülkelerin mevzuatlarını bu standartlarla uyumlaştırması gerekliliği ön plâna çıkmaktadır.

Mevcut durumda, ABD’de geçerli olan ve Finansal Muhasebe Standartları Kurulu (FASB) tarafından oluşturulan ABD Genel Kabul Görmüş Muhasebe İlkeleri (US GAAP) ile birçok ülkede uygulama alanı bulan ve Uluslararası Muhasebe Standartları Kurulu (IASB) tarafından oluşturulan IAS/IFRS olmak üzere, finansal raporlama sistemleri ile ilgili iki temel düzenleme ekolü bulunmaktadır.

US GAAP, her bir olası senaryoya bir muhasebe uygulaması belirlemek suretiyle, her potansiyel soruna asgarî muhakeme içeren katı bir çözüm üretilmesi anlayışını benimseyen kural bazlı standartlar olarak algılanmaktadır (SEC, 2003). IAS/IFRS ise, işlemlerin şeklinden ziyade özüne odaklanılmasını, dolayısıyla piyasa dinamiklerine hızla ayak uydurulabilmesini sağlayan pratik hükümleri itibarıyla ilke bazlı bir nitelik göstermektedir.

Günümüzde, uluslararası kurum ve kuruluşlar ile yatırımcılar, uygulama birliğinin sağlanması amacıyla ortak bir raporlama dili oluşturma aracı olarak kural bazlı standartlar yerine ilke bazlı standartları tercih etmekte, ülkeler de bu tercihler doğrultusunda finansal raporlama sistemlerini **IAS/IFRS** ile uyumlu hâle getirmeye çalışmaktadır. 173 ülkeyi içeren bir araştırmaya göre bugün itibarıyla 128 ülkede borsa şirketlerinin, 106 ülkede ise borsa dışı şirketlerin **IAS/IFRS** uygulamaları zorunlu tutulmuş veya mümkün kılınmış bulunmaktadır (Deloitte, 2012).

Bu kapsamda, borsa şirketlerinin pay geri alım işlemlerine ilişkin finansal raporlama uygulamalarının **IAS/IFRS**'nin konu hakkındaki düzenlemelerine göre değerlendirilmesinin genel bir çerçeve çizilebilmesi açısından daha uygun olacağı düşünülmektedir.

IAS/IFRS, şirketlerin asgarî olarak varlık-borç-öz kaynak kurgusunu gösteren bir bilânço (*finansal durum tablosu*) ile bir öz kaynak değişim tablosu, kâr-zarar performansını gösteren bir gelir tablosu (*kâr veya zarar ve diğer kapsamlı gelir tablosu*) ve nakit yaratma kapasitesini gösteren bir nakit akış tablosu hazırlamaları şartını getirmektedir⁶¹.

Pay geri alım işlemlerinin yatırımcıların bilgi ihtiyaçlarına hizmet eden söz konusu temel finansal tablolara **IAS/IFRS** kapsamındaki etkileri bu bölümün konusunu oluşturmaktadır.

3.1.1. Geri Alınan Payların Varlık Olarak Muhasebeleştirilmesi

Piyasaya mesaj verilmesi yaklaşımı kapsamında daha önce de ifade edildiği üzere, yöneticiler pay fiyatlarının düşük değerlendirildiği kanaatinde olduklarında şirketin paylarını net bugünkü değeri sıfırdan büyük bir yatırım olarak görebilmektedir. Bu bakış açısının bir uzantısı olarak, geri alınan payların bilânçoda yatırım yapılan bir varlık gibi gösterilmesinin mümkün olduğu ileri sürülebilir. Bu gösterim, birçok ülkenin finansal raporlama düzenlemelerinde kendisine uygulama alanı bulmaktadır.

⁶¹ [IAS/TMS 1: *Para.* 9 ve 10]

IAS/IFRS'nin uygulanmadığı durumlarda⁶², şirketlerin geri alınan paylarının, aynı tutarda kısıtlanmış bir kâr yedeği⁶³ hesabı oluşturulması kaydıyla bilânçoda varlık olarak muhasebeleştirilmesi gerekmektedir. Ayrıca, geri alınan payların değerinde meydana gelen artış ve azalışların gelir tablosuyla ilişkilendirilmesi söz konusu olmaktadır⁶⁴.

Kendisine üye olan ülkelerde geçerli olan mevzuatın bir anlamda ortak paydasını temsil eden **AB** müktesebatında da aynı yaklaşım benimsenmektedir. Buna göre, **AB Dördüncü Direktifi**'nde düzenlenen bilânço formatında söz konusu ülke mevzuatları dikkate alınarak, dönen ve duran varlıklar arasına geri alınan paylar; yedekler arasına da geri alınan paylara mahsus yedekler dâhil edilmiştir⁶⁵. Ancak, **AB Dördüncü Direktifi**'nde bunun dışında geri alınan payların nasıl muhasebeleştirileceği hususunda yol gösterici bir hükme yer verilmemiş; uygulama üye ülkelerin seçimine bırakılmıştır.

Geri alınan payların şirket bilânçolarında varlık olarak gösterilmesini uygun gören üye ülke uygulamalarına bakıldığında ise, geri alınan paylara ilişkin yedeklerin, geçmiş yıl kârları **vb.** serbest yedek hesaplarından yapılan aktarımla oluşturulduğu ve ancak geri alınan paylar elden çıkarıldığında veya itfa edildiğinde çözülüp eski yedek hesaplarına geri aktarıldığı görülmektedir.

Bu işlemler sonucunda, bilânçoda, geri alınan paylara ödenen bedel kadar finansal varlık yazıldığı için varlık tarafında; serbest yedeklerden kısıtlanmış yedeklere geçişme yapıldığı için de pasif tarafında herhangi bir değişiklik olmamaktadır. Ancak, yedek olarak ayrılan fonun kullanımına getirilen kısıt, esasında bilânçoda bu tutarda bir azalış olmuşçasına önemli bir etki yaratmaktadır.

US GAAP de, geri alınan payların, ödeme plânları kapsamında çalışanlara ödenmek üzere bekletildiği veya çalışanlar için oluşturulan kâr ortaklığı plânlarına dâhil edildiği **ABD**'ye özgü bazı istisnâî durumlarda, dipnotlarda gerekli açıklamaların yapılması kaydıyla

⁶² **AB** üyesi ülkelerde EC1606/2002 ve EC1725/2003 sayılı Direktifler uyarınca borsa şirketlerinin konsolide finansal tablolarının **IAS/IFRS**'ye uygun olarak hazırlanması gerekmektedir.

⁶³ Bu yedekler, önceki dönemlerin kârından, kanun veya sözleşme kaynaklı zorunluluklar nedeniyle veya kâr dağıtımını dışındaki belli amaçlar için ayrılmış yedeklerdir.

⁶⁴ [**AB Dördüncü Direktifi**, *Md.* 31/1-c]

⁶⁵ [**AB Dördüncü Direktifi**, *Md.* 9/Assets/C/III-7 ve 9/Assets/D/III-2 ile 9/Liabilities/A/IV-2]

varlık olarak muhasebeleştirilmesine imkân tanımaktadır (Epstein ve diğerleri, 2009, s. 1002).

Ayrıca bazı kaynaklarda, IAS/IFRS’de bir varlığın ekonomik faydasının bir yükümlülüğün yerine getirilmesi şeklinde de ortaya çıkabileceği kabul edildiğinden⁶⁶, örneğin bilançodaki bir borcun ödenmesinde kullanılacağı açıkça gösterilebilen geri alınmış payların varlık olarak muhasebeleştirilebileceği ileri sürülmektedir (Kieso ve diğerleri, 2011, s. 778).

Ancak, IAS/IFRS’in bu konudaki esas yaklaşımı geri alınan payların varlık olarak muhasebeleştirilmesinin mümkün olmadığı yönündedir⁶⁷. Geri alınan payların bu şekilde değerlendirilmesi işlemin özüne uygun bulunmamakta ve IAS/IFRS’nin konu hakkındaki kavramsal çerçevesine aykırılık teşkil etmektedir⁶⁸.

IAS/IFRS’ye göre pay geri alımları şeklen şirket ile ortakları arasında gerçekleştirilen işlemler olsa da, özü itibarıyla, şirketin ortakları arasında gerçekleştirilen işlemlerdir⁶⁹. Sonuçta şirket, ortakların bir araya gelerek koydukları öz kaynak ile birtakım ortaklardan paylarını geri almakta, dolayısıyla ortaklar arasında, kalan ortakların yatırımları, satan ortakların ise ortaklıkları azalacak şekilde, karşılıklı bir işlem gerçekleştirilmiş olmaktadır.

Konuyla ilgili olarak IAS 32 - “Financial Instruments: Presentation”⁷⁰ standardı ile standarda ait uygulama rehberinde:

⁶⁶ [IAS/IFRS (TMS/TFRS) - “The Conceptual Framework for Financial Reporting” (“Finansal Raporlamaya İlişkin Kavramsal Çerçeve”), Para. 4.10.]

⁶⁷ [IFRS/TFRS 2: Basis for Conclusions BC332 ve BC333; IAS/TMS 39 AG/UR97]

⁶⁸ Ekonomik etkinin finansal tablolara doğru yansıtılabilmesi, IAS/IFRS (TMS/TFRS) - “The Conceptual Framework for Financial Reporting” (“Finansal Raporlamaya İlişkin Kavramsal Çerçeve”) standardında faydalı bilginin nitelikleri arasında sayılmış [QC/NÖ12], bir kalemin varlık veya öz kaynak tanımı kapsamında yer alıp almadığının tespitinde hukukî şekilden ziyade kalemin ekonomik anlamına bakılması gerektiği ayrıca ifade edilmiştir [Para. 4.6].

⁶⁹ [IFRS/TFRS 2: Basis for Conclusions, BC73 ve BC331].

⁷⁰ IAS/IFRS kapsamında pay geri alımlarının muhasebeleştirilmesi ilk olarak SIC 16 - “Share Capital-Reacquired Own Equity Instruments (Treasury Shares)” başlıklı yorum metnine konu edilmiştir. 1999 yılının Ocak ayında yayımlanan ve Temmuz ayında yürürlüğe giren söz konusu yorum metni 2003 yılında IAS 32 - “Financial Instruments: Presentation” standardına dâhil edilerek yürürlükten kaldırılmıştır. 2005 yılından bu yana yürürlükte olan söz konusu standardın TMS/TFRS’deki karşılığı olan ve 28.10.2006 tarih

- (1) Şirketler tarafından geri alınan payların öz kaynak grubu içerisinde öz kaynaklardan bir indirim olarak gösterileceği⁷¹,
- (2) Pay geri alım işlemleri ile geri alınan paylarla ilgili diğer işlemlerin gelir tablosuna yansıtılmayacağı⁷²,
- (3) Pay bedellerinin doğrudan öz kaynaklar içinde muhasebeleştirileceği⁷³,
- (4) Pay tutarlarının bilânçoda ayrı gösterime tâbi tutulmak veya dipnotlarda ayrıca yer verilmek suretiyle kamuya açıklanacağı⁷⁴,
- (5) Geri alınan payların hiçbir şekilde finansal varlık olarak muhasebeleştirilemeyeceği⁷⁵ ve
- (6) Şirketle arasında vekâlet ilişkisi bulunan taraflar adına geri alınan payların finansal tablolarla ilişkilendirilemeyeceği⁷⁶

ifade edilmiştir.

Anılan hükümler uyarınca, geri alınan paylar, varlık tanımının unsurları arasında sayılan ekonomik fayda girişi beklentisini⁷⁷ karşılamaması nedeniyle bilânçoda finansal varlık olarak gösterilememekte; ilgili işlemler ise, gelirin (*giderin*) varlıklardaki bir artışın

ve 26330 sayılı Resmî Gazete’de (RG) yayımlanan TMS 32 - “Finansal Araçlar: Sunum” standardına http://www.kgk.gov.tr/contents/files/TFRS_2013/TMS/TMS32.pdf linkinden ulaşılabilir.

⁷¹ [IAS/TMS 32: *Para.* 33]

⁷² [IAS/TMS 32: *Para.* 33]

⁷³ [IAS/TMS 32: *Para.* 33]

⁷⁴ [IAS/TMS 32: *Para.* 34]

⁷⁵ [IAS/TMS 32: AG/UR36]

⁷⁶ Örneğin, bir aracı kurumun aracılık sözleşmesi kapsamında müşterisinin portföyüne aracı kurumun paylarından satın alması hâlinde, aracı kurumun geri aldığı bu payları finansal tablolarıyla ilişkilendirmesi mümkün bulunmamaktadır [IAS/TMS 32: AG/UR36].

⁷⁷ IAS/IFRS (TMS/TFRS) - "The Conceptual Framework for Financial Reporting" (“Finansal Raporlamaya İlişkin Kavramsal Çerçeve”) [*Para.* 4.4 ve 4.44]

(azalışın) etkisiyle ekonomik fayda girişi (*çıkışı*) beklentisinin oluşması hâlinde tahakkuk etmesi⁷⁸ nedeniyle gelir tablosuyla ilişkilendirilememektedir.

Bu kapsamda, ekonomik etkinin finansal tablolarda doğru yansıtılabilmesi açısından geri alınan payların ve ödenen pay bedellerinin, şirket ile ortaklar arasında gerçekleştirilen ortaklık haklarıyla bağlantılı tüm işlemlerde olduğu gibi⁷⁹, öz kaynakla ilişkilendirilmesi gerekmektedir⁸⁰. Buna göre, pay geri alım işlemi sonucunda ihraç edilmiş bulunan pay sayısında bir değişiklik olmamakla birlikte, dolaşımdaki pay sayısı ve öz kaynak toplamı düşmektedir.

3.1.2. Geri Alınan Payların Öz Kaynaktan İndirim Olarak Muhasebeleştirilmesi

IAS/IFRS uyarınca, geri alınan payların bilânçoda varlık olarak değil öz kaynaklardan indirilerek gösterilmesi, dolayısıyla geri alım işlemleri sonucunda bilânçonun hem varlık (*nakit çıkışı nedeniyle*) hem de öz kaynak (*geri alınan payların gösterimi nedeniyle*) tarafında küçülmesi gerekmektedir.

Diğer taraftan, **IAS/IFRS** geri alım işlemleriyle ilgili bilginin bilânçoda veya dipnotlarda ayrı açıklamaya tâbi tutulmasını zorunlu tutmakla birlikte, muhasebeleştirmenin nasıl yapılacağı hususunda genel ilkelere yer vermekle yetinmekte, muhasebeleştirmede kullanılacak yöntemleri düzenleyici otoritelere ve finansal tablo hazırlayan kesimlere bırakmaktadır. Örneğin, **IAS/IFRS**'de şirketler tarafından geri alınan payların öz kaynaktan hangi baz (*adet/tutar*) esas alınarak düşüleceği veya geri alınan paylar ve ilgili işlem tutarlarının hangi kalemler kullanılarak muhasebeleştirileceği açıkça ifade edilmemiştir. **US GAAP** ise konuyla ilgili uygulama kurallarını detaylı bir şekilde düzenlemektedir (Epstein ve Jermakowicz, 2008, s. 696).

⁷⁸ **IAS/IFRS (TMS/IFRS)** - "The Conceptual Framework for Financial Reporting" ("Finansal Raporlamaya İlişkin Kavramsal Çerçeve") [*Para.* 4.47 ve 4.49]

⁷⁹ Şirket ile ortaklar arasında gerçekleştirilen ortaklık haklarıyla bağlantılı işlemlere kâr dağıtımı ve sermaye artırımı örnek olarak gösterilebilir. Geri alım işleminin kâr dağıtımının bir alternatifi olması ve teknik anlamda sermaye artırımının tersi sonuçlar doğurması, ortaklık haklarıyla bağlantısına işaret etmektedir.

⁸⁰ **IAS/IFRS**'nin benimsediği bu yaklaşım **US GAAP** uygulamalarıyla da paralellik arz etmektedir. Konuyla ilgili **US GAAP**'in kodu 505.30 olup, metnine <https://law.resource.org/pub/us/code/bean/fasb.html/fasb.505.2011.html> linkinden ulaşılabilir.

Söz konusu uygulama kuralları kapsamında pay geri alım işlemleri, maliyet yöntemi, nominal değer yöntemi ve geri çekilmiş sayma yöntemi olmak üzere üç yöntem takip edilerek muhasebeleştirilebilmekte olup, her üç yöntemde de geri alınan paylar ve ilgili işlemler öz kaynakla ilişkilendirildiği için **IAS/IFRS** uyarınca kabul edilebilir yöntemler olarak değerlendirilmektedir (Stickney ve diğerleri, 2009, s. 678). Geri alım işlemlerinin etkilerinin finansal tablolarda standart bir açıklama yönteminin (*bilânço, öz kaynak değişim tablosu veya dipnotlar*) düzenlenmemiş olmamasının da bu yöntemlerin **IAS/IFRS** kapsamında uygulanabilirliğini gösterdiği düşünülmektedir. Bununla birlikte, söz konusu yöntemler, muhasebeleştirmede kullanılan hesap kalemleri itibarıyla birbirinden ayrılmaktadır.

3.1.2.1. Maliyet Yöntemi

Maliyet yönteminin temel özelliği, geri alınan paylar daha önce ihraç edildiğinde oluşturulmuş bulunan klâsik hesapları (*sermaye, pay ihraç primi*) etkilememesidir. Bu yaklaşım geri alım işleminin, özünde ortaklararası bir işlem olması özelliğiyle tutarlılık arz etmektedir (Flood, 2014, s. 576). Bir başka deyişle, pay geri alımı ve geri alınan payların satışı işlemleri kullanılan hesaplar bakımından aynı muameleye tâbi tutulmakta, geri alınan payların ihracına ilişkin ilk hesaplar aynen muhafaza edilmektedir.

Yöntemde klâsik hesapların kullanımı yerine, geri alınan paylara mahsus yeni bir öz kaynaktan indirim kalemi yaratılmakta ve geri alınan paylar alış maliyeti üzerinden bu hesaba kaydedilmektedir.

Geri alınan payların daha sonra tekrar satışından elde edilen kayıp/kazançların öz kaynaktan muhasebeleştirilmesinde ise geri alınan paylar, alış maliyetinden yüksek bir fiyatla elden çıkarılıyorsa, sanki yeni bir pay ihracı yapılmış gibi, geri alınan paylara mahsus bir pay ihraç primi hesabı alacaklandırılmaktadır. Payların alış maliyetinden düşük bir fiyatla elden çıkarılması hâlinde de, daha önceden açılmışsa söz konusu hesap borçlandırılmakta, açılmamışsa veya aşan kısım varsa ilgili tutarlar geçmiş yıl zararı olarak kaydedilmektedir.

Diğer taraftan, birden fazla işlemle pay geri alımı yapılmışsa, bu payların elden çıkarılması aşamasında doğru kayıtların yapılabilmesi için ilk giren ilk çıkar, ortalama gibi uygun yaklaşımlarla, alınan ve satılan paylar arasında tahminî veya daha sık takip yapılmak suretiyle birebir ilişki kurulması gerekmektedir.

3.1.2.2. Nominal Değer Yöntemi

Nominal değer yönteminde de, maliyet yönteminde olduğu gibi geri alınan paylara özgü bir öz kaynaktan indirim kalemi yaratılmakta; ancak, geri alınan paylar bu hesaba nominal değeriyle kaydedilmektedir. Alış maliyeti ile nominal değer arasındaki fark ise bu paylar ihraç edildiğinde muhasebeleştirilmiş bulunan öz kaynak hesaplarıyla ilişkilendirilmektedir. Buna göre, alış bedeli geri alınan payların ilk ihracında elde edilen bedelden fazla ise, genel pay ihraç primleri hesabı ilgili tutar borçlandırıldıktan sonra kalan kısım için geçmiş yıl zararı hesabı çalıştırılmakta; az ise, genel pay ihraç primleri hesabı borçlandırılıp, geri alınan paylara özgü bir pay ihraç primi hesabı alacaklandırılmaktadır.

Diğer taraftan, geri alınan paylar elden çıkarıldığında, bu paylar ilk defa ihraç edildiği gibi muhasebeleştirme yapılmaktadır. Yöntem bu yönüyle de maliyet yönteminden ayrılmaktadır; çünkü, maliyet yönteminde, geri alınan payların satışında yalnızca geri alım işlemlerine özgü hesaplar işletilirken, nominal değer yönteminde paylar yeniden ihraç ediliyormuş gibi değerlendirme yapılmaktadır.

Nominal değer yönteminin uygulanabilmesi için geri alınan paylarla ilgili ilk ihraç bilgilerinin elde edilebilir olması zorunludur.

3.1.2.3. Geri Çekilmiş Sayma Yöntemi

Geri çekilmiş sayma yönteminin nominal değer yönteminden tek farkı geri alınan payların nominal değerinin, öz kaynakta yeni açılan bir hesap kullanılmak yerine, paylar iptal ediliyormuş gibi doğrudan mevcut sermaye hesabından indirilmek suretiyle düşülmesidir. Bu nedenle, şirket yönetiminin geri alınan payları makul bir süre zarfında

elden çıkarma niyetinin olmadığı veya ilgili ülke düzenlemelerinin geri alınan payların itfasını/iptalini zorunlu kıldığı durumlara münhasır bir yaklaşım olarak algılanmaktadır (Bragg, 2010, s. 1006).

3.1.3. Yöntemlerin Uygulanması

Pay geri alımlarıyla bağlantılı işlemlerin ekonomik etkilerinin daha somut olarak ortaya konabilmesi amacıyla, geri alım işlemlerine ilişkin muhasebeleştirme ve sunum uygulamalarının kapsamlı bir örnek⁸¹ üzerinden gösterilmesinde fayda görülmektedir.

BpCom A.Ş. yönetim kurulu tarafından 19.03.2013 tarihinde ikincil halka arz çalışmaları kapsamında şirketin çıkarılmış sermayesinin ₺500.000.000'lik kayıtlı sermaye tavanı içerisinde, tamamı nakden karşılanmak üzere ₺40.000.000'den ₺240.000.000'ye yükseltilmesine karar verilmiştir. Nominal değeri ₺1 olan payların halka arz fiyatı ₺2 olarak tespit edilmiştir. Halihazırda şirket yönetim kurulunun genel kurul tarafından onaylanmış bir pay geri alım programı çerçevesinde geri alım yapma yetkisi de bulunmaktadır.

Sermaye Piyasası Kurulu'nun (SPK) izahname onayını müteakip bedelli sermaye artırımına yönelik işlemler 14.04.2013 tarihinde başlamış ve aynı gün tamamlanmıştır. Aynı tarihte şirket tarafından yapılması gereken sermaye artırımına ilişkin muhasebe kayıtları aşağıdaki gibidir:

⁸¹ Örnek uygulama, Borsa İstanbul A.Ş. (BİST) nezdinde gerçekleştirilen işlemlerden esinlenmek ve SPK tarafından belirlenip 2013/19 sayılı SPK Bülteni ile ilan edilen finansal tablo formatlarındaki hesap kalemi isimlerinden istifade edilmek suretiyle yazar tarafından geliştirilmiştir. Tatil günleri, vergi ve işlem maliyetleri göz ardı edilmiştir. Bununla birlikte, IAS/IFRS (TMS/TFRS), şirketlerin pay ihraç veya pay geri alım işlemlerinde katlandığı tescil ve diğer mevzuata dayalı ücretler, yasal, mali ve diğer profesyonel danışmanlık ücretleri, basım maliyetleri ve damga vergileri gibi çeşitli maliyetlerin, doğrudan bu işlemlere atfedilebilen, aksi halde katlanılmasına gerek olmayan ek maliyetler olması hâlinde, öz kaynaktan indirilerek muhasebeleştirileceğine hükmetmiştir [IAS/TMS 32: Para. 37].

İkincil halka arz kapsamında bedelli pay ihracı kayıtları

İşlem	Borç (bin ₺)	Alacak (bin ₺)
Nakit ve Nakit Benzerleri	400.000	
Ödenmiş Sermaye		200.000
Paylara İlişkin Primler/İskontolar		200.000

3.1.3.1. Payların Geri Alınması

Dolaşımdaki paylar ilk ihraçlarına nazaran düşük veya yüksek bir fiyattan geri alınabilmektedir. İstisnaî de olsa payların nominal değerinin altında işlem gördüğü zamanlarda geri alım çok daha düşük bir fiyattan yapılabilmektedir.

Örnek olayda şirket, geri alım işlemini farklı zamanlarda ve farklı fiyatlar üzerinden parçalı bir şekilde yapmaktadır. Bu gibi durumlarda, doğru muhasebe kayıtlarının yapılabilmesi için, geri alınan payların satışında söz konusu paylardan hangi kısmının elden çıkarıldığının uygun tahmin yöntemleriyle veya birebir takip edilmiş olması gerekmektedir.

Bu kapsamda, şirket geri alınan paylarını takibinde “ilk giren ilk çıkar” yöntemini kullanmayı tercih etmektedir.

3.1.3.1.1. Payların ihraç bedelinden yüksek bir maliyetle geri alımı

Yönetim kurulu, sermaye artırımını sonrasındaki dönemde dolaşımdaki pay adedi 240.000.000’a ulaşan şirketin paylarının 100.000.000 adedini ₺2,5’den geri aldığını ertesi gün (02.05.2013) Kamuyu Aydınlatma Platformu (KAP) açıklamasıyla kamuya duyurmuştur. Aşağıda 01.05.2013 tarihinde şirketin pay geri alım işlemlerini bir önceki bölümde yer verilen üç farklı yöntemi uygulayarak nasıl muhasebeleşirmesi gerektiği görülmektedir:

İhraç bedelinden yüksek bir maliyetle pay geri alımı kayıtları

İşlem	Maliyet Yöntemi		Nominal Değer Yöntemi		Geri Çekilmiş Sayma Yöntemi	
	Borç (bin ₺)	Alacak (bin ₺)	Borç (bin ₺)	Alacak (bin ₺)	Borç (bin ₺)	Alacak (bin ₺)
Nakit ve Nakit Benzerleri		250.000		250.000		250.000
Ödenmiş Sermaye					100.000	
Geri Alınmış Paylar (-)	250.000		100.000			
Paylara İlişkin Primler/İskontolar			100.000		100.000	
Geçmiş Yıllar Kârları/Zararları			50.000		50.000	

Yukarıdaki kayıtlardan da görüleceği üzere, maliyet yönteminde ikincil halka arzda oluşturulan öz kaynak hesap kalemleri muhafaza edilmiş ve geri alınan paylara mahsus olarak açılan yeni bir hesaba alış maliyetiyle (₺250.000.000) kayıt yapılmıştır. Nominal değer yönteminde de söz konusu yeni hesap kullanılmış; ancak, bu defa hesaba geri alınan payların nominal değeri (₺100.000.000) kaydedilmiştir. Kullanılan diğer hesaplar ise ikincil halka arzda oluşturulan klâsik öz kaynak hesaplarıdır. Bunun için öncelikle, geri alınan paylara ait ilk ihraçta kaydedilmiş bulunan ihraç primleri hesabının borçlandırılması; alış bedelinin (₺250.000.000) ikincil halka arzda geri alınan paylara tekabül eden toplam ihraç bedelinden $[₺100.000.000 \text{ (nominal değer)} + ₺100.000.000^{82} \text{ (geri alınan paylara tekabül eden ihraç primi)} = ₺200.000.000]$ fazla olması nedeniyle de, aradaki fark için ayrıca ilâveten geçmiş yıl zararı kaydı yapılması gerekmektedir. Geri çekilmiş sayma yönteminde ise, nominal değer yönteminden farklı olarak geri alınan payların nominal değeri sermaye hesabından düşülmüştür. Üç yöntemden bağımsız olarak, dolaşımdaki pay sayısının 140.000.000 adede düştüğünün hatırlatılmasında fayda görülmektedir.

⁸² Bu tutar halka arz fiyatı (₺2) ile nominal değer (₺1) arasındaki farkın (₺1) geri alınan payların nominal değeriyle (₺100.000.000) çarpımı sonucunda elde edilmektedir.

3.1.3.1.2. Payların ihraç bedelinden düşük, nominal değerinden yüksek bir maliyetle geri alımı

Aradan geçen süre zarfında şirket paylarının piyasadaki gidişatından memnun olmayan yönetim, pay fiyatının desteklenebilmesi amacıyla şirketin paylarının 10.000.000 adedini ₺1,5’den geri almış ve bu işlemi 05.05.2013 tarihinde **KAP**’ta açıklamıştır. İşleme ilişkin muhasebe kayıtları aşağıdaki gibidir:

İhraç bedelinden düşük, nominal değerinden yüksek bir maliyetle pay geri alımı kayıtları

İşlem	Maliyet Yöntemi		Nominal Değer Yöntemi		Geri Çekilmiş Sayma Yöntemi	
	Borç (bin ₺)	Alacak (bin ₺)	Borç (bin ₺)	Alacak (bin ₺)	Borç (bin ₺)	Alacak (bin ₺)
Nakit ve Nakit Benzerleri		15.000		15.000		15.000
Ödenmiş Sermaye					10.000	
Geri Alınmış Paylar (-)	15.000		10.000			
Paylara İlişkin Primler/İskontolar			10.000		10.000	
Geri Alınan Paylara İlişkin Primler/İskontolar ⁸³				5.000		5.000

Görüldüğü gibi, payların ihraç bedelinden daha düşük bir fiyattan geri alınması hâlinde maliyet yönteminin işleyişinde herhangi bir farklılık bulunmamakta; ancak, nominal değer ve geri çekilmiş sayma yöntemlerinde, bir önceki muhasebe kaydı örneğinde geçmiş yıl zararıyla ilişkilendirilen farkı temsil eden ₺5.000.000 $[(10.000.000 * (2 - 1,5))]$, bu defa maliyet yönteminde kullanılan ve geri alınan paylara ait olduğu açıkça belirtilen bir pay ihraç primi hesabına alacak olarak kaydedilmektedir. Bunun sebebi, bir pay ihracıyla ilişkilendirilen hesaplara hiçbir şekilde kârı artıran bir kayıt yapılmasının mümkün olmamasıdır. Mevcut durumda, dolaşımdaki pay sayısı 130.000.000 adede düşmüş bulunmaktadır.

⁸³ Bu kalem **SPK**’nın finansal tablo formatlarında yer almamakta olup **yazar** tarafından isimlendirilmiştir.

3.1.3.1.3. Payların nominal bedelinden düşük bir maliyetle geri alımı

Paylardaki şiddetli düşüşün devam ettiğini gören yönetim geri alım işlemlerine devam etme niyetindedir. Bu kapsamda, dolaşımdaki payların yine 10.000.000 adedi ₺0,5'ten geri alınmış ve ilgili açıklama ertesi gün (10.05.2013) **KAP** açıklanmıştır. Bu işlem ise aşağıdaki gibi kayıtlara yansıtılmaktadır:

Nominal bedelinden düşük bir maliyetle pay geri alımı kayıtları

İşlem	Maliyet Yöntemi		Nominal Değer Yöntemi		Geri Çekilmiş Sayma Yöntemi	
	Borç (bin ₺)	Alacak (bin ₺)	Borç (bin ₺)	Alacak (bin ₺)	Borç (bin ₺)	Alacak (bin ₺)
Nakit ve Nakit Benzerleri		5.000		5.000		5.000
Ödenmiş Sermaye					10.000	
Geri Alınmış Paylar (-)	5.000		10.000			
Paylara İlişkin Primler/İskontolar			10.000		10.000	
Geri Alınan Paylara İlişkin Primler/İskontolar				15.000		15.000

Payların nominal veya ihraç bedelinden düşük bir fiyattan geri alınması yukarıdaki kayıtlardan da anlaşılacağı gibi muhasebe kayıtlarına aynı şekilde etki etmektedir. Dikkat çekici olan husus, bir önceki örnekte geri alınan paylara ilişkin olanlar da dâhil olmak üzere primler/iskontolar hesabının nette ₺5.000 (~~₺10.000-₺5.000~~) eksilmesine karşılık, bu örnekte aynı tutarda (~~₺15.000-₺10.000~~) artmasıdır. Bir başka deyişle, yapılan geri alım işlemleri sonucunda ilk ihraca ilişkin prim hesabında gerekli düzeltmeler yapılmaktadır.

Son durum itibarıyla şirket sermaye artırımında bu yana farklı fiyatlardan toplam 3 adet geri alım işlemi yapmış ve şirketin dolaşımdaki pay sayısı 120.000.000 adede gerilemiştir.

3.1.3.2. Geri Alınan Payların Elden Çıkarılması

Yönetim yapılan geri alımların miktarının mevzuatta belirlenen sınırlamaları aştığını fark etmiş ve geri alınan payların bir kısmını elden çıkarmaya karar vermiştir. Şirket geri

alınan paylarını takibinde “ilk giren ilk çıkar” yöntemini kullandığından, elden çıkarma işlemlerinde ilk olarak geri alınan 100.000.000 adet payla ilgili hesaplamaların göz önünde bulundurulması gerekmektedir.

Geri alım işleminde olduğu gibi, geri alınan payların satışının muhasebeleştirilmesinde işlem fiyatı belirleyici rol oynamaktadır.

3.1.3.2.1. Payların geri alım bedelinden yüksek bir bedelle elden çıkarılması

Şirketin 20.05.2013 tarihli **KAP** açıklamasında geri alınan paylarının altıda birinin (20.000.000 adet) 19.05.2013 tarihinde ₺3'den elden çıkarıldığı bilgisine yer verilmiştir. Söz konusu işleme ilişkin muhasebe kayıtlarına aşağıda yer verilmektedir:

Payların geri alım bedelinden yüksek bir bedelle elden çıkarılmasına ilişkin kayıtlar

İşlem	Maliyet Yöntemi		Nominal Değer Yöntemi		Geri Çekilmiş Sayma Yöntemi	
	Borç (bin ₺)	Alacak (bin ₺)	Borç (bin ₺)	Alacak (bin ₺)	Borç (bin ₺)	Alacak (bin ₺)
Nakit ve Nakit Benzerleri	60.000		60.000		60.000	
Ödenmiş Sermaye						20.000
Geri Alınmış Paylar (-)		50.000		20.000		
Paylara İlişkin Primler/İskontolar				40.000		40.000
Geçmiş Yıllar Karları/Zararları						
Geri Alınan Paylara İlişkin Primler/İskontolar		10.000				

Yukarıdaki kayıtlardan ilk olarak, maliyet ve nominal değer yönteminde açılmış bulunan geri alınan paylara ilişkin hesabın; geri çekilmiş sayma yönteminde⁸⁴ ise, sermaye hesabının altıda bir tutarında ters kayıtla kapatılması sonucunda, dolaşımdaki pay sayısının 140.000.000 adede ulaştığı anlaşılabilmektedir. Geri alınan payların 20.000.000 adede tekabül eden altıda birinin satış bedelinin (₺60.000.000) geri alım bedelinden

⁸⁴ Geri alınan payların satışının söz konusu olduğu durumlarda esasen şirket tarafından geri çekilmiş sayma yönteminin uygulanmış olması yöntemin amacıyla çalışmakla birlikte, yönteme bu örnekte diğer yöntemlerle karşılaştırılabilmesi amacıyla yer verilmesinde fayda görülmüştür.

(₺50.000.000) yüksek olması nedeniyle, maliyet yönteminde aradaki fark (₺10.000.000) ilk ihraçta ihraç primi kaydı yapılmış gibi, geri alınan paylara ait olduğu açıkça belirtilen bir pay ihraç primi hesabına kaydedilmektedir. Bu şekilde, payların ilk ihracında açılmış bulunan hesaplar muhafaza edilmiş; daha da önemlisi, satışa konu edilen geri alınmış paylara ilişkin bilginin ilk ihraç edilen paylara ilişkin bilgiden ayrıştırılarak kolayca takip edilebilmesi sağlanmış olmaktadır. Diğer taraftan, nominal değer yönteminde, geri alınan payların nominal değerinde gerekli düzeltme yapıldıktan sonra satış bedeli (₺60.000.000) ile nominal değer (₺20.000.000) arasındaki fark (₺40.000.000) yeni bir pay ihracından ziyade aynı paylar yeniden ihraç ediliyormuş gibi muamele görmekte ve ilk ihraç işleminde olduğu gibi klâsik pay ihraç primi hesabına kaydedilmektedir. Geri çekilmiş sayma yönteminde ise, geri alınan paylarla ilgili düzeltme işlemi nominal değer yönteminden farklı olarak sermaye hesabında yapılmaktadır.

3.1.3.2.2. Payların geri alım bedelinden düşük, ihraç bedelinden yüksek bir bedelle elden çıkarılması

02.06.2013 tarihinde **KAP**'ta yapılan açıklamada, şirket nezdinde bulundurulmaya devam eden geri alınmış payların beşte birinin (20.000.000 adet) daha, ancak bu defa ₺2,3'den satıldığı ifade edilmiştir. Aşağıdaki kayıtlar, bu işlemin 01.06.2013 tarihli muhasebe kayıtlarına nasıl yansıtılacağını göstermektedir:

Payların, geri alım bedelinden düşük, ihraç bedelinden yüksek bir bedelle elden çıkarılmasına ilişkin kayıtlar

İşlem	Maliyet Yöntemi		Nominal Değer Yöntemi		Geri Çekilmiş Sayma Yöntemi	
	Borç (bin ₺)	Alacak (bin ₺)	Borç (bin ₺)	Alacak (bin ₺)	Borç (bin ₺)	Alacak (bin ₺)
Nakit ve Nakit Benzerleri	46.000		46.000		46.000	
Ödenmiş Sermaye						20.000
Geri Alınmış Paylar (-)		50.000		20.000		
Paylara İlişkin Primler/İskontolar				26.000		26.000
Geçmiş Yıllar Karları/Zararları						
Geri Alınan Paylara İlişkin Primler/İskontolar	4.000					

Görüldüğü üzere, payların geri alım bedelinden düşük bir fiyatla elden çıkarılması sonucunda maliyet yönteminde, 20.000.000 adet paya ait satış bedeli (₺46.000.000) ile geri alım bedeli (₺50.000.000) arasındaki fark (₺4.000.000) daha önce oluşturulmuş bulunan geri alınan paylara ait pay ihraç primi hesabından düşülmektedir. Nominal değer yönteminde ise, geri alınan payların ilk ihraç bedelinin üzerindeki bir fiyatla satışına bağlı olarak söz konusu 20.000.000 adet paya ait ilk ihraç bedeli (₺40.000.000) ile satış bedeli (₺46.000.000) arasındaki fark (₺6.000.000) kadar ilave ihraç primi yaratılabilmektedir. Dolaşımdaki pay sayısı ise mevcut durumda 160.000.000 adede ulaşmıştır.

3.1.3.2.3. Payların ihraç bedelinden düşük, nominal değerinden yüksek bir bedelle elden çıkarılması

Piyasadaki dalgalanmaya istinaden şirket paylarının fiyatında düşüşler gözlemlenmiş ve 15.06.2013 tarihinde **KAP**'ta yapılan açıklamadan, şirket nezdinde kalan geri alınmış payların 1/4'ünün (20.000.000 adet), ₺1,5'den satılmak durumunda kaldığı öğrenilmiştir. Bu işlemin 14.06.2013 tarihli muhasebe kayıtlarındaki etkileri aşağıdaki gibidir:

Payların, ihraç bedelinden düşük, nominal değerinden yüksek bir bedelle elden çıkarılmasına ilişkin kayıtlar

İşlem	Maliyet Yöntemi		Nominal Değer Yöntemi		Geri Çekilmiş Sayma Yöntemi	
	Borç (bin ₺)	Alacak (bin ₺)	Borç (bin ₺)	Alacak (bin ₺)	Borç (bin ₺)	Alacak (bin ₺)
Nakit ve Nakit Benzerleri	30.000		30.000		30.000	
Ödenmiş Sermaye						20.000
Geri Alınmış Paylar (-)		50.000		20.000		
Paylara İlişkin Primler/İskontolar				10.000		10.000
Geçmiş Yıllar Karları/Zararları	14.000					
Geri Alınan Paylara İlişkin Primler/İskontolar	6.000					

Yukarıdaki kayıtlardan geri alınan payların ihraç bedelinden düşük bir fiyatla elden çıkarılmasının maliyet yönteminde geçmiş yıl zararını artırmasına neden olduğu

gözlemlenmektedir. Maliyet yönteminde bu etkinin (₺14.000.000) oluşmasının sebebi geri alım işlemlerinin ilk ihraçta oluşturulan hesaplarla ilişkilendirilmemesidir. Bir başka deyişle, şirketi zarara uğratabilecek satışların mevcut öz kaynak fonlarıyla karşılanabilme imkânı bulunmamaktadır. Bu yöntemde, daha önce oluşturulmuş bulunan geri alınan paylara ait pay ihraç primi hesabındaki bakiye tutar kullanıldıktan sonra aşan kısım geçmiş yıllar zararı olarak değerlendirilmektedir. Bu işlem sonucunda dolaşımdaki pay sayısı 180.000.000 adede ulaşmıştır.

3.1.3.2.4. Payların nominal değerinden düşük bir bedelle elden çıkarılması

Piyasalarda yaşanan aşağı yönlü hareketin had safhaya ulaştığı bu dönemde şirketinkiler de dâhil olmak üzere birçok pay nominal değerinin altında işlem görmeye başlamıştır. Şirket 20.06.2013 tarihinde **KAP**'ta, geri alınmış bakiye payların 1/3'ünün (20.000.000 adet) ₺0,5'den satıldığını duyurmuştur. Aşağıda 19.06.2013 tarihli muhasebe kayıtları yer almaktadır:

Payların, nominal değerinden düşük bir bedelle elden çıkarılmasına ilişkin kayıtlar

İşlem	Maliyet Yöntemi		Nominal Değer Yöntemi		Geri Çekilmiş Sayma Yöntemi	
	Borç (bin ₺)	Alacak (bin ₺)	Borç (bin ₺)	Alacak (bin ₺)	Borç (bin ₺)	Alacak (bin ₺)
Nakit ve Nakit Benzerleri	10.000		10.000		10.000	
Ödenmiş Sermaye						20.000
Geri Alınmış Paylar (-)		50.000		20.000		
Paylara İlişkin Primler/İskontolar						
Geçmiş Yıllar Karları/Zararları	40.000		10.000		10.000	
Geri Alınan Paylara İlişkin Primler/İskontolar						

Geri alınan payların nominal değerinin de altında elden çıkarılması sonucunda her üç yöntemde de geçmiş yıl zararı olduğu anlaşılmaktadır. Maliyet yönteminde bu etkinin (₺40.000.000) daha da belirgin olmasının sebebi yukarıda açıklanmıştır. Nominal değer ve geri çekilmiş sayma yöntemlerinde ise, nominal değer altında bir satış yapılmasına

istinaden artık ihraç primi yazılma imkânı kalmadığından geçmiş yıl zararı hesabını kullanma gereği ortaya çıkmıştır.

3.1.3.3. Geri Alınan Payların İtfa Edilmesi

Şirket, nezdinde bulunan paylarının yarısını (20.000.000 adet) itfa kararını 25.06.2013 tarihinde **KAP**'ta açıklamış ve bu kararını 27.06.2013 tarihinde uygulamıştır. Aşağıdaki muhasebe kayıtları üç yöntem itibarıyla itfa işleminin etkilerini göstermektedir:

Payların itfa edilmesine ilişkin kayıtlar

İşlem	Maliyet Yöntemi		Nominal Değer Yöntemi		Geri Çekilmiş Sayma Yöntemi	
	Borç (bin ₺)	Alacak (bin ₺)	Borç (bin ₺)	Alacak (bin ₺)	Borç (bin ₺)	Alacak (bin ₺)
Nakit ve Nakit Benzerleri						
Ödenmiş Sermaye	20.000		20.000			
Geri Alınmış Paylar (-)		50.000		20.000		
Paylara İlişkin Primler/İskontolar	20.000					
Geçmiş Yıllar Karları/Zararları	10.000					
Geri Alınan Paylara İlişkin Primler/İskontolar						

Yapılan işlemler sonucunda maliyet ve nominal değer yöntemlerinde sermaye hesabı düzeltilmiş; ancak, geri çekilmiş sayma yönteminde zaten payların baştan geri çekildiği/itfa edildiği varsayıldığı için ilâve bir düzeltme yapılmasına gerek kalmamıştır. Ayrıca, maliyet yönteminde, itfa söz konusu olduğundan ilk defa bu aşamada orijinal öz kaynak hesaplarına kayıt yapılmasına ihtiyaç duyulmuştur. Buna göre, 20.000.000 adede tekabül eden aynı tutardaki pay ihraç primi itfaya istinaden hesaptan düşülmüş, kalan fark ise geçmiş yıl zararına kaydedilmiştir.

Sonuç olarak şirket ilk geri alım işlemine ait 100.000.000 adet payını elden çıkararak/itfa ederek yasal sınırlamalara uyum sağlamış; ikinci ve üçüncü geri alım işlemlerine ait 20.000.000 adet payını ise bünyesinde bırakmıştır.

3.1.4. Yöntemlerin Kıyaslanması

Geri alım işlemleri finansal tablolara temel olarak öz kaynaklardaki değişim anlamında etki etmektedir. Bu nedenle, yukarıda yer verilen geri alım, elden çıkarma ve itfa işlemlerinin tek bir tabloda birikimli olarak gösterilmesinin öz kaynaktaki toplam etkinin değerlendirilmesine daha fazla imkân tanıyacağı düşünülmektedir:

Tablo 31. Öz kaynak hesaplarında gerçekleşen değişiklikler

İşlem	Maliyet Yöntemi	Nominal Değer Yöntemi	Geri Çekilmiş Sayma Yöntemi
	(+/-) (bin ₺) bölüm no	(+/-) (bin ₺) bölüm no	(+/-) (bin ₺) bölüm no
Ödenmiş Sermaye	- 20.000 (3.1.3.3.)	- 20.000 (3.1.3.3.)	- 100.000 (3.1.3.1.1.) - 10.000 (3.1.1.2.) - 10.000 (3.1.3.1.3.) + 20.000 (3.1.3.2.1.) + 20.000 (3.1.3.2.2.) + 20.000 (3.1.3.2.3.) + 20.000 (3.1.3.2.4.)
Geri Alınmış Paylar (-)	- 250.000 (3.1.3.1.1.) - 15.000 (3.1.3.1.2.) - 5.000 (3.1.3.1.3.) + 50.000 (3.1.3.2.1.) + 50.000 (3.1.3.2.2.) + 50.000 (3.1.3.2.3.) + 50.000 (3.1.3.2.4.) + 50.000 (3.1.3.3.)	- 100.000 (3.1.3.1.1.) - 10.000 (3.1.3.1.2.) - 10.000 (3.1.3.1.3.) + 20.000 (3.1.3.2.1.) + 20.000 (3.1.3.2.2.) + 20.000 (3.1.3.2.3.) + 20.000 (3.1.3.2.4.) + 20.000 (3.1.3.3.)	
Paylara İlişkin Primler/İskontolar	-20.000 (3.1.3.3.)	- 100.000 (3.1.3.1.1.) - 10.000 (3.1.3.1.2.) - 10.000 (3.1.3.1.3.) + 40.000 (3.1.3.2.1.) + 26.000 (3.1.3.2.2.) + 10.000 (3.1.3.2.3.)	- 100.000 (3.1.3.1.1.) - 10.000 (3.1.3.1.2.) - 10.000 (3.1.3.1.3.) + 40.000 (3.1.3.2.1.) + 26.000 (3.1.3.2.2.) + 10.000 (3.1.3.2.3.)
Geçmiş Yıllar Karları/Zararları	- 14.000 (3.1.3.2.3.) - 40.000 (3.1.3.2.4.) - 10.000 (3.1.3.3.)	- 50.000 (3.1.3.1.1.) - 10.000 (3.1.3.2.4.)	- 50.000 (3.1.3.1.1.) - 10.000 (3.1.3.2.4.)
Geri Alınan Paylara İlişkin Primler/İskontolar	+ 10.000 (3.1.3.2.1.) - 4.000 (3.1.3.2.2.) - 6.000 (3.1.3.2.3.)	+ 5.000 (3.1.3.1.2.) + 15.000 (3.2.1.3.)	+ 5.000 (3.1.3.1.2.) + 15.000 (3.2.1.3.)
Öz kaynaktaki Toplam Etki	- 124.000	- 124.000	- 124.000

Tablo 31'den de görülebileceği gibi, hangi yöntem kullanılırsa kullanılsın öz kaynaktaki yaratılan birikimli etki bakımından herhangi bir farklılık oluşmamakta; üç yöntemi birbirinden yalnızca işleme bakış açıları ve muhasebeleştirmede kullanılan hesap kalemleri ayırmaktadır.

Buna göre, maliyet yönteminde, geri alınan payların geri çekilmeyeceği varsayımından hareketle, paylara ait orijinal öz kaynak hesaplara dokunulmayıp geri alınan paylara özel geçici nitelikteki hesaplarla muhasebeleştirme yapılması esastır. Nominal değer ve geri çekilmiş sayma yöntemlerinde ise, payların geri çekileceği varsayımından hareketle, paylara ait orijinal öz kaynak hesapları kullanılarak muhasebeleştirme yapılmakta, nominal değer yönteminde farklı olarak geri alınan paylara ilişkin hesap kaleminin orijinal hesaplardan ayrıştırılması sağlanmaktadır. Bu nedenle, nominal değer ve geri çekilmiş sayma yöntemleri anlayış bakımından benzerlik göstermektedir. Maliyet yönteminde benimsenen bakış açısının farklılığı ise Tablo 31’de belirgin bir şekilde ortaya çıkmaktadır. Payların itfa edilmesinin söz konusu olması hâlinde örneğin nominal değer yönteminde yapılması gereken tek işlem sermaye hesabının geri alınan paylarla kapatılması; maliyet yönteminde, geri alınan paylara ilişkin orijinal kayıtların ilk defa kullanılmasından kaynaklanan bir düzeltme işlemi yapılmaktadır.

3.2. PAY GERİ ALIMLARININ FİNANSAL TABLOLARA OLAN DİĞER ETKİLERİ

Pay geri alımları, çalışanlara yapılan ödemelerde kullanılması, şirketin nakit durumunu ilgilendirmesi, menfaat çatışmalarına sebep olabilmesi ve pay başına kazanç oranını etkilemesi vb. nedenlerle etkisi öz kaynaklarla sınırlı olmayan önemli işlemlerdir.

Bu nedenle, pay geri alımlarının IAS/IFRS kapsamındaki temel etkilerinin, IFRS 2 - “Share-based Payment”⁸⁵, IAS 7 - “Statement of Cash Flows”⁸⁶, IAS 24 - “Related Party

⁸⁵ IFRS 2 - “Share-based Payment” standardının TMS/TFRS’deki karşılığı olan ve 31.03.2006 tarih ve 26125 sayılı RG’de yayımlanan TFRS 2 - “Hisse Bazlı Ödemeler” standardına http://www.kgk.gov.tr/contents/files/TFRS_2013/TFRS/TFRS27.pdf linkinden ulaşılabilir.

⁸⁶ IAS 7 - “Statement of Cash Flows” standardının TMS/TFRS’deki karşılığı olan ve 18.01.2005 tarih ve 25704 sayılı RG’de yayımlanan TMS 7 - “Nakit Akış Tabloları” standardına http://www.kgk.gov.tr/contents/files/TFRS_2013/TMS/TMS7.pdf linkinden ulaşılabilir.

Disclosures”⁸⁷ ve IAS 33 - “Earnings Per Share”⁸⁸ standartları kapsamındaki diğer etkileriyle birlikte değerlendirilmesinde fayda görülmektedir.

Ayrıca, pay geri alım işlemleri şirketin kendisinin yanı sıra bağlı ortaklıkları tarafından da gerçekleştirilebilmektedir. Bu durumda bağlı ortaklık tarafından geri alınan paylar şirket tarafından geri alınmış kabul edilmektedir. Ancak, geri alım işlemlerinin finansal tablolara olan etkilerinin konsolide finansal tablolar açısından farklı boyutları olabilmektedir. Bu nedenle, yukarıda yer verilen standartlara ilâve olarak IFRS 10 - “Consolidated Financial Statements”⁸⁹ standardının da dikkate alınması gerekmektedir.

3.2.1. Geri Alınan Payların Pay Bazlı Ödemelerde Kullanılması

Yöneticilerin teşvik edilmesi yaklaşımı çerçevesinde, pay geri alım işlemlerinin en önemli nedenlerinden birisi de geri alınan payların şirketin başta yöneticileri olmak üzere çalışanlarına yapılan ödemelerde kullanılmasıdır. Çalışanlara pay veya pay opsiyonları şeklinde yapılan ödemeler günümüzde, şirketlerin kurumsal yönetim kurgusunda çalışanların şirkete olan bağlılıklarının artırılmasında önemli bir rol oynamaktadır.

İşlemlerin giderek artan önemi, IAS/IFRS’in bu konunun başlı başına ayrı bir standartta incelenmesini gerektirmiş ve 2004 yılında yayımlanan IFRS 2 - “Share-based Payment” standardıyla bu alandaki boşluk giderilmiştir. Buna göre, şirketlerin; çalışanlarından, kendilerine pay olarak yapılan ödemeler karşılığında hizmet aldığı veya çalışanlarından aldığı hizmetler karşılığında şirket paylarının değeri üzerinden nakit ödeme yapma yükümlülüğüne girdiği işlemleri⁹⁰ bu standart uyarınca muhasebeleştirilmesi gerekmektedir.

⁸⁷ IAS 24 - “Related Party Disclosures” standardının TMS/TFRS’deki karşılığı olan ve 31.12.2005 tarih ve 26040 sayılı RG’de yayımlanan TMS 24 - “İlişkili Taraf Açıklamaları” standardına http://www.kgk.gov.tr/contents/files/TFRS_2013/TMS/TMS24.pdf linkinden ulaşılabilir.

⁸⁸ IAS 33 - “Earnings Per Share” standardının TMS/TFRS’deki karşılığı olan ve 28.03.2006 tarih ve 26122 sayılı RG’de yayımlanan TMS 33 - “Hisse Başına Kazanç” standardına http://www.kgk.gov.tr/contents/files/TFRS_2013/TMS/TMS33.pdf linkinden ulaşılabilir.

⁸⁹ IFRS 10 - “Consolidated Financial Statements” standardının TMS/TFRS’deki karşılığı olan ve 28.10.2011 tarih ve 28098 sayılı RG’de yayımlanan TFRS 10 - “Konsolide Finansal Tablolar” standardına http://www.kgk.gov.tr/contents/files/TFRS_2013/TFRS/TFRS10.pdf linkinden ulaşılabilir.

⁹⁰ Standartta her iki işlem de pay bazlı ödeme olarak sınıflandırılmaktadır. Ancak, çalışanlardan alınan hizmetlerin karşılığının işlemlerin ilkinde pay olarak aynen (*equity-settled share-based payments*);

Pay geri alımları ise söz konusu işlemlerden ilki kapsamında değerlendirilmektedir. Çalışanlarına pay opsiyonu yazmış bir şirketin, opsiyon kullanımının söz konusu olduğu bir durumda, yeni pay ihraç etmek yerine paylarını piyasadan geri alarak çalışanlarına ödemesi bu işlemlere bir örnek olarak verilebilir. Şirketler, yeni ihraç edilen paylarla yapılan ödemelerinin **PBK** oranı üzerindeki sulandırıcı etkisinin önüne geçebilmek amacıyla çalışanlarına geri alım yaparak pay ödemeyi tercih edebilmektedir.

Diğer taraftan, geri alınan payların muhasebeleştirilmesinde benimsenen öz kaynaktan indirme yöntemi, çalışanlara payla yapılan ödemelerde belli koşulların ortaya çıkması hâlinde de kullanılmaktadır. Ayrıca, ödeme plânları kapsamında çalışanlara ödenen payların şirket tarafından yeniden geri alınması da söz konusu olabilmekte; bu durumda, geri alım için ödenen bedeller giderleştirilmeyip öz kaynakla ilişkilendirilmektedir⁹¹.

Tablo 32. Örnek muhasebe uygulaması: çalışanlara yapılan ödemeler ve geri alınan paylar

BpCom A.Ş.'de 2010 yılının başında bir yöneticiye, 3 senelik hizmetini tamamlaması şartıyla pay başına ₺33'den 10.000 adet pay ödemesi yapılmasına karar verilmiştir.			
IFRS 2/TFRS 2 uyarınca, çalışanlardan alınan hizmetlerin, payların gerçeğe uygun değeri dikkate alınarak, pay bazlı ödemenin yapılmasına karar verildiği tarih itibarıyla ölçülmesi ve ölçümlenen bu tutarın hak ediş dönemi boyunca giderleştirilecek asgarî tutarı teşkil etmesi gerekmektedir ⁹² .			
Yıl	İşlem	Borç (bin ₺)	Alacak (bin ₺)
2010	Genel Yönetim Giderleri	110.000	
	Geçmiş Yıllar Kârları/Zararları		110.000
Pay bazlı ödemenin yapılmasına karar verildiği tarihi itibarıyla, 3 yıl sürecek hak ediş döneminin sonunda yapılması plânlanan toplam ₺330.000 ($₺33 \times 10.000$) ödemenin birinci yıla tekabül eden kısmı ₺110.000 ($₺330.000 \times 1/3$) olarak hesaplanmıştır. Giderleştirilen bu tutar aynı zamanda bir öz kaynak hesabıyla ilişkilendirilmiştir ⁹³ .			

ikincisinde ise payların gerçeğe uygun değeri dikkate alınarak nakden (*cash-settled share-based payments*) ödenmesi söz konusudur [IFRS/TFRS 2: Appendix A/Ek A].

⁹¹ [IFRS/TFRS 2: Para. 29]

⁹² [IFRS/TFRS 2: Para. 27]

⁹³ Bu öz kaynak hesabının ne olması gerektiği hususunda standart herhangi bir belirleme yapmamaktadır. Bazı ülkelerde pay bazlı ödemelere ait olduğu açıkça belirlenmiş bir yedek hesabı kullanılmakta, bu hesap yükümlülük ifa edildiğinde sermaye, diğer yedekler veya geçmiş yıllar kârları/zararları ile kapatılmaktadır. Bazı ülkelerde ise işlemin en başında geçmiş yıllar/kâr zararları hesabı kullanılmaktadır (PwC, 2011, s. 32). Bu örnekte **SPK** tarafından belirlenen finansal tablo formatlarında pay bazlı ödemelere mahsus bir yedek hesabına yer verilmediğinden basitlik açısından geçmiş yıllar kârları/zararları hesabının kullanılması tercih edilmiştir.

Şayet bu dönemde yaşanan birtakım gelişmeler sonucunda çalışanlara nakit ödeme yapılması gereği doğarsa aşağıdaki kaydın yapılması gerekecektir:

Yıl	İşlem	Borç (bin ₺)	Alacak (bin ₺)
2010	Geçmiş Yıllar Kârları/Zararları	110.000	
	Genel Yönetim Giderleri	220.000	
	Nakit ve Nakit Benzerleri		330.000

Buna göre, pay olarak ödenmesi kararlaştırılan bir plânda süreç içinde nakdî ödeme yapılması şeklinde bir değişiklik yapılırsa işlem geri alımların muhasebeleştirilmesinde olduğu gibi öz kaynaktan indirilerek kayıtlara yansıtılmaktadır. Bu indirim ancak yükümlülüğün geri alınan payların değerini aşmadığı tutar kadar yapılabilmekte; aşan tutar giderleştirilmektedir⁹⁴.

Bununla birlikte, böyle bir durum yaşanmamış ve plâna aynen devam edilmiştir.

2011 yılının sonunda şirketin pay fiyatı ₺25'e düşmüştür. Bunun üzerine ödeme plânına hak ediş döneminin sonunda 10.000 adet pay yerine bu payların değerine tekabül eden tutarda nakit ödeme seçeneği de getirilerek yöneticinin tercihinin bırakılmıştır.

Yıl	İşlem	Borç (bin ₺)	Alacak (bin ₺)
2011	Genel Yönetim Giderleri	110.000	
	Geçmiş Yıllar Kârları/Zararları		110.000
	Geçmiş Yıllar Kârları/Zararları	166.667	
	Çalışanlara Sağlanan Faydalar Kapsamında Borçlar		166.667

Yukarıdaki ilk kayıt hak ediş dönemine kadar yapılması gereken asgarî pay bazlı ödeme kaydını; ikinci kayıt ise ödeme plânında yapılan değişikliğe bağlı olarak pay ödemesinden nakdî ödemeye geçişi ifade etmektedir⁹⁵. Buna göre, geçiş tarihindeki pay fiyatı dikkate alınarak plânın başından bu yana kadar hesaplanan ₺166.667 ($₺25 * 10.000 * 2/3$) öz kaynaktan alınarak nakit ödemelere ilişkin bir yükümlülük hesabına borç kaydedilmektedir.

2012 yılının sonunda pay fiyatı ₺22 olarak gerçekleşmiştir.

Yıl	İşlem	Borç (bin ₺)	Alacak (bin ₺)
2012	Genel Yönetim Giderleri	110.000	
	Geçmiş Yıllar Kârları/Zararları		26.667
	Çalışanlara Sağlanan Faydalar Kapsamında Borçlar		83.333
	Çalışanlara Sağlanan Faydalar Kapsamında Borçlar	30.000	
	Esas Faaliyetlerden Diğer Gelirler		30.000

⁹⁴ [IFRS/TFRS 2: Para. 28]

⁹⁵ [IFRS/TFRS 2: Para. 30-33]

Hak ediş döneminin sonunda ₺330.000 tutarındaki asgarî giderin son kısmı da kaydedilmiş; ancak, bu defa ₺110.000'lik tutar öz kaynak ve yükümlülük olarak iki ayrı parçaya ayrılarak muhasebeleştirilmiştir. Bunun sebebi, nakdî ödeme seçeneğinin en baştan bu yana geçerli olduğu kabul edilerek hak ediş dönemi sonunda toplam yükümlülük tutarının doğru hesaplanabilmesidir. Buna göre, plânın başından bu yana toplam yükümlülük, geçiş tarihindeki pay fiyatı dikkate alındığında ₺250.000 ($₺25 \times 10.000$) olarak hesaplanmaktadır. Dolayısıyla son dönemde bakiye ₺83.333 ($₺250.000 - ₺166.667$) öz kaynaktan yükümlülüğe aktarılarak toplamda ₺330.000 giderin ₺80.000 ($₺110.000 + ₺110.000 - ₺166.667 + ₺26.667$)'i öz kaynakta, ₺250.000 ($₺166.667 + ₺83.333$)'i yükümlülükte muhasebeleştirilmiş olmaktadır. Bununla birlikte, her dönemin sonunda yükümlülüğün yeniden ölçülmesi gerektiğinden hak ediş dönemi sonundaki ₺22 pay fiyatı esas alınarak yükümlülük için ₺30.000 [$(₺25 - ₺22) \times 10.000$] tutarında ilâve bir düzeltme kaydı yapılmaktadır.

Yöneticinin ödemesini pay olarak almak; şirketin de bu yükümlülüğünü geri alınan paylarla ifa etmek istediği durumda aşağıdaki kayıt yapılarak ödeme plânına ilişkin muhasebeleştirme işlemleri tamamlanmaktadır.

Yıl	İşlem	Borç (bin ₺)	Alacak (bin ₺)
2012	Çalışanlara Sağlanan Faydalar Kapsamında Borçlar	220.000	
	Geri Alınmış Paylar (-)		220.000

Diğer taraftan, şartlar gereği çalışana ödenen söz konusu payların (örneğin ₺24 fiyattan) geri alınması hâlinde ise aşağıdaki kaydın yapılması gerekmektedir:

Yıl	İşlem	Borç (bin ₺)	Alacak (bin ₺)
2012	Geri Alınmış Paylar (-) ⁹⁶	220.000	
	Genel Yönetim Giderleri	20.000	
	Nakit ve Nakit Benzerleri		240.000

Böylece, geri alınan payların değeri kadar daha az giderleştirme yapılması sağlanmıştır.

Kaynak: IFRS 2-Implementation Guidance.

3.2.2. Pay Geri Alımı İşlemlerinin Nakit Akış Tablosunda Sunulması

Nakit akış tablosu, bir şirketin değişen piyasa koşullarına karşı nakit üretme kabiliyetinin değerlendirilmesinde rol oynayan önemli bilgiler sağlamaktadır⁹⁷. Bu nedenle, IAS 7 - "Statement of Cash Flows" standardında şirketlerin bu tabloyu hazırlamaları zorunlu tutulmuştur⁹⁸.

⁹⁶ Basitlik açısından geri alınan paylar maliyet yöntemiyle muhasebeleştirilmiştir.

⁹⁷ [IAS/TMS 7: Para. 4]

⁹⁸ [IAS/TMS 7: Para. 3]

Söz konusu standart uyarınca bir raporlama dönemine ait nakit akışlarının işletme, yatırım ve finansman faaliyetlerine dayalı bir biçimde sınıflandırılarak raporlanması gerekmektedir⁹⁹.

Şirketler gelir getirici ana faaliyetleriyle iştigal ederek işletme faaliyetlerinden; ileride kendisine nakit akışı yaratacak varlıklara yatırım yaparak yatırım faaliyetlerinden; bunların gerçekleştirilebilmesi için gerekli olan kaynağı temin ederek finansman faaliyetlerinden nakit akışı elde etmektedir.

Bu kapsamda, pay geri alımına bağlı nakit akışlarının finansman faaliyetlerinden kaynaklanan nakit akışı başlığı altında sınıflandırılarak sunulması gerektiği ifade edilmektedir¹⁰⁰.

Diğer taraftan, çalışanlara yapılan ödemelerden kaynaklanan nakit çıkışlarının işletme faaliyetlerinden kaynaklandığı kabul edilse de¹⁰¹, geri alınan payların çalışanlara verilerek ödeme yükümlülüğünün yerine getirilmesine kadarki süre zarfında, pay geri alımı için yapılmış bulunan nakit çıkışlarının finansman faaliyetinden kaynaklandığı değerlendirilmektedir (Ernst&Young, 2013, Bölüm.38/4.4.5.).

3.2.3. Geri Alınan Payların Pay Başına Kazanç Oranını Etkilemesi

Pay geri alımlarının yapılmasının en önemli gerekçelerinden birisi, **PBK** oranının artırılması suretiyle piyasaya şirketle ilgili belli mesajların verilmek istenmesidir.

PBK oranı konuya ilişkin **IAS 33** - “Earnings Per Share” standardında, şirketin kazanç veya zararının (*pay*) ilgili döneme ait pay sayısının zaman ağırlıklı ortalamasına (*payda*) bölünmesiyle hesaplanan finansal bir oran olarak tanımlanmıştır¹⁰². Esas itibarıyla oranın “payda” kısmına odaklanan¹⁰³ standarda göre amaç, paydada, sermaye tutarını temsil

⁹⁹ [IAS/TMS 7: Para. 10]

¹⁰⁰ [IAS/TMS 7: Para. 17].

¹⁰¹ [IAS/TMS 7: Para. 14]

¹⁰² [IAS/TMS 33: Para. 10].

¹⁰³ [IAS/TMS 33: Para. 1].

eden payların adedinde dönem boyunca değişiklik olma olasılığının doğru bir şekilde yansıtılabilesidir.

Söz konusu standart uyarınca, **PBK** oranının hesaplanmasında oranın paydasının, dönem içinde yapılan geri alım işlemleri nedeniyle dolaşımdaki pay adedinin azaldığı göz önünde bulundurularak düzeltilmesi¹⁰⁴ gerekmektedir. Bu düzeltmenin paydayı teşkil eden ağırlıklı ortalama pay sayısını azaltacağı; karşılığında da, **PBK** oranını artıracığı açıktır.

Diğer taraftan pay geri alımlarının **PBK** oranının paydası üzerindeki etkilerinin adı ve sulandırılmış pay sayısı bakımından farklı boyutları bulunmaktadır.

3.2.3.1. Geri Alınan Payların Adı Pay Başına Kazanç Oranına Etkisi

IAS 33/TMS 33 uyarınca adı pay sayısının ağırlıklı ortalamasının hesaplanabilmesi için, dönem başındaki adı pay sayısının dönem içinde geri alınan adı pay sayısının zaman ağırlıklı etkilerine göre düzeltilmesi gerekmektedir.

Tablo 33. Örnek muhasebe uygulaması: pay geri alımının adı **PBK oranı üzerindeki etkileri**

BpCom A.Ş.'nin dönem başında (01.01.2013) dolaşımdaki pay sayısı 100.000 adettir. Şirket dönem içinde (01.09.2013) 10.000 adet payını geri almıştır. Dönem sonunda (31.12.2013) şirket ₺200.000 net dönem kârı elde etmiştir.			
	Dolaşımdaki Pay Sayısı (A)	Dolaşımda Bulunma Zamanı (B)	A*B
1.1.2013 itibarıyla pay sayısı	100.000	12/12	100.000
Geri alınan pay sayısı (1.9.2013)	(10.000)	4/12	(3.333)
Zaman ağırlıklı ortalama pay sayısı (31.12.2013)			96.667
Şirketin geri alım yaptığı tarihten dönem sonuna kadar geçen süre zarfında dolaşımdaki adı pay sayısında meydana gelen azalmanın aslında tüm dönem için ne kadar etki ettiğinin tespit edilmesi gerekmektedir. Buna göre, normalde 12 ay boyunca dolaşımda bulunması beklenen 100.000 adet (100.000*12/12) pay, geri alımın dolaşımdaki pay sayısında yarattığı 4 aylık azalmanın tüm döneme olan 3.333 adetlik (10.000*4/12) etkisiyle 96.667 adede düşmektedir.			

¹⁰⁴ [IAS/TMS 33: Para. 20].

Bu hesaplama aşağıdaki şekilde de yapılabilmektedir:

	Dolaşımdaki Pay Sayısı (A)	Dolaşımda Bulunma Zamanı (B)	A*B
1.1.2013 itibarıyla pay sayısı	100.000	8/12	66.667
Geri alım sonrası pay sayısı (1.9.2013)	90.000	4/12	30.000
Zaman ağırlıklı ortalama pay sayısı (31.12.2013)			96.667

Geri alım işlemleri sonucunda **PBK** oranında artış yaşanmakla birlikte, geri alınan payların zaman ağırlıklı etkisi dikkate alınmadan yapılacak bir **PBK** oranı hesaplaması yanlış sonuç verecektir. Bu uygulama aşağıda gösterilmektedir:

	Net Dönem Kârı	Dolaşımdaki Adı Pay Sayısı	PBK
Geri alım öncesi	200.000	100.000	2
Geri alım sonrası			
Zaman Ağırlıksız		90.000	2,22
Zaman Ağırlıklı		96.667	2,07

Kaynak: IAS 33-Illustrative Examples.

3.2.3.2. Geri Alınan Payların Sulandırılmış Pay Başına Kazanç Oranına Etkisi

Sulandırılmış **PBK** oranı, şirketin adı **PBK** oranının sulandırma potansiyeli olan adı paylara göre düzeltilmesiyle hesaplanmaktadır. Potansiyel adı paylar, yalnızca anılan payların adı paylara dönüşümünün **PBK** oranını azaltması durumunda, sulandırma etkisine sahiptir¹⁰⁵.

Potansiyel adı paylar, sahibine adı paya sahip olma hakkı vermekle birlikte hâlihazırda mevcut olmadıkları (*örneğin, ihraç edilmedikleri için*) için adı paylar arasında yer almamaktadır. Söz konusu paylara örnek olarak, pay opsiyonları ve varantlar, paya dönüştürülebilir finansal araçlar, koşula bağlı olarak ihraç edilebilen paylar ve ödemesi adı pay alımı veya nakit ile yapılabilen sözleşmeler verilebilir (Alper ve P. Arsoy, 2009, s. 63).

¹⁰⁵ [IAS/TMS 33: Para. 43].

Şirketler tarafından çalışanlarına ödeme plânları kapsamında pay opsiyonları yazılabilmektedir. Bu opsiyonlar adı payların dönem içindeki ortalama piyasa fiyatının ilgili opsiyonun kullanım değerini aşması durumunda, bir başka deyişle, kârda olmaları durumunda adı **PBK** oranını sulandırma etkisine sahip olmaktadır. Bu nedenle, şirketlerin **PBK** oranını, sulandırma etkisi olan opsiyonların kullanıldığını farz ederek ayrıca hesaplaması gerekmektedir¹⁰⁶. Buna göre, dönem içinde opsiyonların içerdiği adı pay sayısı ile opsiyonun kullanımına bağlı olarak ortalama piyasa fiyatından ihraç edilmiş sayılan adı pay sayısı arasındaki fark, bedelsiz olarak ihraç edilmiş adı paylar olarak kabul edilmektedir¹⁰⁷.

Tablo 34. Örnek muhasebe uygulaması: pay geri alımının sulandırılmış **PBK oranı üzerindeki etkileri**

BpCom A.Ş.'nin dönem başında (01.01.2013) dolaşımdaki pay sayısı 500.000 adettir. Şirket çalışanları için hazırladığı ödeme plânı kapsamına 100.000 adet pay içeren pay opsiyonlarını da dâhil etmiştir. Dönem boyunca ortalama pay fiyatı ₺20 olarak gerçekleşmiştir. Pay opsiyonlarının kullanım fiyatı ise ₺15'dir. Dönem sonunda (31.12.2013) şirket ₺1.200.000 net dönem kârı elde etmiştir. **PBK** oranı aşağıdaki gibi hesaplanmaktadır.

Net Dönem Kârı	Dolaşımdaki Pay Adedi	Adı PBK	Sulandırılmış PBK
1.200.000	500.000	2,4	
	525.000		2,29

İlk hesaplama opsiyonun sulandırıcı etkisi olup olmadığına bakılmaksızın adı **PBK** oranının tespitine yönelik basit bir işlemle ibarettir. İkinci hesaplama ise, sulandırma potansiyeli olan adı payları içeren opsiyonların dikkate alınması suretiyle yapılmaktadır. Dönem sonunda opsiyonların kullanım fiyatının payların piyasa fiyatından düşük olması nedeniyle opsiyonlar kârda (*in-the-money*) olduklarından kullanılacağına varsayılması gerekmektedir. Buna göre, opsiyonlar kullanıldığında şirketin yükümlülüğünü yerine getirebilmesi için karşılığında pay ihracı yapması beklenmektedir. Örnekte, şirketin ₺1.500.000 (100.000*₺15) değerinde opsiyon kullanımı karşılığında yapacağı sermaye artırımının miktarı 75.000 (₺1.500.000/₺20) adet olarak hesaplanmaktadır. Sulandırılmış **PBK** oranının hesabında bu miktarın piyasadan geri alınıp çalışanlara verileceği kabulüyle hareket edilmektedir¹⁰⁸. Böylece, esasında 100.000 adet adı pay içeren pay opsiyonları 75.000 adet kadar azaltılarak 25.000 miktarında bedelsiz pay ihracı yapılmış gibi muamele yapılmak suretiyle adı pay sayısı 525.000 (500.000+100.000-75.000) olarak hesaplanmaktadır.

¹⁰⁶ [IAS/TMS 33: Para. 32/(b)].

¹⁰⁷ [IAS/TMS 33: Para. 45].

¹⁰⁸ Bu yöntem ironik bir şekilde "treasury stock method" olarak adlandırılmaktadır. Bu bakımdan geri alımlar, bir finansman işlemi olmalarının yanı sıra muhasebeleştirme yöntemlerine isim vermek suretiyle de geniş bir uygulama alanı bulmaktadır.

Sonuç olarak, şirketin adı **PBK** oranı pay opsiyonlarının sulandırıcı etkisiyle düşmektedir. Birçok şirket tarafından da bu düşüşün tersine çevrilmesi amacıyla pay geri alımı yapılmakta ve geri alınan paylarla opsiyonlarının sulandırıcı etkisinin giderilmesine çalışılmaktadır¹⁰⁹.

Kaynak: IAS 33-Illustrative Examples.

3.2.4. Geri Alım İşlemlerinin İlişkili Taraflarla Yapılması

Şirketin yöneticileri, hâkim ortakları, grup şirketleri **vb.** ilişkili taraflarla yaptığı işlemler ticaret hayatının bir parçasını oluştursa da, asimetrik bilgilendirmenin de bir kaynağı olarak görülmektedir. Bu nedenle, ilişkili taraflarla olan ilişkilerin ve işlemlerin şirketin maruz kaldığı risklerin değerlendirilebilmesi amacıyla kamuya açıklanması önem arz etmektedir¹¹⁰.

IAS 24 - “Related Party Disclosures” standardı bu anlamda, payların şirketin ilişkili taraflarından¹¹¹ geri alınması hâlinde, geri alınan paylarla ilgili açıklamaların, ilişkili taraflara yönelik açıklamaları da kapsamını¹¹² gerektirmektedir.

İlişkili taraflarla yapılan pay geri alımı işlemlerine, şirketin kendi paylarını bağlı ortaklığından, bedelli, bedelsiz, rehin veya alacaklarının karşılığı olarak geri alması veya şirketin üst yönetimine yapılacak ödemelerde kullanılmak amacıyla geri alım yapılması örnek verilebilir.

Bu gibi durumlarda, ilişkili tarafla ilgili bilgiler ile ilişkinin niteliğinin ve içeriğinin geri alınan pay tutarları **vb.** standart bilgilere ilâveten ayrıca açıklanması zorunludur.

¹⁰⁹ Apple (<http://mystockoptions.typepad.com/blog/2012/03/apples-stock-plans-at-heart-of-its-big-announcement-on-repurchase-program-and-dividends-.html>), Google
(<http://allthingsd.com/20091111/google-plans-750m-buyback-to-offset-admob-dilution/>), BP
(http://articles.chicagotribune.com/2012-11-17/business/sns-rt-us-bp-buybackbre8ah016-20121117_1_bp-plans-record-criminal-penalties-bp-plc) pay geri alım programlarında geri alınım pay opsiyonlarının **PBK** oranında neden olduğu sulandırıcı etkinin giderilmesi amacını taşıdığı kamuya açıklayan şirketler arasında yer almaktadır.

¹¹⁰ [IAS/TMS 24: Para. 8].

¹¹¹ [IAS/TMS 24: Para. 13-24].

¹¹² [IAS/TMS 32: Para. 34].

3.2.5. Konsolide Finansal Tablolarda Geri Alınan Paylar

3.2.5.1. Bağlı Ortaklığın Ana Ortaklığın Paylarını Geri Alması

Bağlı ortaklıkların¹¹³ şirket paylarını satın almaları grup açısından şirketin kendi paylarını geri alması hükmünde¹¹⁴ olup, konsolide olmayan¹¹⁵ finansal tablolara yönelik olarak yapılan tüm değerlendirmeler, geri alım işlemlerinin konsolide finansal tablolara olan etkileri açısından da geçerlidir.

3.2.5.1. Bağlı Ortaklığın Kendi Paylarını Geri Alması

Bağlı ortaklıkların kendi paylarını geri almaları, özünde ana ortaklığın bağlı ortaklıktaki haklarında gerçekleşen bir değişimi ifade etmekte; bir başka deyişle, ana ortaklığın bağlı ortaklık nezdindeki kontrol gücü olmayan payları satması anlamına gelmektedir (Bellandi, *a.g.e.*, s. 152). Buna göre, bir ana ortaklığın bağlı ortaklığındaki kontrol gücünü artırmanın bir yolunun “bağlı ortaklığının kendi paylarını geri almalarını sağlamak” olduğu söylenebilir. IAS/IFRS de, bir şirketin kendi paylarını, ortağı olan bir başka şirketin kontrol gücü elde edebilmesi amacıyla geri alması hâlinde, bu işlemi IFRS - 3 “Business Combinations”¹¹⁶ standardı kapsamında birleşme olarak nitelendirmektedir¹¹⁷.

Bağlı ortaklığın kendi paylarını geri alması hâlinde, konsolide finansal tabloların hazırlanması sürecinde, ana ortaklığın bağlı ortaklığının öz kaynaklarındaki haklarının pay geri alımından önceki ve sonraki değerinin karşılaştırılması ve aradaki fark tespit

¹¹³ IFRS 10 - “Consolidated Financial Statements” standardı uyarınca bağlı ortaklık, ana ortaklık tarafından kontrol edilen şirketi ifade etmektedir [IFRS/IFRS 10: Appendix/Ek A].

¹¹⁴ [IAS/TMS 32: Para. 33]

¹¹⁵ Konsolide olmayan finansal tablolara IAS 27 - “Separate Financial Statements” standardında düzenlenen ve konsolide finansal tablo hazırlamakla yükümlü şirketler tarafından hazırlanan bireysel finansal tablolar da dâhildir. [IAS/TMS 27: Para. 4]. Bu standardın TMS/IFRS’deki karşılığı olan ve 28.10.2011 tarih ve 28098 sayılı RG’de yayımlanan TMS 27 - “Bireysel Finansal Tablolar” standardına http://www.kgk.gov.tr/contents/files/TFRS_2013/TMS/TMS27.pdf linkinden ulaşılabilir.

¹¹⁶ IFRS 2 - “Business Combinations” standardının TMS/IFRS’deki karşılığı olan ve 31.03.2006 tarih ve 26125 sayılı RG’de yayımlanan TFRS 3 - “İşletme Birleşmeleri” standardına http://www.kgk.gov.tr/contents/files/TFRS_2013/TFRS/TFRS3.pdf linkinden ulaşılabilir.

¹¹⁷ [IFRS/IFRS 3: Para. 43]

edilmek suretiyle bağı ortaklık yatırımının kayıtlı değerinde ve öz kaynaklarında bu fark kadar düzeltme yapılması gerekmektedir.

Tablo 35. Örnek muhasebe uygulaması: bağı ortaklığın geri aldığı paylarının konsolide tablolara etkisi

Ana ortaklık konumundaki BpCom A.Ş., sermayesini temsil eden 100.000 adet payının %70'ine sahip olduğu bir bağı ortaklığı 20.000 adet payını ₺80.000'den geri almış ve pay geri alımından önce bağı ortaklığın öz kaynaklarının makul değerini ₺300.000 olarak hesaplamıştır.

İşlem	Borç (bin ₺)	Alacak (bin ₺)
Geçmiş Yıllar Kârları/Zararları	17.500	
Finansal Yatırımlar		17.500

Pay geri alımından sonraki dönemde şirketin bağı ortaklıktaki pay oranının %87,5'a¹¹⁸ çıkması; bağı ortaklığın öz kaynaklarının makul değerinin ise, ₺220.000'e¹¹⁹ düşmesi nedeniyle, konsolide finansal tablolar hazırlanırken şirkete ait öz kaynakların ve bağı ortaklık yatırımının kayıtlı değerinde (₺17.500)¹²⁰ tutarında düzeltme yapılması gerekmektedir¹²¹.

Kaynak: (Fischer ve diğerleri, 2012, s. 448)

¹¹⁸ [Pay geri alımından önce sahip olunan pay adedi (70.000)] / [Pay geri alımından sonra sahip olunan pay adedi (80.000)].

¹¹⁹ [Bağı ortaklığın öz kaynaklarının pay geri alımından önceki makul değeri (₺300.000)] - [Pay geri alımı için ödenen bedelin makul değeri (₺80.000)].

¹²⁰ [Pay geri alımı sonrasında ana ortaklığın bağı ortaklıktaki haklarının makul değeri (₺220.000 * %87,5 = ₺192.500)] - [Pay geri alımı öncesinde ana ortaklığın bağı ortaklıktaki haklarının makul değeri (₺300.000 * %70 = ₺210.000)].

¹²¹ Bu düzeltme ana ortaklığa ait öz kaynağın (pay ihraç primi ve/veya geçmiş yıllar zararı) borçlandırılması, konsolidasyon sırasında elimine edilecek bağı ortaklık yatırımının kayıtlı değerinin de alacaklandırılması şeklinde yapılacaktır. Farkın pozitif çıkması hâlinde ise ana ortaklığın öz kaynaklarında pay ihraç primi hesabında düzeltme yapılması söz konusu olmaktadır.

DÖRDÜNCÜ BÖLÜM

TÜRKİYE’DE PAY GERİ ALIMLARI

4.1. YASAL DÜZENLEMELER

Şirketlerin¹²² kurumsal yapısı, kurumsal yönetimi ve kurumsal finansmanı ile ilgili “şirketler hukuku” hükümleri, Türk hukuk sisteminde “ticaret hukuku” bünyesinde düzenlenmektedir. Bu anlamda, pay geri alımlarına ilişkin düzenlemelerin kaynağı Türk Ticaret Kanunu’dur (**TTKn**).

Eski Türk Ticaret Kanunu’nda (**ETTKn**) yer alan birçok hükümlerle şirketin sermayesinin ve malvarlığının, dolayısıyla da alacaklıların korunması anlayışını ön plânda tutan bir yaklaşım sergilenmiştir. Örneğin sermayenin taahhüt edilmiş olması¹²³, nominalden düşük bir değerle pay ihraç edilememesi¹²⁴, temettünün ancak kâr ve yedeklerden dağıtılabilmesi¹²⁵, aynî sermayenin bilirkişi marifetiyle tespit ettirilmesi¹²⁶, sermayeye faiz ödenmemesi¹²⁷ gibi hükümler malvarlığının alacaklıların güvencesi olan sermayenin altına düşmesini önlemek amacıyla düzenlenmiştir (**Çelikaş, a.g.e., s. 133**). Bu nedenle, **ETTKn**’de pay geri alımları uzun yıllar istisnâ bir uygulama olarak değerlendirilmiştir.

Kıta Avrupası şirketler hukukuna özgü bu muhafazakâr yaklaşım, pay geri alımlarının sermaye piyasalarında şirketlerin finansman ihtiyaçlarının giderilmesinde sunabileceği imkânlar dikkate alınarak terk edilmeye başlanmıştır. **SPK** tarafından 01.09.2009 tarihinde alınan bir kararla, **ETTKn**’de yer alan istisnâ hükümlere istinaden payları borsada işlem gören aracı kurumlar ve yatırım ortaklıklarıyla sınırlı olmak üzere belirli

¹²² Ticaret hukukunda anonim, limited ve sermayesi paylara bölünmüş komandit şirket sermaye şirketi sayılmaktadır [**YTTKn, Md. 124/2**]. Sermaye şirketlerine ilişkin hükümler **YTTKn**’nin Ticaret Şirketleri başlıklı ikinci kitabının 4, 5 ve 6. kısımlarında yer almaktadır.

¹²³ **ETTKn, Md. 285/(1)**

¹²⁴ **ETTKn, Md. 186/(2)**

¹²⁵ **ETTKn, Md. 469/(1),(2); Md. 458; Md.470/(2)**

¹²⁶ **ETTKn, Md. 289/(2)**

¹²⁷ **ETTKn, Md. 470/(1)**

esaslarla pay geri alımı yapılabilmesine yönelik düzenleme yapılmış ve borsada pay geri alım işlemlerine 2010 yılı itibarıyla başlanmıştır.

Diğer taraftan, mevzuatı **AB** müktesebatıyla uyumlaştırma çalışmaları sonucunda hazırlanan ve pay geri alımı düzenlemelerini bu kapsamda değiştiren Yeni Türk Ticaret Kanunu (**YTTKn**) 14.02.2011 tarihinde yayımlanmış; ancak, kanunun yürürlük tarihi 01.07.2012 olarak tespit edilmiştir.

Bu süre zarfında **SPK**, **YTTKn**'nin henüz yürürlüğe girmemiş olmasına bağlı olarak hukuken tartışmalı bir şekilde önceki kararını 10.08.2011 tarihli bir başka kararıyla değiştirmiş ve pay geri alımı uygulamasını tüm borsa şirketlerini kapsayacak şekilde genişletmiştir.

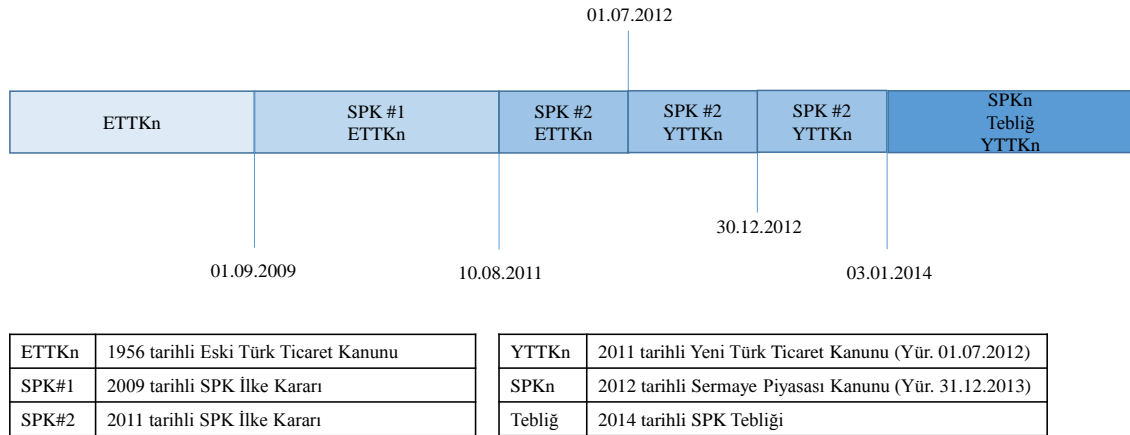
01.07.2012 tarihi itibarıyla ise 1956 yılından beri Türk ticaret hayatına yön veren **ETTKn** yürürlükten kaldırılmış ve **YTTKn** ile pay geri alımı uygulamalarında yeni bir döneme girilmiştir.

YTTKn'yi müteakip 30.12.2012 tarihinde yürürlüğe giren Sermaye Piyasası Kanunu (**SPKn**) ile ise birçok konuda yapılan önemli değişikliklerin yanında pay geri alımlarına ilişkin hükümler de getirilerek uygulamanın sermaye piyasası boyutunun yasal dayanağı pekiştirilmiştir.

Son olarak, **SPKn**'nin yeni hükümleri kapsamında pay geri alımlarına ilişkin esasların daha detaylı olarak belirlendiği II-22.1 Geri Alınan Paylar Tebliği (**SPK Tebliği**) 03.01.2014 tarihinde yürürlüğe girmiş ve konuyla ilgili yasal altyapı çalışmaları tamamlanmıştır.

ETTKn'den (1956) **SPK Tebliği**'ne (2014) kadar geçen süre zarfında hayata geçirilen söz konusu düzenlemelerin kronolojik gösterimi aşağıdaki şekilde yer almaktadır:

Şekil 8. Türkiye’de pay geri alım düzenlemelerinin kronolojisi



Şekil 8 çerçevesinde, pay geri alımlarına ilişkin düzenlemelerin gelişiminin dönemler itibarıyla değerlendirilmesinde fayda görülmektedir.

4.1.1. 01.09.2009 Tarihinden Önceki Dönem

01.09.2009 öncesindeki dönem yalnızca **ETTKn**'nin yürürlükte olduğu, dolayısıyla borsada pay geri alımının söz konusu olmadığı dönemi ifade etmektedir. Bu dönemde tüm şirketler **ETTKn**'nin yönetim kurulunun idarî görevleri kapsamında düzenlenen 329. maddesine¹²⁸ tâbi bulunmaktadır.

Anılan maddede, şirketlerin kendi paylarını geri alamayacağı¹²⁹, bu sonucu doğuran sözleşmelerin ise hükümsüz olacağı kesin bir dille ifade edilmiştir. Bununla birlikte, hukukî ve ekonomik gereklilikler karşısında uygulamanın bu kesin yasak hükmüne mahkûm edilmemesi amacıyla, maddede sınırlı sayıda istisna hükmü öngörülmüştür (Özdamar, *a.g.e.*, s. 185).

Payların sermaye azaltımı veya birleşme/devralma işlemleriyle bağlantılı olarak, şirket alacaklarının ödenebilmesi amacıyla veya esas sözleşmeye göre şirket konusuna giren

¹²⁸ **ETTKn**, *Md.* 329 hakkındaki hukukî değerlendirmelere bu çalışmanın amacına uygun olmaması ve **ETTKn**'nin hâlihazırda yürürlükten kaldırılmış olması nedeniyle ayrıca yer verilmemektedir. Konu hakkında detaylı bilgi için Özdamar (*a.g.e.*) ve Çelikleş (*a.g.e.*)'in çalışmalarına bakılabilir.

¹²⁹ Madde kapsamında şirketin kendi paylarını rehin olarak kabul edememesi de bulunmaktadır.

işlemler sonucunda elde edilmesi vb. durumlar istisna kapsamında değerlendirilmiş; ancak, bu şekilde geri alınan payların iptal edilmesi veya ilk fırsatta elden çıkarılması gerektiği hükme bağlanmıştır. Buna göre, ETTKn'de pay geri alımları finansman amacından ziyade birtakım yükümlülüklerin yerine getirilebilmesi amacıyla kullanılabilir bir araç olarak düzenlenmiştir.

4.1.2. 01.09.2009-10.08.2011 Tarihleri Arasındaki Dönem

SPK tarafından payları borsada işlem gören aracı kurumlar ve yatırım ortaklıklarının kendi paylarını geri almaları durumunda uymaları gereken esaslar ilk olarak bu dönemde belirlenmiştir¹³⁰.

SPK'nın konuya ilişkin 01.09.2009 tarih ve 27/748 sayılı İlke Kararı'nın¹³¹ hukukî dayanağı, ETTKn'nin 329. maddesinde düzenlenen, geri alım işlemlerinin esas sözleşmeye göre şirket konusuna giren işlemlerden olmasına yönelik istisna hükmüdür.

Söz konusu düzenleme ile şirketlere pay fiyatlarındaki dalgalanmaları azaltma imkânı tanınması, şirketlerin pay geri alımına veya geri alınan payların satışına ilişkin işlemlerinin daha şeffaf bir ortamda yapılmasının sağlanması ve yatırımcıların daha doğru bir şekilde bilgilendirilmesi amaçlanmıştır. Anılan ilke kararının yayımlanmasını müteakip bazı yatırım ortaklıkları tarafından geri alım yapılarak ilk uygulamalara başlanmıştır.

Diğer taraftan, AB müktesebatına uyum çalışmaları sonucunda hazırlanan ve pay geri alımı uygulamalarında önemli değişiklikler öngören YTTKn 14.02.2011 tarihinde yayımlanmıştır. Ancak, yürürlük tarihinin 01.07.2012 olarak belirlenmesi nedeniyle bu dönemde ETTKn hâlâ yürürlüktedir.

¹³⁰ Sermaye piyasası mevzuatında geri alım işlemlerine ilişkin düzenleme yapılmasında, şirketlerin hâlihazırda grup şirketleri vastıtasıyla kendi payları üzerinde işlem yapabiliyor olmaları da bir etken olmuştur.

¹³¹ Anılan ilke kararı burada ayrıca değerlendirilmemektedir. Kararı yürürlükten kaldıran 10.08.2011 tarih ve 26/767 sayılı İlke Kararı söz konusu kararın hükümlerini kapsamı dışında aynen muhafaza etmiştir.

4.1.3. 10.08.2011-03.01.2014 Tarihleri Arasındaki Dönem

YTTKn'nin yayımlanmasıyla birlikte pay geri alımlarına ilişkin yeni hükümlerin yürürlüğe girecek olması nedeniyle, **SPK**'nın dayanağını **ETTKn**'den alan 01.09.2009 tarih ve 27/748 sayılı İlke Kararı'nın ihtiyacı karşılamakta yetersiz kalacağı düşünülmüş ve yeni bir ilke kararı alınarak pay geri alımı uygulaması tüm borsa şirketlerini kapsayacak şekilde genişletilmiştir.

Bu kapsamda, borsada gerçekleştirilen geri alım işlemlerinde önemli artış yaşanmış ve çalışmanın Beşinci Bölümü'nde yer verilen ampirik çalışmada bu dönem inceleme konusu yapılmıştır.

SPK'nın söz konusu 10.08.2011 tarih ve 26/767 sayılı İlke Kararı'nın yürürlükte olduğu bu dönem üç parçalı bir nitelik göstermektedir.

Birinci alt dönem, **ETTKn**'nin yürürlükte olmasına karşın **SPK**'nın **YTTKn** düzenlemelerini esas alan ilke kararının uygulandığı dönemdir. Bu nedenle, ilke kararının bu dönemde yürürlükte olan **ETTKn**'ye aykırı bir düzenleme olduğu ve **YTTKn** yürürlüğe girinceye kadar bu karara dayalı olarak yapılacak işlemlerin hükümsüzlük yaptırımına tâbi olacağı öne sürülmüştür (*Ayan, a.g.e., s. 219*).

Bununla birlikte, ikinci alt dönemde 01.07.2012 tarihi itibarıyla **YTTKn**'nin yürürlüğe girmesiyle birlikte bu hukukî çelişki ortadan kalkmıştır. Pay geri alımlarına ilişkin hükümler¹³² **YTTKn**'nin 379 ilâ 389. maddelerinde¹³³, **ETTKn**'ye paralel bir şekilde yönetim kuruluna verilen görev ve yetkiler kapsamında düzenlenmiştir. Söz konusu hükümlerle, pay geri alımı uygulamalarının "istisnâ haller saklı olmak üzere

¹³² Bu hükümler, payların; genel kurul kararı ile iktisabı (**YTTKn, Md. 379**), yakın ve ciddi bir kaybın önlenmesi amacıyla iktisabı (**YTTKn, Md. 381**), istisnâi hallerde iktisabı (**YTTKn, Md. 382**) ve ivazsız iktisabı (**YTTKn, Md. 383**) hususlarını düzenlemektedir. Ancak, bu çalışmada sadece genel kurul kararı ile geri alımlar incelenmektedir.

¹³³ Bu hükümler anonim şirketlere yönelik hükümlerdir. Ancak, pay geri alımları sadece anonim şirketler değil tüm sermaye şirketleri için geçerli bir uygulamadır. Dolayısıyla **YTTKn**'de limited şirketlerin (**YTTKn, Md. 612**) ve sermayesi paylara bölünmüş komandit şirketlerin (**YTTKn, Md. 570**) pay geri alımlarına ilişkin düzenlemeler de bulunmaktadır. Ancak, bu hükümler çalışmanın kapsamı dışında tutulduğundan inceleme konusu yapılmamıştır.

yasaklanması” yerine “sınırlı ‘*tedbirli*’ olarak serbest bırakılması” anlayışı benimsenmiş ve AB müktesabatiyla büyük ölçüde uyum sağlanmıştır (Ayan, *a.g.e.*, s. 187).

YTTKn’de pay geri alımları, şirketler hukuku düzenlemelerinin kurumsal yapı ve kurumsal yönetim (*kamunun aydınlatılması hariç*) boyutları itibarıyla ele alınmakta; kurumsal finansman boyutu ise kamunun aydınlatılmasına ilişkin hükümler ile birlikte sermaye piyasası mevzuatına bırakılmaktadır¹³⁴.

Son olarak, üçüncü alt dönem ise, 30.12.2012 tarihi itibarıyla SPKn’nin yayımlandığı dönemi ifade etmektedir. Ancak, SPKn’nin pay geri alımına ilişkin yeni hükümleri kanunun yayımlandığı tarihten 1 sene sonra yürürlüğe girdiği için ikinci ve üçüncü alt dönemler arasında bir fark bulunmamaktadır.

4.1.4. 03.01.2014 Tarihinden Sonraki Dönem

Bu dönem ise pay geri alımlarına ilişkin en yeni düzenlemeleri içeren YTTKn, SPKn ve SPK Tebliği’nin bir arada yürürlükte olduğu yeni dönemdir.

SPKn’nin 30.12.2013 tarihi itibarıyla yürürlüğe giren pay geri alımlarına ilişkin hükümleri YTTKn’ninkilerin tamamlayıcı bir uzantısı olarak değerlendirilebilmektedir. YTTKn’de de, şirketlerin pay geri alımı yapabileceğine ilişkin diğer kanunlardaki hükümler saklı tutulmuştur¹³⁵. SPKn’de de SPK’ya konuyla ilgili düzenleme yapma yetkisi verilmiştir¹³⁶. Buna göre, SPKn’de YTTKn’den farklı olarak pay geri alımlarında şirketler hukukunun kurumsal finansman boyutu dikkate alınmış ve piyasa bozucu eylemler ile güvenli liman uygulamasına ilişkin hükümlere¹³⁷ yer verilmiştir.

¹³⁴ YTTKn, Md. 379/(5).

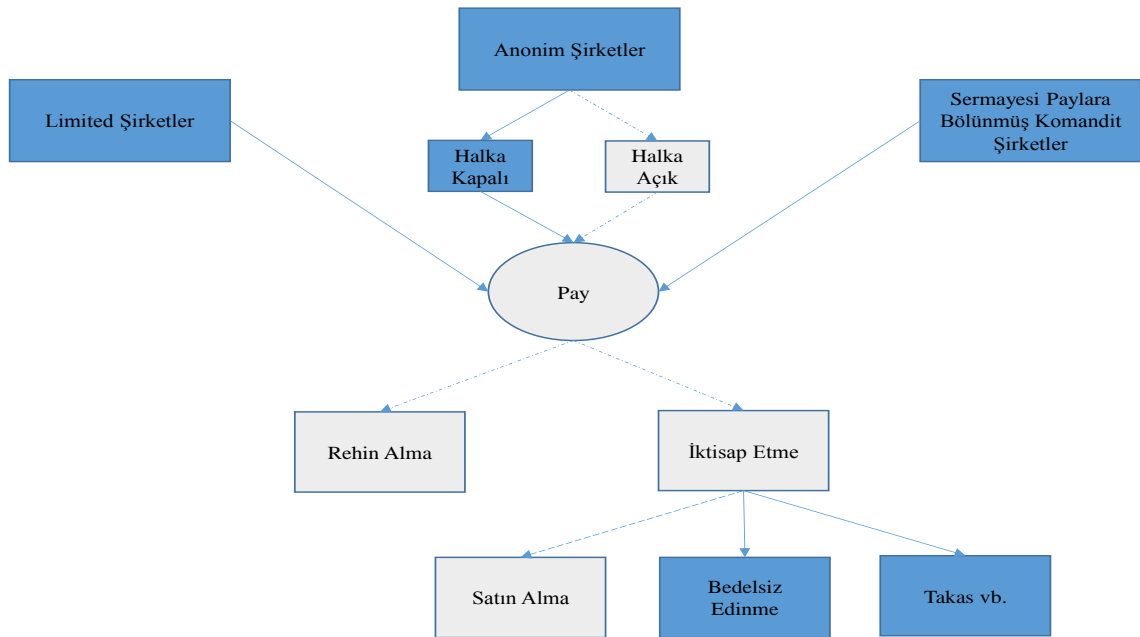
¹³⁵ YTTKn, Md. 387/(1).

¹³⁶ SPKn ile SPK’ya, halka açık ortaklıkların kendi paylarını satın ve rehin almasına ilişkin şartlara, işlem sınırlarına, geri alınan payların elden çıkarılması veya itfası ve bu hususların kamuya açıklanmasına ilişkin usul ve esasları düzenleme yetkisi verilmiştir [SPKn, Md. 22/(1)].

¹³⁷ [SPKn, Md. 101, 108].

03.01.2014 tarihinde yayımlanarak yürürlüğe giren **SPK Tebliği** ile ise **SPKn** hükümlerine açıklayıcılık kazandırılmış ve uygulamanın sağlıklı yönlendirilebilmesi amacıyla detaylı düzenlemeler hayata geçirilmiştir. **SPK Tebliği**'nin yayımıyla birlikte **SPK**'nın 10.08.2011 tarihli İlke Kararı yürürlükten kaldırılmıştır¹³⁸. Şekil 9'da **YTTKn** ile **SPKn** ve **SPK Tebliği** düzenlemeleri pay geri alımlarının kapsamı açısından değerlendirilmektedir:

Şekil 9. Türkiye'de pay geri alım düzenlemelerinin kapsamı



YTTKn hükümleri sermaye şirketlerinin paylarını iktisap veya rehin yoluyla geri almalarını düzenlemesi itibarıyla yukarıdaki şeklin bütün unsurlarını kapsamaktadır. **SPKn** ve **SPK Tebliği** ise, şekilde açık renkli unsurlar ve kesikli oklarla ifade edildiği üzere, yalnızca borsada işlem görenler dâhil halka açık anonim şirketlerin paylarını satın¹³⁹ veya rehin alma yoluyla geri almalarına ilişkin hükümleriyle daha dar bir alanı düzenlemektedir¹⁴⁰.

¹³⁸ Konuya ilişkin duyuru 2014/01 sayılı **SPK** Bülteni'nde yapılmıştır.

¹³⁹ Payların satın alınması sonucunu doğuracak bir sermaye piyasası aracı satın alınması veya ihraç edilmesi de satın alma hükmündedir [**Tebliğ, Md. 2/(1)**].

¹⁴⁰ Söz konusu hükümler, şirketin paylarının üçüncü kişiler tarafından kendi adına, ancak şirket hesabına geri alınması [**YTTKn, Md. 379/(1)**; **Tebliğ, Md. 2/(2-b,c)**] veya bağlı ortaklığı tarafından geri alınması [**YTTKn, Md. 379/(5)**; **Tebliğ, Md. 2/(2-a)**] hâlinde de uygulanmaktadır. Buna göre, şirketin paylarının bağlı ortaklığı tarafından rehin alınması herhangi bir şekilde sınırlanmamıştır.

Bu çerçevede, çalışmada yalnızca borsada (*satın alma yoluyla*) gerçekleştirilen pay geri alımlarının inceleme konusu yapıldığı dikkate alınarak, yeni dönemde **SPKn** ve **SPK Tebliği**'nin getirdiği söz konusu özel nitelikli düzenlemeler ile **YTTKn**'nin genel nitelikli düzenlemeleri kurumsal yapı, kurumsal yönetim ve kurumsal finansman boyutları itibarıyla Tablo 36, 37 ve 38'de birlikte özetlenmektedir:

Tablo 36. Türkiye'de pay geri alımlarına ilişkin düzenlemelerin kurumsal yapı boyutu

Sermayenin Korunması	Anonim Şirketler (YTTKn)	Borsada İşlem Gören Anonim Şirketler (SPKn)
Ayrılacak kaynağın üst sınırı	Şirketin alım sonrasındaki net aktif, en az sermaye ve dağıtım kısıtlanmış kar yedeklerinin toplamı kadar olabilir ¹⁴¹ .	
Payların niteliği	Sadece bedellerinin tümü ödenmiş paylar geri alınabilir.	
Payları taahhüt yasağı	Şirket kendi paylarını taahhüt edemez.	
Yedek ayrılması	Geri alınan paylara ödenen bedel kadar dağıtım kısıtlanmış bir yedek akçe ayrılır ¹⁴² .	
İşletmenin Sürekliliğinin Sağlanması	Anonim Şirketler (YTTKn)	Borsada İşlem Gören Anonim Şirketler (SPKn)
Geri alım üst sınırı ¹⁴³	Geri alınan payların nominal değeri sermayenin %10'unu aşamaz.	

Tablo 36'dan da görüleceği üzere, **YTTKn** ve **SPK** düzenlemeleri sermayenin korunması ve işletmenin sürekliliğinin sağlanması açısından önemli bir farklılık içermemektedir. Konuyla ilgili **YTTKn** hükümleri de bütün şirketleri bağlayan yapısal hükümler olup borsa şirketleri lehine genişletilebilecek bir alan bırakmamaktadır.

Aksine, **SPK** tarafından yapılan düzenlemeler bazı hususlarda daha kısıtlayıcı uygulamalar öngörülmektedir. Örneğin, yakın ve ciddî bir kayıp ihtimalinin söz konusu olduğu durumlarda, **YTTKn** genel kurul kararı alınmadan serbestçe geri alım yapılabilmesini öngörmekteyken¹⁴⁴, **SPK** yönetim kurulu kararını şart koşmaktadır¹⁴⁵. Ayrıca, yakın ve ciddî kaybın ne olduğu hususunda **YTTKn**'de (*gerekçe dışında*) herhangi bir hüküm bulunmamakta, **SPK Tebliği**'nde konu hakkında pay fiyatının aşırı düşüklüğüyle sınırlı bir belirleme yapılmaktadır¹⁴⁶. Buna göre, yönetim kurulu kararıyla

¹⁴¹ Bir başka deyişle, geri alınan payların toplam bedeli, kâr dağıtımına konu edilebilecek kaynakların toplam tutarını aşamaz [**SPK Tebliği**, *Md.* 9/(3)].

¹⁴² Bu şekilde ayrılan yedekler, geri alınan paylar satıldıkları veya itfa edildikleri takdirde geri alım değerlerini karşılayan tutarda serbest bırakılır [**SPK Tebliği**, *Md.* 20/(2)].

¹⁴³ Şirket, ayrıca varlığını sürdürebilmesi için, tek pay sahibi olacak şekilde kendi payını iktisap edemez [**YTTKn**, *Md.* 338/(3)].

¹⁴⁴ [**YTTKn**, *Md.* 381/(1)].

¹⁴⁵ [**SPK Tebliği**, *Md.* 5/(4)].

¹⁴⁶ [**SPK Tebliği**, *Md.* 5/(5, 6)].

pay geri alımı yapılması sermaye piyasası mevzuatında zorlaştırılmıştır. Sermaye piyasası mevzuatında ayrıca ilk halka arzdan (*halka açılmadan*) pay geri alınması da yasaklanmıştır¹⁴⁷.

Tablo 37. Türkiye’de pay geri alımlarına ilişkin düzenlemelerin kurumsal yönetim boyutu

Ortaklara Eşit Muamele Edilmesi	Anonim Şirketler (<i>YTTKn</i>)	Borsada İşlem Gören Anonim Şirketler (<i>SPKn</i>)
Geri alım yetkisi	Geri alımın yetkisinin genel kurul kararıyla yönetim kuruluna verilmesi şarttır ¹⁴⁸ .	
Toplantı ve karar nisabı	Genel kurulda kararlar ortakların 1/4’ünün temsil edildiği toplantıda basit çoğunlukla alınır ¹⁴⁹ .	
Geri alınan paylara bağlı haklar	Geri alınan paylar elde tutulduğu müddetçe bedelsiz pay hariç hiçbir pay sahipliği hakkı ¹⁵⁰ vermez; genel kurul toplantı nisabının hesaplanmasında dikkate alınmaz.	
Kamunun Aydınlatılması	Anonim Şirketler (<i>YTTKn</i>)	Borsada İşlem Gören Anonim Şirketler (<i>SPKn</i>)
Finansal tablolar		2013/19 sayılı <i>SPK</i> Bülteni’nde yer alan finansal tablo formatları ¹⁵¹ kullanılmak suretiyle geri alım işlemlerinin finansal tablolara yansıtılmasında <i>IAS/IFRS (TMS/TFRS)</i> uygulanır
Özel durum açıklamaları		Geri alım programının hazırlanması, başlatılması ve bitirilmesi ile geri alım-satım işlemlerinin gerçekleştirilmesi aşamalarında özel durum açıklaması yapılır.
Menfaat Sahiplerine Karşı Sorumlu Davranılması	Anonim Şirketler (<i>YTTKn</i>)	Borsada İşlem Gören Anonim Şirketler (<i>SPKn</i>)
		Paylar, şirket veya bağlı ortaklığının çalışanlarına yönelik pay edindirme programları kapsamında geri alınabilir.
Yönetimin Faaliyetlerinin Gözetilmesi	Anonim Şirketler (<i>YTTKn</i>)	Borsada İşlem Gören Anonim Şirketler (<i>SPKn</i>)
Yetki süresi	Azamî 5 yıldır.	Azamî 3 yıldır ¹⁵² .
Yetki sınırı	Yetkinin unsurlarıyla sınırlıdır.	

¹⁴⁷ [*SPK Tebliği, Md. 11/(3)*].

¹⁴⁸ Bu yetki sermaye piyasası mevzuatı açısından geri alım programının onaylanması suretiyle verilmektedir [*SPK Tebliği, Md. 5/(1)*].

¹⁴⁹ Esas sözleşmeyle daha ağır nisaplar öngörülmesi mümkün bulunmaktadır [*YTTKn, Md. 418; SPK Tebliği, Md. 5/(3)*].

¹⁵⁰ Sermaye piyasası mevzuatı geri alınan paylar üzerinde bedelsiz payların yanı sıra kâr payı ve yeni pay alma hakkının da bulunduğu hükmetmektedir. Ayrıca, geri alınan paylardan kaynaklanan bedelsiz paylar geri alınmış pay sayılmaktadır [*SPK Tebliği, Md. 18/(2)*].

¹⁵¹ 07.06.2013 tarih ve 20/670 sayılı *SPK* toplantısında kabul edilen finansal tablo formatları, Kamu Gözetimi, Muhasebe ve Denetim Standartları Kurumu (*KGK*) tarafından kabul edilen finansal tablo formatları ile önemli ölçüde benzeşmektedir. Bu iki formata <http://www.spk.gov.tr/apps/haftalikbulten/displaybulten.aspx?yil=2013&sayi=19&submenuheader=null> ve http://www.kgk.gov.tr/contents/files/TMS_Ilike_Kararlari/Ilike_Karari_1.pdf linklerinden ulaşılabilir.

¹⁵² Bu süre, çalışanlara pay edindirme plânları kapsamında yapılan geri alımlarda beş yıla, pay ile değiştirilebilir veya paya dönüştürülebilir sermaye piyasası aracı ihraçlarında ilgili menkul kıymetin vadesine kadar uzatılabilir [*SPK Tebliği, Md. 7/(2)*]. Ayrıca, genel kurul tarafından yetkilendirilmeksizin yönetim kurulu kararıyla yapılan geri alımlarda yetki ancak ilk genel kurul toplantısına kadar geçerlidir [*SPK Tebliği, Md. 5/(4)*].

Tablo 38. Türkiye’de pay geri alımlarına ilişkin düzenlemelerin kurumsal finansman boyutu

Geri Alım Yönteminin Belirlenmesi	Anonim Şirketler (<i>YTKn</i>)	Borsada İşlem Gören Anonim Şirketler (<i>SPKn</i>)
Piyasa Bozucu Eylemlere Neden Olunmaması	Anonim Şirketler (<i>YTKn</i>)	Borsada İşlem Gören Anonim Şirketler (<i>SPKn</i>)
Geri alım programının uygulanamaması		Bilgilerin kamuya açıklanması ertelendiği müddetçe ¹⁵⁵ veya sermaye artırımı kararı ile işlemlerin tamamlandığı tarih arasındaki süre zarfında geri alım-satım yapılamaz.
Satış yasağı		İçerden öğrenenler mülkiyetlerindeki şirket paylarını program süresince satamaz ¹⁵⁶ .
İşlem esasları		Belli zaman dilimlerinde işlem yapılamaz; fiyat, mevcut fiyat tekliflerinden veya en son gerçekleşen satış fiyatından daha yüksek olamaz; bir günde geri alınabilecek toplam pay miktarı, payların işlem gününden önceki 20 günlük işlem miktarı ortalamasının %25 ¹⁵⁷ ’ini geçemez.
Güvenli Liman Uygulaması	Anonim Şirketler (<i>YTKn</i>)	Borsada İşlem Gören Anonim Şirketler (<i>SPKn</i>)
		Bir program çerçevesinde, sınırlı bir amaçla ¹⁵⁸ ve herhangi bir satış yapılmaksızın gerçekleştirilen pay geri alımları piyasa suçu teşkil etmez.
Geri Alınan Payların Elden Çıkarılması ¹⁵⁹	Anonim Şirketler (<i>YTKn</i>)	Borsada İşlem Gören Anonim Şirketler (<i>SPKn</i>)
Usulsüz geri alınan paylar	6 ay içinde elden çıkarılır.	1 yıl içinde elden çıkarılır.
% 10 sınırının aşımı	Aşıma neden olan paylar azamî 3 yıl içinde elden çıkarılır.	
Satış işlemleri		Geri alınan paylar program süresince veya program sona erdikten sonra borsada satış yoluyla elden çıkarılabilir.

¹⁵³ Geri alımın türev araçlar aracılığıyla yapılması durumunda; söz konusu türev araçların kullanım fiyatı, mevcut bağımsız fiyat tekliflerinden veya en son gerçekleşen bağımsız satış fiyatından daha yüksek olamaz [*SPK Tebliği, Md. 15/(1/ç)*].

¹⁵⁴ Çağrı yoluyla geri alım esasen payları borsada işlem görmeyen şirketlerin pay geri alımlarına özgü bir yöntem olarak belirlenmiş [*SPK Tebliği, Md. 6*]; ancak, borsa şirketlerinin de bu yöntemi isteğe ve SPK onayına bağlı olarak kullanabilmelerine imkân tanınmıştır [*SPK Tebliği, Md. 9/(2)*].

¹⁵⁵ Yönetim kurulunun genel kuruldan aldığı geri alım yetkisini şirketten bağımsız bir aracı kuruma devretmesi hâlinde bu şart uygulanmamaktadır [*SPK Tebliği, Md. 17/(2)*].

¹⁵⁶ Buna göre, hakim ortaklar veya idarî sorumluluğu bulunan kişiler ile bunlarla yakından ilişkili kişiler ile bunlarla yakından ilişkili kişiler tarafından şirket paylarının borsada satış işlemi gerçekleştirilemeyecektir [*SPK Tebliği, Md. 11/(1, 2)*].

¹⁵⁷ Likiditenin düşük olduğu paylarda bu sınır %50’ye kadar yükseltilebilir [*SPK Tebliği, Md. 15/(1/d)*].

¹⁵⁸ Bu amaçlar, sermaye azaltımı, paya dönüştürülebilir veya pay ile değiştirilebilir sermaye piyasası araçları ihracı veya çalışanlara yönelik pay edindirme programları neticesinde doğan yükümlülüklerin yerine getirilmesi olarak belirlenmiştir [*SPK Tebliği, Md. 14/(1)*].

¹⁵⁹ Satış yoluyla elden çıkarılamayan payların sermaye azaltımı suretiyle itfa edilmesi zorunludur [*YTKn, Md. 386/(1)*; *SPK Tebliği, Md. 19/(2, 3)*]. Elden çıkarılma zorunluluğu doğmayan paylar şirket uhdesinde süresiz tutulabilir [*YTKn, Md. 384/(1)*; *SPK Tebliği, Md. 19/(1)*].

Diğer taraftan, Tablo 38'den de görülebileceği üzere, **YTTKn** ile **SPK** düzenlemeleri kurumsal yönetim boyutunda kamunun aydınlatılması işlevi yönünden farklılaşmaktadır. Zira **YTTKn** bu konudaki düzenlemelerin **SPK** tarafından yapılacağına hükmetmiştir. Bu kapsamda, **SPK Tebliği** ile şirketlere getirilen özel durum açıklaması yükümlülükleriyle yatırımcıların geri alım işlemlerinin öncesinde ve sonrasında sağlıklı bilgilendirilmesi amaçlanmıştır.

Ayrıca, **SPK Tebliği**'nde yönetim kuruluna **YTTKn**'dan daha kısa süreli bir geri alım yetkisi tanınarak borsa şirketleri özelinde uygulamanın genel kurulun kontrolüne daha sık aralıklarla bırakılması sağlanmıştır. Geri alınan payların çalışanlara ilişkin ödeme plânları kapsamında kullanılabilmesi de **SPK Tebliği**'nde düzenlenmiştir.

Kurumsal finansman boyutunda **YTTKn**'nin içerdiği hükümler geri alınan payların elden çıkarılması ile ilgili olanlardan ibaret olup, piyasa dinamikleriyle ilgili hususlar bütünüyle **SPK** tarafından düzenlenmiştir. Piyasa bozucu eylemlerin inceleme mercii **SPK** bu alandaki birikimini ikincil düzenlemelere de yansıtmış ve geri alım işlemlerinin yaratabileceği olumsuz etkilerin giderilebilmesini amaçlamıştır.

4.2. PAY GERİ ALIMLARINA İLİŞKİN DEĞERLENDİRMELER

4.2.1. Uygulama Açısından Değerlendirme

Yöneticiler şirket paylarının piyasa fiyatını kontrol etmek, kötü niyetli ele geçirme teşebbüslerini engellemek, yatırımcılarına şirketin kârlılığı veya pay fiyatlarının değeriyle ilgili birtakım mesajlar vermek vb. muhtelif nedenlerle geri alım yapmak istemektedir.

Geri alım amacının gerçekleştirilebilmesi maliyet ve esneklik açısından etkin yöntemlerin kullanılmasına bağlıdır. Buna göre, yüksek miktarda geri alım yapılmasına elverişli yöntemler örneğin piyasaya daha açık ve kararlı mesajlar verilmesi imkânını

tanıyabilmekteyken, pay fiyatlarının kontrol edilebilmesi için, sık aralıklarla işlem yapılabilmesini sağlayan yöntemlerin tercih edilmesi daha uygun olabilmektedir.

Diğer taraftan, pay geri alımlarında kullanılan yöntemler ülke uygulamalarına göre değişebilmekle birlikte borsada yapılan geri alım işlemlerinin son dönemde hemen tüm piyasalarda öne çıktığı, bu nedenle de gerek düzenleyici otoriteler gerekse araştırmacılar tarafından bu yönüme özel ilgi gösterilmektedir.

Türkiye’de pay geri alımları tüm sermaye şirketlerini kapsayacak şekilde **YTTKn**’de ele alınmakta; ancak, **SPK** özelinde hayata geçirilen düzenlemelerin ana hedefinde borsada yapılan geri alımlar bulunmaktadır¹⁶⁰.

Bu noktada, söz konusu düzenlemelerde dikkat çekici olan hususlarla ilgili değerlendirmelere yer verilmesinde fayda görülmektedir.

4.2.1.1. Geri Alım Yöntemlerinin Çeşitlendirilmesi

SPK düzenlemelerini müteakip şirketler temelde; pay fiyatlarının şirketin gerçek performansını yansıtmaması, fiyat hareketleri takip edilerek dalgalanmaların azaltılması, şirketin paylarına olan güveninin gösterilmesi, yatırımcıların zarar görmesinin önlenmesi, ortakların kâr dağıtım beklentilerinin mevzuat nedeniyle karşılanamaması¹⁶¹, şirket bünyesindeki kaynakların en iyi şekilde kullanılması vb. nedenlerle geri alım programlarını kamuya açıklamıştır.

Bu kapsamda, Türkiye’de şirketler mevcut piyasa koşullarında pay fiyatlarının desteklenmesi bakımından finansman amaçlı; ortakların servetinin zedelenmemesi, nakdin doğru değerlendirilmesi ve piyasaya şirketle ilgili olumlu mesajlar verilmesi

¹⁶⁰ **SPK Tebliği**, payları borsada işlem görmeyen halka açık şirketlerin paylarını geri alabilmelerine yönelik düzenlemeleri de içermekle birlikte, çalışmanın amacı ve kapsamı doğrultusunda söz konusu hükümlere değinilmemektedir.

¹⁶¹ Kâr dağıtılabilmesi için yasal mâli tablolar ile **SPK** düzenlemelerine göre hazırlanan mâli tabloların her ikisinde de dağıtılabılır kârın mevcut olması gerekmektedir. Örneğin, **SPK** düzenlemelerine göre hazırlanan konsolide mâli tablolarda dağıtılabılır kâr bulunmasına rağmen yasal mâli tablolarda dağıtılabılır kâr yoksa kâr dağıtımı yapılmamaktadır.

bakımından da yönetim amaçlı geri alım yapmak istemektedir. Dolayısıyla, mevcut pay geri alımlarının arkasında, nakit temettü ödemelerine nazaran vergi avantajı yaratılması, sermaye yapısının değiştirilmesi, **PBK** oranının artırılması veya çalışanların teşvik edilmesi gibi diğer ülke piyasalarında sıkça karşılaşılan amaçlar bulunmamaktadır.

Şirketler bu amaçlarını gerçekleştirebilmek için borsada geri alım yapmakla birlikte, **SPK Tebliği** başka yöntemlerle¹⁶² de geri alım yapılabilmesine imkân tanımaktadır. Örneğin, payların türev araçlar kullanılarak¹⁶³ veya sabit fiyatlı çağrı yoluyla¹⁶⁴ da geri alınması mümkün bulunmaktadır¹⁶⁵. Ayrıca, şirket pay geri alımını doğrudan kendisi yapabileceği gibi, geri alım yetkisini başka bir kişiye veya bir şirkete (*örneğin, bir aracı kuruma*) devrederek bağımsız bir şekilde geri alım yapılmasını da sağlayabilmektedir¹⁶⁶.

Bununla birlikte, diğer ülke uygulamalarında sabit fiyatlı çağrı yöntemine alternatif olarak sıklıkla kullanılan Hollanda usulü çağrı yönteminin sermaye piyasası mevzuatına kazandırılmasında fayda görülmektedir. Esasında, payların satışına ilişkin **SPK** düzenlemeleri uyarınca sabit fiyatla talep toplamanın yanı sıra fiyat teklifi olarak veya fiyat aralığıyla talep toplanmak suretiyle pay satışı yapılabilmektedir¹⁶⁷. Dolayısıyla yapılması gereken bu yöntemlerin payların geri alımında da kullanılmasının sağlanmasında ibarettir. Ayrıca, şirketlerin payları üzerine satım opsiyonu yazabilmelerinin de önünün açılmasının uygun olacağı düşünülmektedir¹⁶⁸. Bu yöntem

¹⁶² Esasında **YTTKn**'de sermaye azaltımına gidilmesi, küllî halefiyetin bir gereği olması, payların satın alınmasına ilişkin yasal bir zorunluluğun bulunması, cebri icradan şirket alacağının tahsil edilmesi veya payların bedelsiz alınması gibi amaçların söz konusu olması hâlinde pay geri alımına yönelik sınırlamaların uygulanmayacağı belirtilmektedir [**YTTKn**, Md. 382-383]. Dolayısıyla, bu tür geri alımların borsadan yapılması mümkün olabileceği gibi borsa dışında herhangi bir şekilde de gerçekleştirilebileceği düşünülmektedir. Bu hükümler **SPK Tebliği**'nde de bazı ilâveler yapılmak suretiyle tekrarlanmıştır [**SPK Tebliği**, Md. 16/1].

¹⁶³ [**SPK Tebliği**, Md. 15/1-ç].

¹⁶⁴ Bu uygulama **SPK Tebliği**'nde gönüllü pay alım teklifi olarak isimlendirilmiştir [**SPK Tebliği**, Md. 9/2].

¹⁶⁵ **SPK Tebliği**'nde geri alınan paylara ilişkin Toptan Satışlar Pazarı'nda gerçekleştirilen satış işlemleri borsada satış olarak kabul edilmektedir [**SPK Tebliği**, Md. 19/6]. Ancak, payların bu pazarda geri alınabilmesi ile ilgili herhangi bir hükme yer verilmemiştir. Bununla birlikte, **SPK Tebliği** öncesindeki uygulamada bir şirketin bağlı ortaklığının bünyesindeki kendi paylarını borsa yerine Toptan Satışlar Pazarı'nda karşılıklı yapılan tek işlemle geri almasına izin verilmiştir. Bu kapsamda, **SPK Tebliği**'nin Toptan Satışlar Pazarı'nın geri alınan payların satışının yanı sıra payların geri alımında da kullanılabilmesi düşünülmektedir.

¹⁶⁶ [**SPK Tebliği**, Md. 5/1, 17/2].

¹⁶⁷ [II.5-2 sayılı Sermaye Piyasası Araçlarının Satışı Tebliği, Md. 14/4].

¹⁶⁸ Şirketler bu anlamda yalnızca satın alma hakkı tanıyan varantları ihraç edebilmekte iken yatırım kuruluşu varantlarında olduğu gibi satma hakkı tanıyan varantları ihraç edememektedir [VII-128.3 sayılı

özellikle ayrılma veya ortaklıktan çıkarma/satma hakkının kullandırılması uygulamaları açısından büyük esneklik sağlayabilecektir¹⁶⁹.

Bu şekilde, şirketlerin geri alım uygulamalarında kendilerine maliyet veya esneklik avantajı getirebilecek en uygun yöntemi daha fazla seçenek arasından tercih edebilmeleri mümkün olacaktır.

4.2.1.2. Geri Alınan Payların Repo İşlemlerinde Kullanılması

SPK düzenlemeleri uyarınca repo, menkul kıymetlerin geri alma taahhüdü ile satımını; ters repo ise menkul kıymetlerin geri satma taahhüdü ile alımını ifade etmektedir¹⁷⁰.

Bankalar ve aracı kurumlar bir sözleşme çerçevesinde şirketlerle belirli menkul kıymetler üzerinde belirli bir vadede ve belirli bir fiyattan repo/ters repo işlemi yapabilmektedir¹⁷¹. Söz konusu menkul kıymetler genellikle devlet tahvilleri ve hazine bonoları olmakla birlikte, şirket payları da bu işlemlere konu edilebilmektedir¹⁷². Buna göre, bir şirketin bir banka veya aracı kurumla kendi payları üzerinde repo/ters repo işlemi yapabilmesi mümkün bulunmaktadır.

İşlemlerin hukukî şeklinde bakıldığında, şirket örneğin bir bankayla kendi payları üzerinde ters repo (*repo*) yaptığında payların mülkiyeti kendisine (*bankaya*) geçmekte ve getirileri de sözleşmede aksine hüküm bulunmadıkça kendisine (*bankaya*) ait olmaktadır.

Varantlar ve Yatırım Kuruluşu Sertifikaları Tebliği, **Md.** 3]. Bu nedenle, sermaye piyasası mevzuatında şirketlerin payları üzerine satım opsiyonu yazmalarının uygun görülmediği anlaşılmaktadır.

¹⁶⁹ Ayrılma ve ortaklıktan çıkarma/satma hakları **SPK**'nin ilgili düzenlemeleri uyarınca kullandırılmaktadır [II.23-1 sayılı Önemli Nitelikteki İşlemlere İlişkin Ortak Esaslar ve Ayrılma Hakkı Tebliği ve II.27.1 sayılı Ortaklıktan Çıkarma ve Satma Hakları Tebliği]. Bu amaçla yapılan geri alımlar **SPK Tebliği**'nde istisna kapsamında değerlendirilmekte olup herhangi bir sınırlamaya tâbi tutulmamaktadır [**SPK Tebliği**, **Md.** 16/1-f].

¹⁷⁰ [Seri: V, No: 7 Menkul Kıymetlerin Geri Alma veya Satma Taahhüdü ile Alım Satımı Hakkında Tebliğ, **Md.** 2]. Anılan Tebliğ 31.07.1992 tarihli ve 21301 sayılı mükerrer **RG**'de yayımlanmıştır. Yeni **SPKn** kapsamında repo ve ters repo işlemlerine ilişkin bir düzenleme değişikliğine hâlihazırda gidilmemiştir.

¹⁷¹ [Seri: V, No: 7 Menkul Kıymetlerin Geri Alma veya Satma Taahhüdü ile Alım Satımı Hakkında Tebliğ, **Md.** 3/1].

¹⁷² [Seri: V, No: 7 Menkul Kıymetlerin Geri Alma veya Satma Taahhüdü ile Alım Satımı Hakkında Tebliğ, **Md.** 5/1-g]. Anılan tebliğde 12.05.2012 tarihinde yapılan bir değişiklikle, borsada "pay senedi repo pazarı"nda olması kaydıyla, repo/ters repo işlemlerine şirket paylarının da konu edilebilmesine imkân tanınmış; ancak, bugüne kadar ilgili pazarda herhangi bir işlem gerçekleşmemiştir.

Vade tarihinde ise, payların mülkiyeti kararlaştırılan bedelin ödenmesi ile tekrar bankaya (*şirkete*) geçmektedir¹⁷³. Dolayısıyla, işlemin hukukî boyutunda şirket, paylarını ters repo sözleşmesiyle vadeye kadar; repo sözleşmesiyle ise vade sonunda geri almaktadır.

Bu kapsamda, repo/ters repo işlemlerine konu edilen şirket paylarının “geri alınan pay” olarak değerlendirilip değerlendirilmeyeceği hususu tereddüt oluşturmaktadır.

Her ne kadar, işlemler hukukî şekilleri itibarıyla alım-satım olsa da, özünde repo işleminde bir borç alma, ters repo işleminde ise bir borç verme söz konusu olmakta; şirket payları da bu borçlanmalara teminat teşkil etmektedir. Bu açıdan bakıldığında, teminatlı borçlanmaların mülkiyetin el değiştirmesine yol açmaması beklenmektedir. **IAS/IFRS** uyarınca da bu tür işlemlere konu edilen finansal araçların ilgililerin finansal tablolarından çıkarılmaması gerekmektedir¹⁷⁴.

Bu nedenle, repo/ters repo işlemlerine konu edilen payların “geri alınan pay” kapsamına girip girmediğinin işlemin hukukî niteliğinden ziyade özün önceliği dikkate alınarak değerlendirilmesinde fayda görülmektedir. Özün önceliği, şirket paylarının konu edildiği bir repo (*ters repo*) işleminin, şirketin paylarının teminatı karşılığında bir banka veya aracı kurumdan (*banka veya aracı kuruma*) borç alması (*vermesi*) olarak değerlendirilmesini gerektirmektedir.

Bu çerçevede, mevzuatta açık bir hükme¹⁷⁵ yer verilmemekle birlikte, şirketlerin repo ve ters repo işlemleri kapsamında geri aldıkları payların hukukî sınırlamalar karşısındaki durumunun değerlendirilmesinde özün önceliği göz önünde bulundurulması uygun olacaktır. Bir başka ifadeyle, şirketin repo yapmak suretiyle borçlanmak amacıyla paylarını piyasadan alarak teminata vermesi bir nevi “geri alım” olup¹⁷⁶, ters repo

¹⁷³ [Seri: V, No: 7 Menkul Kıymetlerin Geri Alma veya Satma Taahhüdü ile Alım Satımı Hakkında Tebliğ, **Md. 8/1-2**]. Örnek işlemde banka repo, şirket ters repo yapmış olmaktadır. Aynı şekilde, şirketin repo yapması, bankanın ters repo yapması anlamına gelmektedir.

¹⁷⁴ [**IAS/TMS 39, Para. 21**]. Ayrıca, repo-ters repo işlemlerine konu edilen paylar Takasbank’a teslim edilmekte; bir başka deyişle, tarafların tasarrufuna bırakılmamaktadır.

¹⁷⁵ **YTTKn (Md. 379/1), SPKn (Md. 22/1) ve SPK Tebliği (Md. 21)** payların rehin olarak kabul edilmesini “geri alınan pay” kapsamına dâhil etmektedir. Ancak, repo/ters repo sözleşmelerinin rehin sözleşmelerinden farklı değerlendirilmesi gerektiği düşünülmektedir.

¹⁷⁶ Repo kapsamında teminata verilen payların “geri alınan pay” olarak değerlendirilmesi, geri alım işlemlerindeki sınırlamalara bağlı olarak şirket paylarının aşırı borçlanmalara teminat oluşturmasını da

işlemine taraf olarak kendi paylarını teminat olarak almasının ise “geri alım” niteliğinde olmadığı düşünülmekte; konuyla ilgili olarak **SPK Tebliği**’nde açıklayıcı hükümlere yer verilmesinde fayda görülmektedir.

4.2.1.3. Geri Alımın Pay Opsiyonları ve Paya Dönüştürülebilir Tahvillerin İhracıyla İlişkilendirilmesi

SPK Tebliği’nde geri alımın çalışanlara yönelik pay edindirme programları veya paya dönüştürülebilir sermaye piyasası araçları ihracı neticesinde doğan yükümlülüklerin yerine getirilmesi amacıyla yapılabileceği açıkça ifade edilmiş bulunmaktadır¹⁷⁷. Buna göre, her ne kadar uygulamada bu amaçla geri alım gerçekleştirilmese de, çalışanlara, özellikle yöneticilere, ödeme plânlarına dâhil edilen bir teşvik unsuru olarak pay opsiyonu ihraç edilmesi veya geri alınan payların paya dönüştürülebilir bir sermaye piyasası aracı ihracına konu edilmesi mümkündür.

Her şeyden önce bu araçlar **PBK** oranının üzerine sulandırıcı etkide bulunmaktadır. Bir başka deyişle, vade boyunca her raporlama döneminde opsiyonların kullanılmasına veya dönüştürme talebinde bulunulmasına bağlı olarak çalışanlara veya yatırımcılara o dönem yeni pay ihracı yapılacağı varsayılmakta, bu da **PBK** oranının paydasında yer alan dolaşımdaki pay sayısını artırarak oranın düşmesine neden olmaktadır. Şirketlerin **PBK** oranındaki bu düşüşün etkisini paylarını geri alarak sınırlandırabileceği düşünülmektedir. Böylece, **PBK** oranı hesaplamalarında bu araçlar nedeniyle dolaşımdaki pay adedinde meydana gelen artış, pay geri alımından kaynaklanan azalışla dengelenecek ve **PBK** oranının sürdürülebilirliği sağlanarak piyasaya olumsuz mesaj verilmesinin önüne geçilebilecektir.

engelleyebilecektir. Ayrıca, finansal raporlama açısından, geri alınan payların repo işlemine konu edildiği hususunun kamuya açıklanmasında fayda görülmektedir.

¹⁷⁷ Normal şartlarda geri alım yetkisi azamî 3 yıl olarak belirlenmiş olmakla birlikte, amacı şirketin çalışanlarına yönelik uygulayacağı pay edindirme plânları olan geri alım programlarında bu süre 5 yıla çıkarılabilmektedir. Hatta bu tür geri alımlar, güvenli liman uygulaması kapsamında, bilgi suiistimali ve piyasa dolandırıcılığı suçları kapsamında yapılan incelemelere de konu edilmemektedir [**SPK Tebliği, Md. 7/2, 14/1-b, 19/8**].

Sermaye piyasası mevzuatında pay opsiyonlarına özel herhangi bir düzenleme bulunmamasıyla birlikte, paya dönüştürülebilir sermaye piyasası araçlarına örnek olarak “paya dönüştürülebilir tahvil” düzenlemesine yer verilmiştir. Bu düzenlemede, paya dönüştürülebilir tahviller şirketin kendi paylarına dönüştürme hakkı veren borçlanma aracı olarak tanımlanmış; söz konusu tahvillerin dönüştürülmesinin sermaye artırımını suretiyle gerçekleştirileceği ifade edilmiştir¹⁷⁸. Bu açıdan bakıldığında, **SPK Tebliği**’nde belirtilenin aksine, paya dönüştürülebilir tahvillerin geri alınan paylarla itfa edilmesi gibi bir seçeneğin bulunmadığı ileri sürülebilir. Ancak, aynı düzenlemede, itfa tarihinde sermaye artırımına alternatif uzlaşma yöntemlerinin kullanılması mümkün kılınmıştır¹⁷⁹. Bu nedenle, paya dönüştürülebilir tahvillerin geri alınan payların yatırımcılara teslimiyle itfa edilmesinin önünde herhangi bir engelin bulunmadığı düşünülmektedir.

Diğer taraftan, **SPK Tebliği**’nde geri alınan payların payla değiştirilebilir sermaye piyasası aracı ihraçlarına da konu edilebileceği belirtilmiş olmakla birlikte, söz konusu araçlar (*örneğin, değiştirilebilir tahviller*) şirketin kendisinden ziyade diğer şirketlere ait paylarla değiştirme hakkı vermektedir¹⁸⁰. Bu nedenle, geri alımın bu araçlarla sehven ilişkilendirildiği düşünülmekte olup ilgili hükümlerin **SPK Tebliği**’nden çıkarılmasında fayda görülmektedir.

4.2.1.4. Ortaklık Varantlarının Geri Alınan Paylarla İtfa Edilmesi

Ortaklık varantları, sahibine, vade tarihine kadar ya da vade tarihinde şirketlerin kendi veya herhangi bir şirketin paylarını satın alma hakkı veren bir araç olup, sermaye piyasası araçlarının halka arzı sırasında ihraç edilmektedir¹⁸¹. Dolayısıyla, ortaklık varantları bir başka aracın ihracının yanında, bu ihracın maliyetinin düşürülmesi ve yatırımcı ilgisinin çekilmesi amacıyla verilen bir promosyon niteliği taşımaktadır.

¹⁷⁸ [II.31-1 sayılı Borçlanma Araçları Tebliği, *Md.* 3/1-1, 19/3].

¹⁷⁹ [II.31-1 sayılı Borçlanma Araçları Tebliği, *Md.* 23/3].

¹⁸⁰ [II.31-1 sayılı Borçlanma Araçları Tebliği, *Md.* 3/1-d].

¹⁸¹ [VII-128.3 sayılı Varantlar ve Yatırım Kuruluşu Sertifikaları Tebliği, *Md.* 3/1-1].

Tanımdan da anlaşılacağı üzere, şirketlerin kendi paylarını satın alma hakkı veren varant ihraç etmeleri mümkün bulunmaktadır¹⁸². Bu işlemin özünde şirket yatırımcılar için kendi payları üzerine alım opsiyonu yazmış olmaktadır. Buna göre, yatırımcı, şirketin paylarını varantın vadesi içinde veya sonunda kullanım fiyatından satın alabilmektedir. Yatırımcının bu hakkını kullanmak istemesi hâlinde şirketin karşılığında bu yatırımcılara tahsisli sermaye artırımını gerçekleştirmesi ve bu suretle paylarını yatırımcılara teslim etmesi gerekmektedir¹⁸³.

Pay geri alımlarının varant ihraçları kapsamında önemli rol oynayabileceği düşünülmektedir.

İlk olarak, varantlar, pay opsiyonları ile paya dönüştürülebilir tahvillerde olduğu gibi, **PBK** oranının üzerine sulandırıcı etkide bulunmaktadır. Bu nedenle, varantların karşılığında geri alım yapılmasıyla bu oranın sürdürülebilirliği temin edilebilmektedir. Özellikle halka açılmalar başta olmak üzere halka arz işlemlerinde bir süre sonra payların değerinde önemli düşüşlerin gözlemlendiği dikkate alındığında, halka arz edilen paylarla birlikte ihraç edilen varantların¹⁸⁴ ilâve sulandırıcı etkisinin pay geri alımlarıyla giderilmesi önem arz etmektedir¹⁸⁵. Varantın içerdiği alım opsiyonunun geri alınması plânlanan payların fiyat riskinden korunulmasına yardımcı olabilmesi, bu sayede geri alımın maliyetinin azaltılabildiğindeki rolünün de gözden kaçırılmaması gerektiği düşünülmektedir.

Bununla birlikte, satın alma hakkı kullanılmak istendiği durumlarda karşılığında yatırımcılara tahsisli sermaye artırımını yapılmaksızın geri alınmış payların satılmasına imkân tanınmamış olması **SPK Tebliği**'nin bir eksikliği olarak değerlendirilmektedir. Yurt dışında birçok ülkede de varantların yatırımcılara geri alınan payların teslimiyle itfa

¹⁸² Bunun için şirketin kayıtlı sermaye sisteminde bulunması zorunludur [VII-128.3 sayılı Varantlar ve Yatırım Kuruluşu Sertifikaları Tebliği, *Md.* 5/1]

¹⁸³ [VII-128.3 sayılı Varantlar ve Yatırım Kuruluşu Sertifikaları Tebliği, *Md.* 20]

¹⁸⁴ Halka açılmalarda, şirketler sadece kendi payları üzerine yazılı varant ihraç edebilir [VII-128.3 sayılı Varantlar ve Yatırım Kuruluşu Sertifikaları Tebliği, *Md.* 5/6].

¹⁸⁵ Bununla birlikte, varantın vade sonuna yakın bir dönemde veya vadesi boyunca, şirket paylarının borsa fiyatının kullanım fiyatının üstüne çıkmasına neden olmak suretiyle ortaklık varantı sahiplerinin kullanım haklarını kullanmalarını sağlamak amacıyla geri alım yapılması yasaktır [VII-128.3 sayılı Varantlar ve Yatırım Kuruluşu Sertifikaları Tebliği, *Md.* 20/6].

edilebildiği görülmektedir¹⁸⁶. Bu kapsamda, paya dönüştürülebilir tahvillerin itfasında olduğu gibi geri alınan paylarla uzlaşa yapılabileceği ve şirket tarafından daha önce geri alınmış bulunan paylarının varant sahiplerine borsa dışında kullanım fiyatı karşılığında satılabileceği düşünülmektedir¹⁸⁷. Böylece, sermaye artırım sürecinden kaynaklanabilecek gecikmelerin ve olası fiyat oynaklıklarının önüne geçilmiş olacaktır. Ayrıca, sermaye artırımının tahsisli olmasına bağlı olarak mevcut ortakların yeni pay alma haklarının kısıtlanması sonucunda pay sahipliği oranlarında azalma meydana geleceğinden, varant sahiplerine geri alınan paylarla ödeme yapılması mevcut ortaklar açısından da daha uygun bir alternatif olabilecektir.

Diğer taraftan, şirketin başka bir şirketin yaptığı bir ihraçtan kendi paylarını satın alma hakkını veren ortaklık varantlarını¹⁸⁸ alması da mümkün bulunmaktadır. Ancak, **SPK Tebliği**, şirketler tarafından kendi paylarının satın alınması sonucunu doğuracak bir sermaye piyasası aracı satın alınmasını pay geri alımı olarak gördüğü için¹⁸⁹, bu varantların satın alınabilmesi için genel kurul kararı alınması, geri alım programı onaylanması vb. süreçlerin yerine getirilmesi gerekmektedir. Hâlbuki varantlar kullanılmadığı müddetçe geri alım olarak değerlendirilmemeli, geri alım için belirlenmiş olan sınırlamalar satın alma hakkının kullanılması esnasında geçerli sayılmalıdır¹⁹⁰. Aksi takdirde, şirketin geri alım imkânları varantın vadesi¹⁹¹ boyunca kısıtlanmış olacaktır. Bu nedenle **SPK Tebliği**'nin anılan hükmünün açıklığa kavuşturulması gerekmektedir¹⁹².

¹⁸⁶ Konuyla ilgili yapılan bir basın açıklaması örneğine <http://globenewswire.com/news-release/2013/04/09/536892/0/en/Sales-of-treasury-shares-in-SP-Group-A-S-redemption-of-warrants.html> linkinden ulaşılabilmektedir.

¹⁸⁷ Örneğin, **SPK Tebliği**'ne göre, çalışanlara yönelik pay edindirme programları ve paya dönüştürülebilir veya pay ile değiştirilebilir sermaye piyasası araçları ile payların değiştirilmesi veya paya dönüştürülmesi durumunda, borsada satışa ilişkin kısıtlamalar uygulanmamaktadır. Bu anlamda, geri alınan payların varantların itfası kapsamında kullanılması hâlinde de borsada satış kuralı uygulanmayabilecektir.

¹⁸⁸ Şirket aynı hakkı tanıyan bir yatırım kuruluşu varantını da satın alabilir. Yatırım kurulu varantları bankalar ve aracı kurumlar tarafından ihraç edilmekte ve sahibine paylar da dâhil borçlanma araçları, endeksler vb. dayanak varlıkları satın alma hakkının yanında satma hakkı da tanıyabilmektedir [VII-128.3 sayılı Varantlar ve Yatırım Kuruluşu Sertifikaları Tebliği, *Md.* 3/1-r, 4/2].

¹⁸⁹ [**SPK Tebliği**, *Md.* 2/1].

¹⁹⁰ Birçok ülke uygulamasında konu bu şekilde ele alınmaktadır. Ülke uygulamalarına <http://www.ibanet.org/Article/Detail.aspx?ArticleUid=3ab49ee4-2a6c-413f-92c6-4c604422011e> linkinden ulaşılabilmektedir.

¹⁹¹ Vade 2 aydan az, 5 yıldan fazla olamamaktadır [VII-128.3 sayılı Varantlar ve Yatırım Kuruluşu Sertifikaları Tebliği, *Md.* 6/2].

¹⁹² **SPK Tebliği**'nde böyle bir imkân yer verilmemesi hâlinde en azından, varantların sulandırıcı etkisinin azaltılması amacıyla, sermaye artırım kararı ile sermaye artırım işlemlerinin tamamlandığı tarihe kadarki süre zarfında geri alım yapılamayacağına dair mevcut hükümlerin [**SPK Tebliği**, *Md.* 10/2] varant sahiplerine yapılacak tahsisli sermaye artırımları için uygulanmaması önerilmektedir.

4.2.2. Şirketler Hukuku Açısından Değerlendirme

Pay geri alımları şirketlerin kurumsal yapısı, yönetimi ve finansmanı ile ilgili alınan kararları ilgilendiren önemli nitelikte işlemlerdir. Geri alım işlemlerinde de yönetimin eline şirket fonlarını geri alıma sarf etme yetkisi verilmekte, bu geniş yetkinin şahsî menfaatler doğrultusunda gelişigüzel kullanılması hâlinde şirketin zarar etme ihtimali ortaya çıkmaktadır. Bu nedenle, şirketlerin kendi paylarını geri almaları birçok ülkede istisnâ uygulamalar haricinde yıllarca yasaklanmıştır.

Bununla birlikte, son dönemde özellikle payları borsalarda işlem gören şirketler açısından getirdiği esnek finansman imkânları dikkate alınarak kaldırılmaya başlanan bu yasakların yerini, alacaklıların, ortakların ve yatırımcıların geri alım işlemlerinden kaynaklanabilecek risklere karşı korunması amacını taşıyan birtakım yasal düzenlemeler almaya başlamıştır.

Şirketler hukuku kapsamında değerlendirilen söz konusu düzenlemelerde genellikle geri alımın şirket sermayesinin kaybına yol açmadan, kamuyu aydınlatma ilkesi çerçevesinde ve ortaklar arasında fırsat eşitliği sağlanmak suretiyle yapılması zorunlu tutulmaktadır.

Türkiye’de şirketlerin paylarını geri almalarına yönelik olarak daha önce **ETTKn**’de yer alan yasaklayıcı hükümler, uluslararası piyasalarda yaşanan gelişmelere paralel olarak kaldırılmış ve pay geri alımları **YTTKn** ile **AB** müktesebatına uyumlu olarak yeniden düzenlenmiştir. Dolayısıyla, Türkiye’de **AB** üyesi ülkelerdeki pay geri alımı uygulamalarına benzer bir yasal altyapı tesis edilmiş bulunmaktadır.

Konuya ilişkin **SPK** düzenlemeleri (**SPKn** ve **SPK Tebliği**) ise halka açık şirketler ve borsa şirketleri için **YTTKn** hükümlerine ilâve yükümlülükler öngörmektedir. Bu kapsamda, söz konusu yükümlülüklerin yerine getirilmesinde karşılaşılabileceği düşünülen birtakım tereddütlü hususlara aşağıda yer verilmektedir.

4.2.2.1. Geri Alım Nedeniyle Çağrı Yükümlülüğünün Doğması

Çağrı, bir şirketin paylarını elinde bulunduran kişilere, şirket paylarının tamamını ya da bir kısmını devralmak üzere yapılan ve şirketin yönetim kontrolünün ele geçirilmesi ile sonuçlanan ya da bu amacı taşıyan satın alma teklifini ifade etmektedir¹⁹³.

Yönetim kontrolü ise, doğrudan veya dolaylı olarak tek başına veya birlikte hareket ettikleri kişilerle beraber oy haklarının %50'sinden fazlasına veya bu orandan bağımsız olarak yönetim kurulu üyelerini seçme/aday gösterme imtiyazına sahip olunması hâlinde edilmiş kabul edilmektedir¹⁹⁴.

Çağrıyla esasında yönetim kontrolünün el değiştirmesi karşısında ortaklara şirketten ayrılma hakkı tanınmaktadır.

Pay geri alımlarının çağrı yükümlülüğü ile dolaylı bir ilişkisi bulunmaktadır. **SPK Tebliği** uyarınca da, geri alınan paylar genel kurulda toplantı nisabının hesaplanmasında dikkate alınmadığından¹⁹⁵, payları geri alınmayan ortakların şirketteki oy hakkı oranları göreceli olarak artmaktadır. Örneğin, sermayesi 100 adet paya bölünmüş bir şirkette %46 pay sahibi olan bir ortak, şirket tarafından 10 adet payın bir başka ortaktan geri alınması hâlinde, yeni durumda şirkette %51 (46/90) oranında pay sahibi olarak değerlendirilebilecektir. Bu gibi durumlarda çağrı yükümlülüğünün doğup doğmadığı hususunda **SPK Tebliği**'nde açık bir hüküm yer almamaktadır. Bununla birlikte, konunun iki şekilde ele alınabileceği düşünülmektedir.

Bunlardan ilkinde, çağrıda bulunma yükümlülüğünün doğduğu kabulüyle hareket edilmesi söz konusudur. Buna göre, pay geri alımı sonucunda ortağın şirketteki pay sahipliğinin yönetim kontrolünü ele geçirecek ölçüde dolaylı yoldan artması hâlinde çağrıda bulunma yükümlülüğü doğacaktır. Bir başka deyişle, geri alım işlemi söz konusu ortağın şirketle birlikte hareket ettiğine karine teşkil edebilecektir. Ancak, bu değerlendirmede geri alımın genel kurul veya yönetim kurulu kararıyla yapılıp

¹⁹³ [II-26.1 sayılı Pay Alım Teklifi Tebliği, *Md.* 4/1-k].

¹⁹⁴ [II-26.1 sayılı Pay Alım Teklifi Tebliği, *Md.* 12/1].

¹⁹⁵ [**SPK Tebliği**, *Md.* 18/1].

yapılmadığı hususunun da dikkate alınması gerekmektedir. Genel kurulca onaylanmış bir geri alım programı çerçevesinde geri alım yapılacaksa, genel kurulda geri alımla birlikte yönetim kontrolünün ele geçirileceği bilgisinin de onaya sunulması ve olumsuz oy kullanan ortaklara ayrılma hakkı verilmesi sağlanabilecektir¹⁹⁶. Yönetim kurulu kararıyla yapılan geri alım işlemlerinde ise böyle bir imkândan istifade edilemeyecektir¹⁹⁷.

İkinci senaryoda ise, geri alım işlemlerinin çağrıda bulunma yükümlülüğüne etki etmediği varsayımı geçerlidir. Ancak, böyle bir varsayımda bulunulabilmesi için çağrıda bulunma yükümlülüğünden muafiyet şartlarının oluşmuş olması gerekmektedir. Buna göre, geri alım sonucunda oluşan yönetim kontrolü değişikliğinin, esasında yönetim kontrolünün elde edilmesi amacını taşımadığının tespit edilmesi hâlinde çağrı yükümlülüğünden söz edilmeyebilecektir¹⁹⁸.

Sonuç olarak, pay geri alımlarına bağlı olarak bazı ortakların pay sahiplikleri şirketin yönetim kontrolünü ele geçirecek ölçüde artabilmekte ve bu ortaklar için çağrı yükümlülüğünün doğup doğmadığı hususunun titizlikle değerlendirilmesi gerekebilmektedir. Bu çerçevede, **SPK Tebliği**'nde geri alımlar ile çağrı yükümlülüğü arasındaki ilişkinin nasıl değerlendirilmesi gerektiği hususunda düzenleme yapılması gerektiği düşünülmektedir.

¹⁹⁶ **SPK Tebliği**'nde yer alan benzer bir hüküm uyarınca, 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 ayrılma hakkı verilmesi hâlinde çağrı yükümlülüğünün doğmadığı kabul edilmektedir [II-26.1 sayılı Pay Alım Teklifi Tebliği, *Md.* 14/1-b].

¹⁹⁷ Genel kurul onayı olmaksızın yönetim kurulu kararıyla ancak ve ancak yakın ve ciddi bir kayıptan kaçınmak amacıyla geri alım yapılabilir. Bu anlamda, şirket paylarının belli bir süre nominal değerinin altında seyretmesi veya %20'nin üzerinde değer kaybetmesi yakın ve ciddi bir kaybın varlığına delil teşkil etmektedir [**SPK Tebliği**, *Md.* 5/4,5]. Bu açıdan bakıldığında, belli ortaklarla birlikte hareket etmek suretiyle pay fiyatlarının muhtelif işlemlerle bu sınırlara geriletilmesi ve akabinde düşük bir fiyattan geri alınması sonucunda yönetimin tercih ettiği ortakların şirkette hâkim ortak konumuna sahip olması sağlanabilir.

¹⁹⁸ **SPK Tebliği**'nde halka açık bir şirketin ana ortaklığında meydana gelen yönetim kontrolü değişikliğinin, halka açık şirketin kendisinin yönetim kontrolünün elde edilmesi amacını taşınamaması hâlinde çağrı yükümlülüğünden muafiyet verilebileceği ifade edilmektedir [II-26.1 sayılı Pay Alım Teklifi Tebliği, *Md.* 18/1-c]. Bir başka deyişle, yönetim kontrolünün dolaylı bir şekilde elde edilmesi durumunda elde etme amacı sorgulanabilmektedir. Bu anlamda, pay geri alımlarının yönetim kontrolünün elde edilmesi amacıyla yapılmadığının tespit edilmesi hâlinde muafiyet tanınabileceği düşünülmektedir.

4.2.2.2. Halka Açılmalarda Pay Geri Alımı İşlemleriyle Fiyat İstikrarının Sağlanması

Önemli bir yatırım fırsatı olarak görülmelerine karşın halka açılan şirketlerin paylarını satın alan yatırımcılar genellikle bu şirketlerin paylarında meydana gelen sert fiyat dalgalanmalarından olumsuz şekilde etkilenebilmektedir.

Halka açılmalarda gözlemlenen bu tür hareketlere karşı fiyat istikrarını sağlamak amacıyla halka arza aracılık eden kurum tarafından azamî 30 gün süreyle pay alımında bulunulabilmektedir¹⁹⁹. Bu işlemlerde pay alımının şirket hesabına yapılması hâlinde ise **SPK Tebliği** kapsamında²⁰⁰ geri alım şartları oluşmuş olmaktadır. Geri alım işlemleri de pay fiyatlarındaki hareketliliğin kontrol edilmesinde önemli bir işlev üstlenebilmektedir.

Bununla birlikte, söz konusu işlemler **SPK Tebliği**'nde pay geri alımına ilişkin olarak belirlenen usullere tâbi tutulmamıştır²⁰¹. Buna göre, fiyat marjı, işlem hacmi **vb.** sınırlamalar ile geri alım programı hazırlanıp onaylanması, özel durum açıklamaları **vb.** prosedürler fiyat istikrarı işlemleri kapsamında uygulanmayacaktır. Dolayısıyla, halka arzlarda şirketlere bir aracı kurum vasıtasıyla paylarına fiyat istikrarı kazandırılabilmesi amacıyla sınırlı bir süre için de olsa geri alım prosedürleri ve esaslarına tâbi olmaksızın önemli bir imkân sağlanmaktadır.

Diğer taraftan, **SPK Tebliği** uyarınca, yakın ve ciddî bir kayıptan kaçınmak amacıyla genel kurul kararı olmadan yönetim kurulu kararıyla da geri alım yapılabilen; ancak, fiyat istikrarını sağlayıcı işlemler yakın ve ciddî kaybın kapsamına dâhil edilmemektedir²⁰². Bu nedenle, halka arz aşamasında şirketlere tanınan bir imkân halka arzdan sonraki bir dönemde kullanılamamış olmaktadır.

Bu çerçevede, halka arz kapsamında yapılan fiyat istikrarı işlemlerinde olduğu gibi 30 günlük bir süre için, yönetim kurulunun alacağı bir kararla geri alım yetkisi bir aracı kuruma devredilmek suretiyle geri alım yapılabilmesinin sağlanmasında fayda

¹⁹⁹ [VII-128.1 sayılı Pay Tebliği, *Md.* 11].

²⁰⁰ [**SPK Tebliği**, *Md.* 2/2-c].

²⁰¹ [VII-128.1 sayılı Pay Tebliği, *Md.* 11/2].

²⁰² [**SPK Tebliği**, *Md.* 5/4,5].

görülmektedir. Böylece, şirket paylarına gerekli müdahalelerin daha hızlı, bağımsız ve profesyonel bir şekilde yapılabilmesi mümkün olabilecektir.

4.2.2.3. Geri Alımın Şarta Bağlı Sermaye Artırımlarının İcrasında Kullanılması

YTTKn ile getirilen yeni müesseselerden birisi de sabit sermaye sisteminin bir istisnası olarak şarta bağlı sermaye artırımını yapılabilmesidir. Buna göre, borçlanma aracı ihracı nedeniyle, alacaklılara veya çalışanlara, ellerindeki araçları paylarla değiştirme veya bu araçların tanıdığı pay alım haklarını kullanmak yoluyla şirket paylarını edinme hakkı sağlanmasına ve sermayenin bu hakları kullanma şartına bağlı olarak artırılmasına karar verilebilmektedir. Bu yeni uygulama kapsamında sermaye, değiştirme veya alım hakkı kullanıldığında kendiliğinden artmaktadır²⁰³.

Dikkat edilirse, şarta bağlı sermaye artırımını ile sermaye piyasası mevzuatında tanımlanan paya dönüştürülebilir tahvil ve ortaklık varantları arasında önemli bir ilişki bulunmaktadır. İlgili **SPK** düzenlemelerinde de paya dönüştürülebilir tahvillerin dönüştürülmesi veya varantlardan kaynaklanan hakların kullanılması aşamasında yapılacak sermaye artırımının şarta bağlı olabilmesi²⁰⁴ mümkün kılınmıştır.

Bununla birlikte, şarta bağlı sermaye artırımlarının en önemli unsuru pay ihracının alacaklılara veya çalışanlara mahsus yapılması nedeniyle mevcut pay sahiplerinin yeni pay alma haklarının kısıtlanmasıdır²⁰⁵. Bunun sonucunda ise söz konusu pay sahiplerinin şirketteki katılım oranları düşmekte, bir başka deyişle sulanmaktadır²⁰⁶. Bu noktada, ortaya çıkan bu sulanma etkisinin giderilmesinde pay geri alımı işlemlerinin çok önemli bir rol oynayabileceği düşünülmektedir. **YTTKn** de geri alımın şarta bağlı sermaye artırımlarının icrasındaki bu rolüne işaret ederek²⁰⁷ bu düşünceyi desteklemektedir. Böylece mevcut ortakların pay sahipliklerinde şarta bağlı sermaye artırımını işlemleri

²⁰³ [**YTTKn**, *Md.* 463/1-2].

²⁰⁴ [II-31.1 sayılı Borçlanma Araçları Tebliği, *Md.* 19/3; VII-128.1 sayılı Pay Tebliği, *Md.* 17/6].

²⁰⁵ [VII-128.1 sayılı Pay Tebliği, *Md.* 17/1].

²⁰⁶ [**YTTKn**, *Md.* 466/1 gerekçesi].

²⁰⁷ [**YTTKn**, *Md.* 379/2 gerekçesi].

kapsamında yeni pay alma haklarının kısıtlanması nedeniyle ortaya çıkan azalış şirket tarafından yapılacak geri alımlar sonucunda dengelenebilecektir.

Diğer taraftan, **SPK Tebliği**'nde sermaye artırım kararı ile sermaye artırım işlemlerinin tamamlandığı tarihe kadarki süre zarfında geri alım yapılamayacağına dair hükümlere yer verilmiş bulunmaktadır²⁰⁸. Bu hükümlerin, sermaye artırım sürecinde meydana gelebilecek fiyat hareketliliklerinin önüne geçilebilmesi amacıyla getirildiği kabul edilmekle birlikte şarta bağlı sermaye artırımlarında uygulanmaması gerekmektedir. Aksi takdirde, geri alımın fonksiyonel bir niteliğinden istifade edilememiş olacaktır.

4.2.3. Finansal Raporlama Açısından Değerlendirme

IAS/IFRS uyarınca geri alınan payların öz kaynaktan indirilerek gösterilmesi gerekmele birlikte bazı ülkelerde geri alınan paylara bilançoda gösterilmesi gereken bir varlık muamelesi de yapılabilmektedir.

Öz kaynaktan indirim uygulaması maliyet, nominal değer ve geri çekilmiş sayma yöntemleri olmak üzere üç farklı yöntemle takip edilebilmektedir. Her bir yöntem öz kaynaktan aynı toplam etkiyi yaratmakta; ancak, farklı hesap kalemleri kullanılarak tatbik edilmektedir. Buna göre, maliyet yönteminde geri alınan paylar, payların ihracına ilişkin orijinal öz kaynak hesaplarıyla ilişkilendirilmeyip bu paylara özgü yeni hesaplar kullanılarak muhasebeleştirilmektedir. Nominal değer ve geri çekilmiş sayma yöntemlerinde ise, geri alım işlemlerinin payların ilk ihraç edildikleri tarihteki muhasebe kayıtlarıyla birebir ilişkilendirilmesi gerekmektedir.

Muhasebeleştirme yönteminin seçimi ile şirket yönetiminin geri alınan payların ne şekilde tasarruf edileceğine yönelik plânları arasında yakın bir ilişki bulunmaktadır. Bu nedenle, payların geri çekilmesine yönelik bir niyet bulunmadıkça, maliyet yönteminin şirketlere muhasebeleştirme ve raporlama açısından büyük kolaylık sağlayacağı düşünülmektedir.

²⁰⁸ [SPK Tebliği, Md. 10/2].

Diğer taraftan, geri alınan payların varlık olarak muhasebeleştirildiği durumlarda karşılığında aynı tutarda bir yedek hesabı oluşturulmakta ve bu hesabın kullanımı geri alınan paylar elden çıkarılana kadar kısıtlanmaktadır. **IASB**, geri alınan ve varlık olarak muhasebeleştirilen payların çalışanlara yapılan ödemelerde kullanılması hâlinde, şirketlerin fazladan gider yazmaları gerekebileceği düşüncesiyle, bu uygulamanın **IAS/IFRS**'ye uygun olmadığını ifade etmektedir²⁰⁹.

Türkiye'de payları borsada işlem gören şirketlerin **IAS/IFRS (TMS/TFRS)** uygulamalarının zorunlu olması nedeniyle, geri alınan payların bir varlık kalemi olarak değil, öz kaynaktan bir indirim kalemi olarak gösterilmesi gerekmektedir. **SPK Tebliği**'nde de geri alınan payların muhasebeleştirilmesinde **SPK**'nın finansal raporlamaya ilişkin düzenlemeleri ile **TMS/TFRS**'lerin esas alınacağına hükmedilmiştir²¹⁰. Dolayısıyla, geri alım işlemlerinin finansal tablolara olan etkileri bir bütün olarak **IAS/IFRS** kapsamında değerlendirilmektedir.

Bu çerçevede, sermaye piyasası mevzuatı, pay geri alımları işlemlerinin muhasebeleştirilmesine ve finansal tablolarda sunumuna elverişli bir zemini hâlihazırda bulundurmaktadır. Ancak, mevcut mevzuatın cevap veremeyebileceği tereddütlü birtakım hususların tespit edilmesi, gerekli tedbirlerin hızlıca alınabilmesi açısından önem taşımaktadır.

4.2.3.1. Geri Alınan Paylara İlişkin Yedek Oluşturulması

SPK Tebliği'nde geri alınan payların geri alım bedeli kadar yedek akçe ayrılarak öz kaynaklar altında kısıtlanmış yedek olarak sınıflandırılacağı, söz konusu yedeklerin, geri alınan paylar satıldıkları veya itfa edildikleri takdirde geri alım değerlerini karşılayan tutarda serbest bırakılacağı ifade edilmiştir²¹¹.

²⁰⁹ Örneğin, çalışanlar tarafından kullanılan bir pay opsiyonunun kullanım fiyatının geri alınan payların alış bedelinden düşük olması hâlinde, bilânçoda varlık olarak izlenen geri alınan payların, kullanım fiyatına tekabül eden tutarı genel yönetim giderlerine, kullanım fiyatı ile alış bedeli arasındaki farka tekabül eden tutarı ise, diğer giderlere aktarılacaktır [**IFRS/TFRS** 2: Basis for Conclusions BC332].

²¹⁰ [**SPK Tebliği**, *Md.* 20/1]

²¹¹ [**SPK Tebliği**, *Md.* 20/2]

Bu ifade, dayanağını **YTTKn**'den almakta olup, **YTTKn**'de bu hükmün düzenlenmesinde İsviçre Borçlar Kanunu'ndan istifade edildiği belirtilmiştir²¹². Ancak, İsviçre Borçlar Kanunu'nda böyle bir hükmün yer almasının nedeni, geri alınan payların bilânçoda varlık olarak muhasebeleştirilmesidir. Bu uygulama, yedek hesapların ancak geri alınan payların varlık olarak muhasebeleştirildiği durumlara mahsus olarak oluşturulmasını öngören diğer ülke düzenlemeleri ve özellikle **AB İkinci Direktifi** ile **AB Dördüncü Direktifi** ile paralellik arz etmektedir.

Diğer taraftan, İsviçre Borçlar Kanunu'nda son dönemde yapılan değişikliklerle²¹³, yasal kayıtlar haricinde, **IAS/IFRS** gibi genel kabul görmüş muhasebe ilkelerine göre düzenlenen finansal raporlarda geri alınan payların 2015 yılı itibarıyla öz kaynaktan indirilerek muhasebeleştirilmesine karar verilmiştir. Bu kapsamda, bilânço formatlarında geri alınan paylar öz kaynakların altında bir indirim kalemi olarak sınıflandırılmış, ilgili yedek hesaplarına ise yer verilmemiştir. Buna göre, İsviçre'de şirketlerin geri aldıkları payları bundan böyle **IAS/IFRS**'nin uygun gördüğü şekilde öz kaynaktan indirmek suretiyle muhasebeleştirmeleri gerekmektedir²¹⁴ (*Bachmann, a.g.e., s. 2; PwC, 2011, s. 5; PwC, 2013, s. 10; KPMG, 2013, s. 10*).

İsviçre Borçlar Kanunu'nun konuyla ilgili bu yaklaşımı ve **YTTKn** ile **AB** müktesebatına uyum sağlanmasının amaçlandığı dikkate alındığında, **YTTKn**'de de geri alınan payların bilânçoda varlık olarak muhasebeleştirilmesi istendiği için karşılığında bir yedek hesabı oluşturulmasının zorunlu tutulduğu sonucuna ulaşılmaktadır. Her ne kadar **YTTKn**'de bu konuda açık bir hüküm yer almasa da, geri alınan paylara ilişkin yedek hesabın varlığı, söz konusu payların öz kaynaktan indirilmeksizin bilânçoda varlık olarak taşınmasını gerektirmektedir.

²¹² Madde gerekçesinde maddenin kaynağının İsviçre Borçlar Kanunu'nun 671a maddesi olduğu ifade edilmiştir [**YTTKn**, *Mad.* 520/1]. Ancak, benzer bir hüküm söz konusu kanunun 659a maddesinde de yer almaktadır. İsviçre Borçlar Kanunu'na <http://www.admin.ch/ch/e/rs/2/220.en.pdf> linkinden ulaşılabilir.

²¹³ Değişiklik metnine <http://www.balance-audit.ch/en/files/Accounting-law-in-english---1.1.2013.pdf> linkinden ulaşılabilir.

²¹⁴ Bununla birlikte, bu şirketler yasal kayıtlarında İsviçre Borçlar Kanunu'na göre muhasebe tutmaya devam etmek durumunda olduklarından geri alınan paylara ilişkin yedek hesabı oluşturulmasını zorunlu tutan hükümler hâlen geçerlidir.

Diğer taraftan, **YTTKn**'nin yasal kayıtlar için getirdiği bu zorunluluk, yine İsviçre Borçlar Kanunu'nda yapılan değişikliklere paralel olarak, **IAS/IFRS** raporlamasında geçerli olmayacaktır. **IAS/IFRS** uyarınca da geri alınan payların öz kaynaktan indirilerek muhasebeleştirilmesi gerekmektedir.

Hâlbuki **SPK Tebliği**'nde geri alınan payların muhasebeleştirilmesinde **IAS/IFRS**'nin; yedek oluşturulmasında ise **YTTKn**'nin bir arada uygulanması öngörülmektedir. Bir başka deyişle, esasen yasal kayıtlar için zorunlu tutulan bir uygulama **IAS/IFRS** kapsamına dâhil edilmektedir. Bu noktada, geri alınan payların öz kaynaktan indirilerek muhasebeleştirildiği **IAS/IFRS** kaynaklı bir finansal raporlama ortamında ayrıca bir de **YTTKn** kaynaklı bir yedek hesabı oluşturulmasının birtakım sakıncalarının olabileceği düşünülmektedir.

Tablo 39'da yer verilen örnekten de görüldüğü üzere, **SPK Tebliği**'nin **IAS/IFRS** ile **YTTKn** uygulamasını muhasebe ortamında birleştirmesi sonucunda şirketlerin geri alım yapabileceği fonlar dünya uygulamalarına aykırı olarak gereğinden fazla kısıtlanmaktadır:

Tablo 39. Geri alınan paylara ilişkin yedek oluşturma uygulaması-1

BpCom A.Ş.'nin bilançosu aşağıdaki gibidir:

Aktif (bin ₺)		Pasif (bin ₺)	
Nakit ve Nakit Benzerleri	200	Sermaye	100
		Geçmiş Yıllar Kârları/Zararları ²¹⁵	100
Aktif Toplamı	200	Pasif Toplamı	200

Şirket elindeki nakdin ₺25'siyle paylarını geri almak istemektedir. Geri alınan payların muhasebeleştirilmesinde **SPK Tebliği**'ne göre hareket edilmekle birlikte aşağıda geri alım sonrasında bilançoda **IAS/IFRS** ve **YTTKn**'ye göre ortaya çıkacak olan durum da gösterilmektedir:

²¹⁵ Bu kalem olağanüstü yedeklerden müteşekkil olup, **SPK** tarafından belirlenen finansal tablo formatlarında olağanüstü yedeklerin "Geçmiş Yıllar Kar/Zararları" kaleminde gösterilmesi zorunlu tutulmuştur.

Bilânço Hesabı	SPK Tebliği (bin ₺)	IAS/IFRS (bin ₺)	YTTKn (bin ₺)
Nakit ve Nakit Benzerleri	175	175	175
Finansal Yatırımlar	-	-	25
Sermaye	100	100	100
Geri Alınmış Paylar (-)	(25)	(25)	-
Kârdan Ayrılan Kısıtlanmış Yedekler ²¹⁶	25	-	25
Geçmiş Yıllar Kârları/Zararları	75	100	75
Aktif/Pasif Toplamı	175	175	200
Bilânço Etkisi	-50	-25	-25

Şirket tarafından yasal kayıtlarda **YTTKn** uyarınca yapılacak olan işlemler sonrasında geri alınan payların varlık olarak muhasebeleştirilmesi nedeniyle bilânço toplamı değişmemektedir. Ancak, şirkete geçmiş yıllar kârlarından kısıtlanmış yedeklere transfer edilen ₺25 tutarında bir fon kısıtlaması getirilmekte, böylece geri alınan payları ileride azamî ₺75'lik bir geri alım yapabilme koşuluyla bilânçoda izleme izni verilmiş olmaktadır. Bir başka deyişle, fon kullanım serbestisi bakımından şirketin bilânçosu ₺25 kadar küçülmektedir.

IAS/IFRS uyarınca bu defa finansal raporlarda yapılacak olan işlemler sonrasında ise, bilânço geri alınan payların bedeli (₺25) kadar küçülmektedir. Bu uygulamada yedeklerle ilgili herhangi bir hareket gerçekleşmemektedir. Bununla birlikte, şirketin ₺75'lik (₺100-₺25) bir geri alım daha yapabilme imkânı bulunmaktadır.

SPK Tebliği ise, **YTTKn** ve **IAS/IFRS** kapsamında ayrı ayrı yapılan söz konusu işlemlerin birlikte uygulanmasını öngörmektedir. Bunun sonucunda, bilânço **IAS/IFRS** uygulamasında olduğu gibi geri alınan payların bedeli kadar (₺25) küçülmekte; ancak aynı zamanda **YTTKn** uygulamasında olduğu gibi geçmiş yıllar kârlarından kısıtlanmış yedeklere yapılan transferle birlikte şirkete aynı tutarda (₺25) ilâve bir fon kısıtlaması getirilmektedir. Bu kısıtlama nedeniyle, şirketin bilânçosu fon kullanım serbestisi bakımından ₺150'ye (₺200-₺25-₺25) düşmektedir.

SPK Tebliği uyarınca geri alınan payların toplam bedeli, kâr dağıtımına konu edilebilecek kaynakların toplam tutarını aşmamaktadır²¹⁷. Dolayısıyla, yukarıdaki örnek kapsamında şirketin serbest yedeklerinde (*geçmiş yıllar kârları/zararları*) izlenen ₺100 tutarında geri alım yapabilmesi gerekmektedir. Ancak, **SPK Tebliği** şirketin bu serbestisini geri alım yaptıkça kısıtlamaktadır²¹⁸. Hatta şirketin ₺100 tutarındaki bir pay geri alımını tek seferde yapmak istemesi hâlinde mevzuat buna engel teşkil etmektedir. Bu durumda da ₺100'nin

²¹⁶ **SPK** tarafından belirlenen finansal tablo formatlarında, **YTTKn** uyarınca, geri alınan paylar için iktisap değerlerini karşılayan tutarda ayrılması gereken yedek akçelerin bu kalem içerisinde raporlanması gerektiği belirtilmektedir.

²¹⁷ [**SPK Tebliği**, Md. 9/3]

²¹⁸ **YTTKn**'de de benzer bir kısıtlama olmakla birlikte, söz konusu kısıtlamanın geri alınan payları bilânçoda varlık olarak muhasebeleştirilmenin bedeli olarak değerlendirilmesi gerekmektedir.

geri alım sonrasında serbest yedeklerden kısıtlanmış yedeklere transfer edilmesi gerekecek, bu da esasında kâr dağıtımına konu edilemeyecek fonlarla geri alım yapılmış olması anlamına gelecektir. Ayrıca, bundan sonraki dönemlerde geri alım yapılabilmesi için asgarî olarak kısıtlı yedek tutarını aşan tutarda kâr elde edilmesi beklenecektir.

Tablo 40. Geri alınan paylara ilişkin yedek oluşturma uygulaması-2

BpCom A.Ş. bu defa **SPK Tebliği** uyarınca kâr dağıtımına konu edilebilecek kaynaklarının tamamıyla (geçmiş yıllar kârları/zararlarında izlenen ₺100 ile) geri alım yapmak istemektedir. Bu işlem sonucunda aşağıdaki gibi bir tablo ortaya çıkmaktadır:

Bilânço Hesabı	SPK Tebliği (bin ₺)	IAS/IFRS (bin ₺)	YTTKn (bin ₺)
Nakit ve Nakit Benzerleri	100	100	100
Finansal Yatırımlar	-	-	100
Sermaye	100	100	100
Geri Alınmış Paylar (-)	(100)	(100)	-
Kârdan Ayrılan Kısıtlanmış Yedekler	100	-	100
Geçmiş Yıllar Kârları/Zararları	0	100	0
Aktif/Pasif Toplamı	100	100	200
Bilânço Etkisi	-200	-100	-100

Görüldüğü gibi, SPK Tebliği uygulamasında kâr dağıtımına konu edilebilecek tutarlarla (₺100) geri alım yapıldıktan sonra bir de aynı tutarda (₺100) kısıtlanmış yedek hesabı oluşturulmakta, böylece aslında hiç geri alım yapılmamış olması gerektiğini ifade eden bir görüntü ortaya çıkmaktadır. Bu durum şirketin ileride kâr elde etmesi hâlinde dahi kâr tutarı kısıtlı yedek tutarını aşmadıkça geri alım yapamamasına neden olabilecektir.

Bu çerçevede, geri alınan payların muhasebeleştirilmesinde **SPK Tebliği**'nin öngördüğü birleşik sistemin terk edilmesinin, bunun için de geri alınan paylara ilişkin yedek oluşturulmasını öngören hükümlerin **SPK Tebliği**'nden çıkartılmasının uygun olacağı düşünülmektedir. Böylece, şirketler yasal kayıtlarında **YTTKn** uyarınca hareket ederek geri alınan payları, karşılığında yedek hesabı oluşturmak kaydıyla, varlıkları arasında izleyecek; finansal raporlarında ise **IAS/IFRS** uyarınca geri alınan payları öz kaynaktan indirerek gösterecek ve uluslararası düzenlemelerle uyumlu bir sistem yaratılmış olacaktır.

4.2.3.2. Finansal Tablo Formatları

SPK Tebliği'nde geri alınan payların ve bunlarla ilgili yedek akçelerin finansal tablolarda gösteriminin **SPK** tarafından ilân edilen formatlar uyarınca yapılacağı ifade edilmiştir²¹⁹. 2013/19 sayılı **SPK** Bülteni'yle ilân edilen²²⁰ söz konusu formatlara göre geri alınan paylar bilançoda aşağıdaki şekilde gösterilmektedir:

Tablo 41. SPK finansal tablo formatlarında geri alınan paylar

ÖZ KAYNAKLAR	Dipnot Referansları	Cari Dönem 20..	Geçmiş Dönem 20..
Ana Ortaklığa Ait Öz Kaynaklar			
Ödenmiş Sermaye			
Sermaye Düzeltme Farkları			
Geri Alınmış Paylar (-)			
Karşılıklı İştirak Sermaye Düzeltmesi (-) ²²¹			
Paylara İlişkin Primler/İskontolar			
Kâr veya Zararda Yeniden Sınıflandırılmayacak Birikmiş Diğer Kapsamlı Gelirler ve Giderler			
<i>Yeniden Değerleme ve Ölçüm Kazanç/Kayıpları</i>			
<i>Diğer Kazanç/Kayıplar</i>			
Kâr veya Zararda Yeniden Sınıflandırılacak Birikmiş Diğer Kapsamlı Gelirler ve Giderler			
<i>Yabancı Para Çevirim Farkları</i>			
<i>Risken Korunma Kazanç/Kayıpları</i>			
<i>Yeniden Değerleme ve Sınıflandırma Kazanç/Kayıpları</i>			
<i>Diğer Kazanç/Kayıplar</i>			
Kârdan Ayrılan Kısıtlanmış Yedekler			
Geçmiş Yıllar Kârları/Zararları			
Net Dönem Kârı/Zararı			
Kontrol Gücü Olmayan Paylar			
TOPLAM ÖZ KAYNAKLAR			

Bu formatlar uyarınca geri alınan paylara ilişkin alım bedellerinin öz kaynaktan düşülerek “Geri Alınmış Paylar (-)” kaleminde gösterilmesi gerekmektedir. Buna göre, **SPK** tarafından geri alınan payların muhasebeleştirilmesinde maliyet yönteminin tercih edildiği anlaşılmaktadır.

²¹⁹ [SPK Tebliği, Md. 20/2]

²²⁰ **KGK'nın** tüm sermaye şirketleri için geçerli olan finansal tablo formatları ile **SPK'nin** borsa şirketlerine yönelik finansal tablo formatları geri alınan payların muhasebeleştirilmesi ve sunumu açısından aynı hükümleri ihtiva etmektedir.

²²¹ **SPK** finansal tablo formatlarında ana ortaklık konumundaki şirket paylarının bağlı ortaklıklarınca satın alınması suretiyle geri alınan payların “Karşılıklı İştirak Sermaye Düzeltmesi” kaleminde gösterilmesi gerektiği ifade edilmiştir.

Bu noktada, maliyet yöntemi gereği alış bedeliyle izlenen “Geri Alınmış Paylar (-)” kaleminin nominal değeriyle izlenen sermaye kaleminin altında yalnızca sermayeyi düzeltirmişçesine gösterilmesinin uygun olmadığı düşünülmektedir. Bunun yerine, bu hesap kalemine öz kaynakların en alt sırasında bir bütün olarak öz kaynakları düzeltirmişçesine yer verilmesinde fayda görülmektedir.

Diğer taraftan, uygulamada genellikle payların ileriki bir dönemde yeniden elden çıkarılmak üzere geri alındığı düşünüldüğünde, **SPK**’nın maliyet yöntemine dair tercihinin yerinde olduğu sonucuna ulaşılmaktadır. Ancak, **SPK**’nın finansal tablo formatlarında maliyet yöntemine özgü ve geri alınan paylara ait olduğu açıkça belli olan bir ihraç primi hesabı yer almamaktadır. Bu da geri alınan paylara ilişkin işlemlerde nominal değer yönteminde olduğu gibi bu payların ilk ihraçlarına ilişkin orijinal öz kaynak hesaplarının kullanılmasına neden olabilecektir. Örneğin, “Paylara İlişkin Primler/İskontolar” kalemi esas itibarıyla geri alınan payların ilk ihracında oluşturulmuş primleri içermektedir. Bu hesap kaleminin maliyet yönteminde de kullanılması hâlinde geri alınan payların elden çıkarılması esnasında oluşabilecek yeni primler ilk ihraca ait primlerle karışabilecek ve primlerin amacı dışında kullanılması (*örneğin, zarar mahsubu, sermaye artırımı vb.*) söz konusu olabilecektir.

Bu çerçevede, **SPK** finansal tablo formatlarına maliyet yöntemine özgü “Geri Alınan Paylara İlişkin Primler/İskontolar” şeklinde yeni bir hesap kaleminin ilâve edilmesinin uygun olacağı düşünülmektedir.

SPK formatlarına göre geri alınan payların bilânçonun yanı sıra öz kaynaklar değişim tablosunda ve nakit akış tablosunda²²² da gösterilmesi; finansal tablo dipnotlarında ise elde bulundurulmuş geri alınmış payların alım bedelleri ve ilgili dönemde yapılan alım satım işlemlerine ilişkin alım ve satım bedellerinin açıklanması zorunludur.

²²² Nakit akış tablosunda, geri alım işlemlerinin **IAS/IFRS**’e uygun olarak finansman faaliyetlerinden nakit akışı şeklinde raporlanmasının öngörüldüğü anlaşılmıştır. Geri alım işlemleriyle ilgili kalemin adının “İşletmenin Kendi Paylarını ve Diğer Özkaynağa Dayalı Araçlarını Almasıyla İlgili Nakit Çıkışları” şeklinde belirlendiği dikkate alındığında geri alım işlemlerinin yalnızca nakit çıkışı gerektiren yönü göz önüne alınmış görülmektedir. Ancak, geri alınan payların elden çıkarılmasının, terminolojik olarak uygun olmasa da, özünde yeni bir “ihraç” niteliği taşıdığı farz edildiğinde bu işlemlerin “Pay ve Diğer Özkaynağa Dayalı Araçların İhracından Kaynaklanan Nakit Girişleri” kaleminde de raporlanabileceği düşünülmektedir.

BEŞİNCİ BÖLÜM

SERMAYE PİYASASINDA PAY GERİ ALIMI İŞLEMLERİNİN AMPİRİK OLARAK İNCELENMESİ

Türk sermaye piyasasında pay geri alımları diğer ülke uygulamalarına nazaran yeni sayılan bir kavram olduğundan bu işlemlerin ne amaçla gerçekleştirildiği ve piyasada ne gibi etkiler yarattığı sorularına verilecek yanıtlar düzenleyici otoritenin ufkunu aydınlatabilecek, yatırımcıların şirketler tarafından bu yönde alınan kararları daha sağlıklı yorumlamalarına yardımcı olabilecektir.

Bu kapsamda, şirketleri pay geri alımına iten faktörlerin belirlenmesi bu bölümün ilk araştırma konusunu oluşturmaktadır. İkinci araştırma konusu ise pay geri alım işlemlerinin şirketlerin payları üzerindeki kısa dönem etkilerinin incelenmesidir. Söz konusu araştırmaların sonucunda ortaya konacak neden-sonuç ilişkilerinin pay geri alım işlemlerinin şirketler ve yatırımcılar açısından önemine işaret edeceği düşünülmektedir.

Her iki araştırmada da, **BIST**'te gerçekleştirilen pay geri alım işlemleri incelenmekte ve bu incelemelerde, **SPK Tebliği**'nin yayımlandığı 03.01.2014 tarihinden önceki, bir başka deyişle uygulamanın yalnızca **SPK İlke Kararları**'yla yönlendirildiği dönem esas alınmaktadır. Araştırmalarda pay geri alımlarına ilişkin verilerin tamamı **KAP**'ta yayımlanan ikincil veri kaynağı niteliğindeki özel durum açıklamalarından temin edilmiştir. Söz konusu veriler şirketler tarafından ilân edilen finansal raporlardan da (*finansal tablolar, bağımsız denetim raporları, faaliyet raporları vb.*) kontrol ve teyit edilmiştir. Şirketlere ait finansal bilgiler ise **BIST**, **KAP** ile FINNET²²³, Datastream ve Thomson Reuters gibi ulusal ve uluslararası veri dağıtım platformlarından elde edilmiştir. Bu bölümde yer verilen tablo ve şekiller aksi belirtilmediği müddetçe bu veri kanallarından elde edilen bilgilerin derlenmesiyle yazar tarafından oluşturulmuştur. Diğer taraftan, verilerin analizi Excel ve Stata programları kullanılmak suretiyle yapılmıştır.

²²³ Sermaye ve para piyasalarına yönelik, araştırma ve analiz yazılımları geliştiren FINNET, kendi ürettiği yazılımların yanı sıra, popüler tüm teknik analiz programları, temel analiz programlarıyla, kurumsal ve bireysel kullanıcıların finansal veri ihtiyaçlarını karşılamaktadır. Bkz. <https://www.finnet.com.tr>.

5.1. PAY GERİ ALIMLARINA NEDEN OLAN FAKTÖRLER

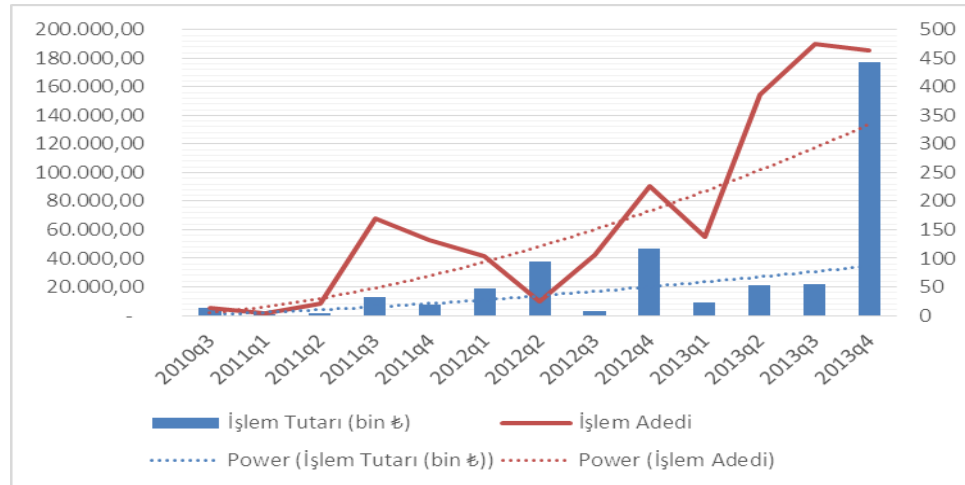
Yerine getirilmesi zorunlu bir taahhütten ziyade yönetime hareket esnekliği tanıyan bir finansman aracı olması, pay geri alımlarının suiistimal amacıyla da kullanılmasına yol açabilmektedir. Yönetimin geri alım yapma olasılığını artıran faktörlerin ortaya çıkarılması hâlinde şirketle ilgili bilgilerin daha sağlıklı olarak değerlendirilebileceği ve gerekli tedbirlerin daha kolay alınabileceği düşünülmektedir.

5.1.1. Araştırma Verileri

İnceleme döneminde **BIST**'te ilk pay geri alımı işlemleri **SPK**'nın 01.09.2009 tarihli İlke Kararı'nı müteakip 2010 yılının üçüncü çeyreğinde gerçekleştirilmiştir²²⁴. Ancak, söz konusu kararın yalnızca aracı kurumlar ve yatırım ortaklıklarını kapsaması nedeniyle yoğun bir işlem hacmiyle karşılaşılmamıştır.

SPK'nın uygulamayı tüm borsa şirketlerini kapsayacak şekilde genişlettiği 10.08.2011 tarihli İlke Kararı yayımlandıktan sonraki dönemde ise geri alım işlemlerinde gerek adet gerekse tutar bazında gözle görülür bir artış yaşanmıştır.

Şekil 10. 2010/3-2013/12 döneminde gerçekleşen pay geri alım işlemleri



²²⁴ İlk pay geri alım uygulaması bir gayrimenkul yatırım ortaklığı tarafından 14.07.2010 tarihinde gerçekleştirilmiştir.

Şekil 10'dan da görülebileceği üzere, pay geri alım işlemleri SPK'nın tüm borsa şirketlerini kapsayan İlke Kararı'nın yayımlandığı 2011 yılının üçüncü çeyreğinden itibaren artış göstermektedir²²⁵. Şekil 10'da gösterilen söz konusu geri alım işlemleriyle ilgili detaylı bilgiler Tablo 42'de yer almaktadır:

Tablo 42. Geri alım işlemlerinin adedi ve tutarı

Dönem	Geri Alım Şirket Gözlem Sayısı	Geri Alım İşlem Adedi	Geri Alım İşlem Tutarı (bin ₺)	Ortalama Geri Alım Oranı (%)
2010q ₃	1	13	5.658,50	0,82
2010q ₄	-	-	-	-
2011q ₁	1	3	148,56	0,67
2011q ₂	1	21	1.863,51	8,10
2011q ₃	6	170	12.889,08	4,44
2011q ₄	8	132	7.528,13	10,58
2012q ₁	9	103	19.011,36	0,92
2012q ₂	4	24	37.826,90	1,06
2012q ₃	3	105	3.169,03	0,63
2012q ₄	11	226	46.977,18	1,57
2013q ₁	7	138	8.741,04	1,01
2013q ₂	10	387	21.125,11	1,36
2013q ₃	7	475	21.896,38	0,92
2013q ₄	7	464	177.526,13	1,03
Ortalama	5	162	26.025,78	2,37
Medyan	7	119	10.815,06	1,02
Toplam	75 (34²²⁶)	2.261	364.360,91	-

Tablo 42'de en çok dikkat çeken husus, yıllar itibarıyla bakıldığında geri alım işlemlerinin tutarında gözlenen hızlı artıştır. Örneğin, 2011 yılında toplam ₺22.430.280 olan bu tutar yaklaşık 10 kat artarak 2013 yılında ₺229.288.650'ye ulaşmıştır. Ayrıca, her çeyrek dönemde ortalama (*medyan*), 5 (7) şirket tarafından yapılan 162 (119) adet geri alım işlemiyle dolaşımdaki payların %2,4 (%1,02)'ünü temsil eden pay yaklaşık ₺26.000.000 (₺11.000.000) ödenmek suretiyle geri alınmıştır²²⁷.

²²⁵ 2013 yılının son çeyreğinde görülen istisnâ artış esas itibarıyla büyük bir şirketin yüksek miktar ve tutarda pay geri alımına başlamasından kaynaklanmaktadır.

²²⁶ Sütunun toplamı 75 olmakla birlikte bazı şirketler birkaç dönemde geri alım yaptıkları için geri alım yapan farklı şirket sayısı 34 olarak tespit edilmiştir.

²²⁷ Ortalama geri alım oranı, geri alınan payların nominal değerinin şirketin sermayesini temsil eden payların toplam nominal değerine bölünmesiyle hesaplanmıştır.

2010/3-2013/12 döneminde 75 adet şirket/dönem gözlemi kapsamında, pay geri alımı yapan 34²²⁸ adet şirketin faaliyet gösterdikleri sektörler itibarıyla bir dökümüne ise Tablo 43'te yer verilmektedir:

Tablo 43. Geri alınan pay adedi ve tutarı

Ana Sektör	Alt Sektör	Şirket Sayısı	Geri Alım İşlem Adedi (%)	Geri Alım İşlem Tutarı (%)
İmalat Sanayi	Dokuma, Giyim Eşyası ve Deri	2	3,3	2
	Kimya, Petrol, Kauçuk ve Plastik Ürünler	3	3,4	2
	Gıda, İçki ve Tütün	2	1,2	0
	Taş ve Toprağa Dayalı Sanayi	1	0	0
	Metal Eşya, Makine ve Gereç Yapım	1	1,3	0
Toptan ve Perakende Ticaret, Otel ve Lokantalar	Perakende Ticaret	1	2	3
	Lokanta ve Oteller	3	4,2	1
Teknoloji	Bilişim	2	17,2	2
Ulaştırma, Haberleşme ve Depolama	Ulaştırma	1	0	0
Meslekî, Bilimsel ve Teknik Faaliyetler	Hukuk ve Muhasebe Faaliyetleri	1	9	0
	Aracı Kurumlar	1	0	1
Malî Kuruluşlar	Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları	5	4,3	41
	Menkul Kıymet Yatırım Ortaklıkları	2	8	1
	Holdingle ve Yatırım Şirketleri	9	46,1	45
		34	100	100

Tablo 43'ten, mâli kuruluşlar (17) ile imalat sanayiinde faaliyet gösteren şirketlerin (9) ana sektör; holdingler ve yatırım şirketleri (9) ile gayrimenkul yatırım ortaklıklarının (5) ise alt sektör bazında şirket sayısı bakımından geri alımda ön plâna çıktığı anlaşılmaktadır. Holdingler ve yatırım şirketleri geri alım adedinde ve tutarında sırasıyla %46 ve %45 oranındaki paylarıyla geri alım yapan şirketler arasında en büyük paya sahip bulunmaktadır. Bilişim şirketleri geri alım adedi (%17,2), gayrimenkul yatırım ortaklıkları ise geri alım tutarı (%41) itibarıyla holdingler ve yatırım şirketlerini takip etmektedir.

²²⁸ 34 adet şirketin dışında 14 şirketin geri alım programı duyurusu yapmış olmasına karşın fiilen geri alım işlemi gerçekleştirmediği anlaşılmıştır.

Tablo 43'te raporlanmamakla birlikte, geri alım yapan 34 adet şirketten 14'ü Ulusal Pazar, 7'si Kurumsal Ürünler Pazarı, 10'u İkinci Ulusal Pazar ve 1'i Serbest İşlem Platformu olmak üzere **BIST** Pay Piyasası²²⁹; 2'si ise **BIST** Gelişen İşletmeler Piyasası²³⁰ bünyesinde işlem görmektedir.

Diğer taraftan, söz konusu 34 adet şirketten 11 adedi²³¹ bağlı ortaklıkları vasıtasıyla da geri alım yapmış olup, bu alımların toplam geri alım adedi içindeki payı %10, geri alım tutarının içindeki payı ise %20 civarındadır. Holdingler ve yatırım şirketleri dışındaki malî kuruluşlar ise sermaye piyasası kurumu niteliğini haiz olmaları nedeniyle diğer şirketlerden daha farklı düzenlemelere tâbi tutulmaktadır.

5.1.2. Literatür Taraması

Literatürde konuyla ilgili genel kabul gören uygulama, söz konusu faktörlerin pay geri alımı yapma olasılığına etkilerinin çalışmanın 1.1.2. numaralı bölümünde yer verilen yaklaşımlar çerçevesinde incelenmesi suretiyle ortaya çıkarılması şeklinde gelişmiştir.

Artık sermayenin dağıtılması yaklaşımı kapsamında yapılan çalışmalarda genellikle şirketlerin nakit bulundurma seviyeleri stok (*bilânço*) ve akım (*gelir tablosu*) değişkenlerle ölçülmekte ve tespit edilen seviyenin geri alım yapma olasılığıyla olan ilişkisi irdelenmektedir. Buna göre, bünyesinde yüksek tutarda nakit bulunduran veya yüksek tutarda nakit akışı elde eden şirketlerin paylarını geri almaları daha olasıdır ([Dittmar, a.g.e.](#)).

²²⁹ Kotasyon şartlarını tümüyle karşılayan şirketler Ulusal Pazar'da; yatırım ortaklıkları payları kot içi pazar niteliğindeki Kurumsal Ürünler Pazarı'nda; küçük ve orta ölçekli şirketler, Ulusal Pazar'dan geçici veya sürekli olarak çıkartılan şirketler ile Ulusal Pazar için geçerli kotasyon ve işlem görme koşullarını sağlayamayan şirketler ise İkinci Ulusal Pazar'da işlem görmektedir. Diğer taraftan, SPK'nin 3 Haziran 2011 tarih ve 17/519 sayılı kararı kapsamında; payları borsada işlem görmeyen halka açık şirketlerin finansal durumlarının ve halka açıklık yapılarının değerlendirilmesi sonucunda SPK kaydındaki bazı şirketlerin paylarının Serbest İşlem Platformu'nda işlem görmesine karar verilmiştir.

²³⁰ Gelişen İşletmeler Piyasası, kotasyon şartlarını sağlayamayan gelişme ve büyüme potansiyeline sahip şirketlerin sermaye piyasalarından fon sağlamak amacıyla ihraç edecekleri menkul kıymetlerin işlem görebileceği şeffaf ve düzenli bir ortam yaratmak amacıyla kurulmuştur.

²³¹ Bağlı ortaklıkları vasıtasıyla geri alım yapan şirketlerden 6 adedi holding ve yatırım şirketi, geri kalanı imalat sanayii şirkettir.

Bu yaklaşım pay geri alımlarının nakit temettü ödemelerine alternatif olarak kullanılıp kullanılmadığına yönelik araştırmalara da dayanak oluşturmaktadır. Andriosopoulos ve Hoque'a (*a.g.e.*) göre, pay geri alımlarının, nakit temettü ödemeleriyle kıyaslandığında vergi açısından daha avantajlı olması, yönetimin temettü dağıtım kararlarında rol oynayan önemli bir faktördür. Grullon ve Michaely (2002) ise temettü ödemelerini durduran şirketlerden geri alım yapmayanların pay getirilerinin yapanlara nazaran daha düşük çıktığını göstererek piyasanın geri alımları temettü ödemelerinin bir ikamesi olarak algıladığını ortaya koymuştur. Ancak, Pacheco ve Raposo'nun (2009) çalışmasına bakıldığında ilk defa geri alım yapan şirketlerin temettü ödeme oranlarının ve temettü verimlerinin daha yüksek olduğu görülmektedir.

Değişken seçimi itibarıyla nakdin doğru değerlendirilmesi yaklaşımı ile artık sermayenin dağıtılması yaklaşımına yönelik çalışmaların birbirlerini tamamladığı düşünülmektedir. Nakdin doğru değerlendirilmesi yaklaşımı kapsamında yapılan çalışmalarda da nakit seviyesinin tespitiyle ilgilenilmektedir. Buradaki en önemli fark, geri alım ile olan ilişkinin regresyon modeli²³² kullanılarak tahmin edilen bir atıl nakit seviyesi üzerinden test edilmesidir. Bununla birlikte, belli finansal oranların atıl nakdi temsil edebildiği de kabul edilmektedir. Örneğin, Fenn ve Liang (2001) çalışmalarında bu yaklaşımın test edilmesinde “FAVÖK-Sermaye Harcamaları” ile “Piyasa Değeri/Defter Değeri (PD/DD)”yi değişken olarak esas almıştır.

Grullon ve Michaely (2004), yatırım olanakları azalan, dolayısıyla verimsiz yatırım yapma riski bulunan şirketlerin pay geri alımlarına piyasanın olumlu tepki verdiğini tespit etmişlerdir. Bir başka çalışmada da, yöneticilerin ve kurumsal yatırımcıların pay sahibi olduğu benzer nitelikli şirketlerde iradenin atıl nakdin dağıtılması şeklinde ortaya çıktığı gösterilmektedir (Oswald ve Young, 2008).

²³² Oswald ve Young (2008:798) ile Young ve Yang (2011:710) çalışmalarında modeli şu şekilde kurgulamışlardır:

$$\frac{Atıl\ nakit_{it}}{Varlıklar_{it-1}} = \lambda_0 + \lambda_1 \frac{PD}{DD_{it}} + \lambda_2 \frac{Net\ işletme\ sermayesi_{it}}{Varlıklar_{it-1}} + \lambda_3 \frac{İşletme\ faaliyetlerinden\ nakit_{it-1}}{Varlıklar_{it-1}} + \lambda_4 \frac{Borçlar_{it}}{Varlıklar_{it}} + \lambda_5 \frac{ARGE_{it}}{Satışlar_{it}} + \lambda_6 \log(Piyasa\ Kap._{it}) + \lambda_7 Temettü_{it} + \varepsilon_{it}$$

Bu modelden elde edilen kalıntı terimleri (*residual*) geri alım olasılığını ölçen analizlere dâhil edilmekte, böylece atıl nakit seviyesi ile geri alım arasındaki neden-sonuç ilişkisi araştırılmaktadır.

İdeal sermaye yapısına ulaşılması yaklaşımı kapsamında yapılan çalışmaların hemen tamamında şirketlerin kaldıraç oranları ile geri alım yapma olasılıkları ilişkilendirilmektedir. Bu konudaki genel kanaat, düşük kaldıraç oranına sahip şirketlerin paylarını daha büyük olasılıkla geri aldıkları yönündedir (Chen, *a.g.e.*). Ancak, Dittmar (*a.g.e.*) çalışmasında bu anlamda güçlü bir ilişki tespit edememiştir.

Pay geri alımlarıyla piyasaya payların düşük fiyatlandığı veya şirkette işlerin olumlu gittiği şeklinde mesajı verilmesi söz konusu olabilmektedir.

Düşük fiyatlamayla ilgili çalışmalarda şirketin değeri hakkında yorum yapılmasına olanak tanıyan çeşitli unsurlar incelenmektedir. Örneğin, şirketin pay fiyatları (*geri alım öncesindeki dönemlere ait getiri*), büyüklüğü (*toplam varlık değeri*), finansal oranları (*PD/DD*) vb. değişkenler şirket değeri ile geri alım arasındaki ilişkinin tespitinde sıkça kullanılmaktadır.

Yapılan tespitler, genellikle düşük getirili (Vermaelen, 1981; Stephens ve Weisbach, 1998; Oswald ve Young, *a.g.e.*; Chen, *a.g.e.*) ve düşük *PD/DD* oranına sahip (Ikenberry ve diğerleri, 1995; Chen, *a.g.e.*) büyük (Chen, *a.g.e.*; Andriosopoulos ve Hoque, *a.g.e.*) şirketlerin paylarını geri aldıklarına işaret etmektedir.

Geri alımın piyasaya şirket hakkında olumlu mesaj verme niyetiyle yapılıp yapılmadığı esas itibarıyla şirketin geri alım öncesindeki ve sonrasındaki faaliyet kârının karşılaştırılması suretiyle araştırılmaktadır. Bu anlamda birçok çalışmada geri alım sonrasında şirketlerin faaliyet performansında önemli gelişmelerin kaydedildiği gözlemlenmiştir (McNally, 1999; Lie, *a.g.e.*).

Diğer taraftan, *PBK* oranı da piyasaya şirketle ilgili olumlu mesaj verilmesinin bir aracı olarak kullanılabilir. Yapılan çalışmalarda pay geri alımları ile *PBK* oranı arasındaki ilişki finansal ve idarî boyutta irdelenmektedir. Finansal boyuta ilişkin olanlarda, yöneticilerin analistlerin şirketle ilgili *PBK* oranı beklentilerini karşılamak veya aşmak (Hribar ve diğerleri, 2006), *PBK* oranındaki dönemsel artışlara süreklilik kazandırmak (Myers ve diğerleri, 2007) ve *PBK* oranının büyümesini muhafaza etmek

(Bens ve diğçerleri, 2003) amacıyla pay geri alımı yaptıkları ifade edilmektedir. İdarî boyuta ilişkin olanlarda ise, geri alınan payların yöneticilerin PBK oranının performansına bağılı ödeme plânlarında kullanıldığı (Young ve Yang, a.g.e.) gösterilmektedir.

Yöneticilerin teşvik edilmesi yaklaşımının uygulanmasında şirketlerin yöneticileri için hayata geçirdikleri ödeme plânlarına şirket paylarının konu edilip edilmediğı araştırılmaktadır. Bu araştırmalara göre, yöneticilerine pay opsiyonları vasıtasıyla prim imkânı tanıyan şirketlerin paylarını geri almaları daha olası gözükmektedir. Dittmar'ın (a.g.e.) çalışmasında da, pay opsiyonlarının kapsadığı pay miktarı daha fazla olan şirketlerin daha büyük bir olasılıkla geri alım yaptığı ifade edilmektedir.

Ele geçirmelere caydırıcılık kazandırılması yaklaşımı kapsamında yapılan çalışmalarda geri alım öncesinde ele geçirilme riskine daha fazla maruz kalan şirketlerin paylarını geri almalarının daha olası olduğu ortaya konmuştur (Doan ve diğçerleri, 2012). Ancak, Dittmar (a.g.e.) bu yaklaşımı destekleyici bir bulguya ulaşamamıştır.

Servetin el değıştirmesi yaklaşımını test eden çalışmalara bakıldığında tahvil yatırımcılarının kayıplarının geri alımın büyüklüğünün bir fonksiyonu olduğuna ve geri alım programlarının kamuya açıklanmasıyla birlikte tahvillerin derecelendirme notlarının düşme olasılığının iki kat arttığına yönelik önemli bulgulara ulaşılmıştır (Maxwell ve Stephens, 2003). Ayrıca yatırımcı haklarının yeterince korunmadığı şirketlerde tahvil yatırımcılarının pay geri alımından kaynaklanan zararlarının daha fazla olduğuna işaret eden çalışmalar da mevcuttur (Jun ve diğçerleri, 2009).

Bunların dışında, Andriosopoulos ve Hoque (a.g.e.) İngiltere, Fransa ve Almanya borsalarında yaptığı araştırmada, çok ortaklı ve nakit temettü ödeyen şirketlerin geri alım duyurusu yapma olasılığının her üç ülkede de diğçer şirketlere nazaran daha fazla olduğu sonucuna ulaşmışlardır.

Ülke piyasalarının karşılaştırılmasından ziyade geri alım sıklığı dikkate alınarak yapılan karşılaştırmalarda ise sık geri alım yapan şirketlerin daha büyük, faaliyet kâr oynaklığı

daha az ve temettü ödeme oranı daha yüksek şirketler olduğu ortaya konmuştur. Buna karşılık, seyrek geri alım yapan şirketler daha küçük, faaliyet kâr oynaklığı daha çok, kurumsal yatırımcı oranı daha düşük, yöneticilerin pay sahiplik oranları daha yüksek şirketlerdir. Asimetrik bilgilendirmeye maruz kalan bu şirketlerin paylarının, düşük **PD/DD** oranlarına bağlı olarak daha düşük fiyatlandığı algısı mevcuttur (Jagannathan ve Stephens, 2003).

5.1.3. Araştırma Hipotezleri

Çalışmanın bu bölümünde söz konusu faktörler “artık sermayenin dağıtılması”, “nakit akışının doğru değerlendirilmesi”, “piyasaya mesaj verilmesi” ve “ideal sermaye yapısına ulaşılması” yaklaşımları çerçevesinde incelenmektedir. Türkiye’de borsa şirketlerinde yöneticilere pay bazlı ödeme yapma uygulamasının gelişmemesi, sermayenin büyük bir bölümünün hâkim ortakların elinde olması ve borçlanma aracı ihracına sık rastlanmaması nedenleriyle “yöneticilerin teşvik edilmesi”, “ele geçirmelere caydırıcılık kazandırılması” ve “servetin el değiştirmesi” yaklaşımlarına yönelik bir inceleme yapılmamasına karar verilmiştir.

Yukarıda yer verilen literatür taraması kapsamında bu çalışmaya konu edilen faktörlerin/yaklaşımların incelenmesinde kullanıldığı tespit edilen ayırt edici potansiyele sahip finansal değişkenlerin bir özetine ve bu değişkenlerin pay geri alımı olasılığı üzerindeki etkilerinin beklenen yönüne Tablo 44’te yer verilmektedir.

Buna göre, *CASH* değişkeni nakdin doğru değerlendirilmesi yaklaşımı kapsamında yapılacak incelemede ölçümlenecektir. Bu değişkenle ilgili hipotez aşağıdaki şekilde belirlenmiştir:

H1. Nakit seviyesi yüksek şirketlerin geri alım yapma olasılığı daha fazladır.

Bu nedenle, *CASH* değişkeninin kat sayısının pozitif işaretli olması beklenmektedir.

Tablo 44. Geri alıma neden olan faktörlerle ilgili model değişkenleri

Değişken	Temsil Ettiği Kavram	Artık Sermaye	Piyasaya Mesaj Verme		İdeal Kaldıraç	Nakit Değerlendirme
			Düşük fiyatlama	Olumlu mesaj verme		
CASH	Nakit seviyesi					$\frac{\text{Nakit vb.}_{i(t-1)}}{\text{Varlıklar}_{i(t-1)}}$ (+)
EPS	PBK			$\left(\frac{\text{Net Dönem Kârı}}{\text{Pay Fiyatı}}\right)_{it-1}$ (-)		
MKBK	PD/DD		$\left(\frac{PD}{DD}\right)_{i(t-1)}$ (-)			
DIVY	Temettü verimi	$\left(\frac{\text{Pay Başına Temettü}}{\text{Pay Fiyatı}}\right)_{it-1}$ (-)				
SIZE	Aktif büyüklüğü		$\log(\text{Varlıklar})_{i(t-1)}$ (-)			
DEBT	Kaldıraç oranı				$\left(\frac{\text{Finansal Borçlar}}{\text{Varlıklar}}\right)_{it-1}$ (-)	
INTNG	Maddî olmayan duran varlık toplamı		$\frac{MODV}_{i(t-1)} / \text{Varlıklar}_{i(t-1)}$ (+)			
OPERF	Kârlılık				$\frac{\text{Faaliyet Kârı}_{i(t-1)}}{\text{Varlıklar} - \text{Nakit vb.}_{i(t-1)}}$ (+)	

Kaynak: Dittmar (a.g.e.), Oswald ve Young (a.g.e.), Young ve Yang (a.g.e.), Andriosopoulos ve Hoque (a.g.e.), Chen (a.g.e.), Lie (a.g.e.), Pacheco ve Raposo (a.g.e.)

Piyasaya mesaj verilmesi yaklaşımı kapsamında, *EPS* değişkeni ile ilgili hipotez ise aşağıdaki gibi olup değişkenin kat sayısının negatif yönlü olacağı düşünülmektedir:

H2. Düşük **PBK** oranına sahip şirketlerin geri alım yapma olasılığı daha fazladır.

Aynı yaklaşıma göre, *MKBK* değişkeni şirket paylarının düşük değerlendirildiğinin göstergesi niteliğindedir. Bu nedenle geri alım olasılığıyla *MKBK* değişkeni arasında negatif yönlü bir ilişkinin tespit edilmesi amaçlanmaktadır. Buna ilişkin hipotez aşağıdaki şekilde kurgulanmıştır:

H3. Düşük **PD/DD** oranına sahip şirketlerin geri alım yapma olasılığı daha fazladır.

Pay geri alımının nakit temettüye alternatif teşkil edip etmediğinin değerlendirilebilmesi amacıyla temettü verimini ifade eden *DIVY* değişkeni analize ilâve edilmiş olup, aşağıdaki hipotezin test edilmesinde kullanılmasına karar verilmiştir:

H4. Düşük temettü verimine sahip şirketlerin geri alım yapma olasılığı daha fazladır.

SIZE değişkeni bilgi asimetrisinin geri alımlardaki rolünün incelenmesi amacıyla analize dâhil edilmiştir. Buna göre, küçük şirketlerin maruz kaldıkları bilgi asimetrisi nedeniyle pay fiyatlarının doğru bir şekilde oluşmayabileceği düşüncesinden hareketle, aşağıdaki gibi bir hipotez oluşturulmuştur:

H5. Aktif büyüklüğü bakımından küçük şirketlerin geri alım yapma olasılığı daha fazladır.

DEBT değişkeniyle şirketlerin kaldıraç seviyeleri hakkında bilgi toplanması ve ideal bir sermaye yapısına ulaşabilmek gayesiyle geri alım yapılıp yapılmadığı hususunun araştırılması amaçlanmaktadır. Düşük kaldıraç oranına sahip şirketlerin geri alım yapmak suretiyle sermaye yapılarında istedikleri değişikliği yapmak isteyecekleri varsayılmış ve aşağıdaki hipotez test edilmiştir:

H6. Düşük kaldıraç oranına sahip şirketlerin geri alım yapma olasılığı daha fazladır.

INTNG değişkeninin temsil ettiği maddî olmayan duran varlıklar ile geri alım arasındaki ilişkinin pozitif yönlü olması beklenmektedir. Maddî olmayan duran varlıkların

mevcudiyeti de bilgi asimetrisini artırabilmekte; bu da şirket paylarının düşük değerlenmesine yol açabilmektedir (Barth ve Kasznik, 1999). Bu nedenle aşağıdaki hipotezin kullanılması uygun görülmüştür:

H7. Maddî olmayan duran varlık seviyesi yüksek şirketlerin geri alım yapma olasılığı daha fazladır.

Son olarak kârlılık performansı (*OPERF*) yüksek şirketlerin bu performans bilgisini piyasayla paylaşarak performansının ileride de devam edeceği yönünde bir mesaj vermek isteyebileceği kanaati oluşmuştur. Bu kanaat aşağıdaki hipotezin test edilmesiyle doğrulanabilecektir:

H8. Kârlı şirketlerin geri alım yapma olasılığı daha fazladır.

Araştırmada kullanılan değişkenlerden hâlihazırda oran cinsinden olan *EPS*, *DIVY* ve *MKBK* dışındaki mutlak değer olarak ifade edilen değişkenlerin her biri ölçek etkilerinin kontrol edilebilmesi ve ayrı varyanslılık probleminin önüne geçilebilmesi amacıyla aktif toplamı ile ölçeklendirilmiştir.

Çalışmada yer verilen hipotezler, farklı veri setleriyle koşullu lojistik regresyon, panel lojistik regresyon ve çok terimli lojistik regresyon olmak üzere üç adet lojistik regresyon tekniği kullanılmak suretiyle test edilmiştir.

5.1.4. Koşullu Lojistik Regresyon Çalışması

Değişkenlerin analizinde²³³ öncelikle 2010/3-2013/12 döneminde herhangi bir çeyrekte geri alım yapmış her bir şirket hiçbir dönemde geri alım yapmamış başka şirketlerle

²³³ Çalışmada genel olarak epidemiyoloji veya biyoistatistik uzmanları tarafından klinik araştırmalarda kullanılan eşleştirme yönteminden yararlanılmıştır. Yöntemin amacı incelenen hastalık ile bu hastalığı belirlediği düşünülen etkenler arasındaki neden-sonuç ilişkisinin tespit edilmesidir. Yöntemde öncelikle belli bir hastalığı taşıyan (*olgu grubu*) ve taşımayanlardan (*kontrol grubu*) oluşan gruplar tespit edilmekte ve sonrasında bu iki grup arasında potansiyel risk etkenlerinin analizi yapılmaktadır. Söz konusu gruplar yaş, cinsiyet, sigara/alkol kullanımı vb. benzer değişkenler dikkate alınarak tespit edilmekte, böylece aynı hastalık riskine maruz birbirine benzeyen iki grup yaratılmaktadır. Eşleştirmede en basit model gruplara dâhil bireyleri 1-1 eşleştirmek olmakla birlikte, kontrol grubunda olgu grubundan daha fazla bireyin olması

sektör, büyüklük ve piyasa değeri açısından 1-1²³⁴ ve 1-k şeklinde eşleştirilmiştir. Sektör eşleştirmesi, şirketlerin faaliyet gösterdikleri sektörler²³⁵ dikkate alınarak; büyüklük ve piyasa değeri eşleştirmeleri ise sırasıyla aktif toplamı ve **PD/DD** oranı bakımından birbirine en çok benzeyen²³⁶ şirketler dikkate alınarak yapılmıştır. Bu şekilde, şirketlerin finansal tablolarından elde edilen birtakım özelliklerinin geri alım yapma olasılığı üzerindeki etkisi, geri alım yapan ve yapmayan birbirine benzeyen şirketler üzerinden analiz edilmiştir.

Geri alım yapan şirketler (*olgu grubu*) ile geri alım yapmayan şirketlerin (*kontrol grubu*) birbiriyle eşleştirilmesinde benimsenen bu yaklaşım literatürde sıklıkla kullanılmaktadır²³⁷. Andriosopoulos ve Hoque (*a.g.e.*), Pacheco ve Raposo (*a.g.e.*), Lie (*a.g.e.*), Jagannathan ve Stephens (*a.g.e.*), Bartov ve diğerleri (1998) 1-1 eşleştirmenin örneklerini teşkil etmektedir. Bu çalışmada söz konusu çalışmalardan farklı olarak, 1-1 eşleştirmenin yanı sıra geri alım yapan bir şirketin geri alım yapmayan benzer nitelikteki tüm şirketlerle eşleştirildiği 1-k eşleştirmesi de yapılmıştır.

hâlinde analizin etkinliğinin artırılabilmesi amacıyla 1-k eşleştirme yapılması daha uygun olmaktadır (Gao ve diğerleri, 2008, s. 73).

²³⁴ Bu eşleştirme kaçınılmaz olarak tesadüfî örnekleme (*random sampling*) yöntemlerinden orantısız tabakalı örnekleme yönteminin (*disproportionate stratified sampling*) kullanılmasını gerektirmektedir. Ancak, geri alım ile geri alım faktörleri arasındaki ilişki lojistik regresyon (*logistic regression*) ile test edilmekte olup, lojistik regresyonun en temel özelliklerinden birisi orantısız tabakalı örnekleme yöntemi kullanılsa dahi değişkenlerin eğim katsayılarının yansızlığının (*unbiased*) muhafaza edilebilmesidir (Young ve Yang, *a.g.e.*, s. 708; Simonoff, 2012, s. 4-9). Bu kapsamda, eşleştirme bu yöntemle düzgün olasılık dağılımı (*uniform distribution*) uygulanmak suretiyle seçilmiş şirketlerle yapılmıştır (Andriosopoulos ve Hoque, *a.g.e.*, s. 68).

²³⁵ Borsa şirketleri gerek **KAP** (<http://www.kap.gov.tr/sirketler/islem-goren-sirketler/sectorler.aspx>) gerekse **BIST** (<http://borsaistanbul.com/veriler/verileralt/hisse-senetleri-piyasasi-verileri/sirketler-verileri>) veritabanlarında faaliyet gösterdikleri sektörler itibarıyla gruplandırılmaktadır. Bir şirketin diğer bir şirketle 1-1 eşleştirilmesinde bu gruplamalardan mümkün olan en alt kırılım tercih edilmiştir. Örneğin, “İmalat Sanayii” ana sektör grubunda faaliyet gösteren bir şirketin diğer bir şirketle eşleştirilmesinde bu grubun daha alt kırılımında yer alan “Gıda Maddeleri Sanayii”, “Dokuma, Giyim Eşyası ve Deri” vb. alt sektörler dikkate alınmıştır. 1-k eşleştirmeleri ise 1-1 eşleştirmelerinin aksine en üst grupta (*örneğin*, “İmalat Sanayii”) esas alınarak yapılmıştır.

²³⁶ Geri alım yapan bir şirket ile geri alım yapmayan bir şirketin söz konusu verileri %10, %20 ve %25 marjları uygulanmak suretiyle birbiriyle eşleşene kadar karşılaştırılmıştır. Örneğin, büyüklük (*piyasa değeri*) eşleştirmesinde geri alım yapan bir şirketin aktif toplamının (*PD/DD'nin*) ilk aşamada $\pm\%10$ aralığındaki geri alım yapmayan şirket karşılığının bulunup bulunmadığına bakılmış; bulunmaması hâlinde bu aralık $\pm\%20$ ve $\pm\%25$ olarak kademeli bir şekilde genişletilmiştir. Geri alım yapan bir şirketin son aşama olan $\pm\%25$ aralığında da bir karşılığının bulunmaması durumunda ilgili şirket örneklemden çıkarılmıştır.

²³⁷ Birçok çalışmada, mâli kuruluşlar tâbi oldukları mevzuatın diğerlerinden farklı olması, dolayısıyla diğer şirketlerden farklı nedenlerle geri alım yapmalarının söz konusu olabilmesi nedeniyle örneklem kapsamı dışında bırakılmakta olup, bu çalışmada da aynı yöntem takip edilmiş ve eşleştirme yapılırken yatırım ortaklıkları, bankalar vb. mâli kuruluşlar örnekleme dâhil edilmemiştir.

Yapılan eşleştirmenin sonuçlarının raporlandığı Tablo 45'ten de görüleceği üzere, 1-1 eşleştirmede pay geri alımı yapan şirketler geri alım yapmayan benzerlerinden kriterler açısından kendisine en çok benzeyen tek bir şirketle eşleştirildikleri için her üç kriter kapsamında olgu ve kontrol gruplarındaki gözlem sayısı birbirine eşittir. Ancak, 1-k eşleştirmesinde, geri alım yapan şirkete benzeyen geri alım yapmayan tüm şirketler dikkate alındığından kontrol grubundaki gözlem sayısı olgu grubundaki gözlem sayısından oldukça fazladır.

Tablo 45. Eşleştirme dağılımı

Dönem	Sektör Eşleştirmesi		Büyüklik Eşleştirmesi		Piyasa Değeri Eşleştirmesi	
	1-1	1-k	1-1	1-k	1-1	1-k
2011q ₃	6	61	6	31	6	73
2011q ₄	6	52	6	32	6	41
2012q ₁	10	93	10	54	10	63
2012q ₂	8	74	8	32	8	81
2012q ₃	4	38	6	24	6	56
2012q ₄	12	113	14	46	14	137
2013q ₁	10	120	12	44	12	137
2013q ₂	16	148	14	76	16	167
2013q ₃	12	130	14	57	14	155
2013q ₄	10	127	10	41	12	143
Olgu Grubu	47	47	50	50	52	52
Kontrol Grubu	47	919	50	437	52	1.053
Toplam	94	966	100	487	104	1.105

5.1.4.1. Tek Değişkenli Analiz

Tek değişkenli analiz uygulamasında, birbirleriyle eşleştirilen şirketler için Tablo 46'da yer verilen finansal değişkenler dikkate alınarak ortalama fark testleri yapılmıştır. Bu testlerde kontrol ve olgu grubundaki gözlemlerin varyanslarının eşit olmadığı varsayılmıştır. Ayrıca, büyüklik eşleştirmesinde *SIZE*; piyasa değeri eşleştirmesinde de *MKBK* değişkeni bizzat kontrol edildikleri için ortalama fark testleri kapsamında raporlanmamıştır.

Tablo 46. Tek değişkenli analiz sonuçları (koşullu lojistik regresyon)

Değişken	Sektör Eşleştirmesi				Büyüklik Eşleştirmesi				Piyasa Değeri Eşleştirmesi			
	1-1		1-k		1-1		1-k		1-1		1-k	
	Olgu	Kontrol	Olgu	Kontrol	Olgu	Kontrol	Olgu	Kontrol	Olgu	Kontrol	Olgu	Kontrol
N	47	47	47	919	50	50	50	437	52	52	52	1.053
CASH	.109 (0.970) (0.765)	.11	.109 (0.882) (0.667)	.112	.13 (0.028)** (0.03)**	.076	.13 (0.037)** (0.001)**	.083	.127 (0.109) (0.01)**	.081	.127 (0.093)* (0.008)***	.091
EPS	.011 (0.213) (0.258)	.076	.011 (0.000)*** (0.049)**	.159	.02 (0.242) (0.323)	.123	.02 (0.354) (0.103)	-1.338	.0173 (0.027)** (0.009)***	.192	.0173 (0.029)** (0.024)**	.172
MKBK	1.61 (0.158) (0.115)	2.289	1.61 (0.221) (0.69)	1.225	1.709 (0.252) (0.136)	-1.674	1.709 (0.732) (0.113)	1.838				
DIVY	.762 (0.408) (0.172)	1.069	.762 (0.32) (0.128)	1.01	.755 (0.026)** (0.079)*	1.924	.755 (0.006)*** (0.127)	1.488	.74 (0.113) (0.108)	1.371	.74 (0.007)*** (0.058)*	1.393
SIZE	8.502 (0.20) (0.133)	8.273	8.502 (0.749) (0.705)	8.466					8.356 (0.58) (0.948)	8.448	8.356 (0.281) (0.482)	8.485
DEBT	.278 (0.122) (0.044)**	.186	.278 (0.857) (0.178)	.268	.25 (0.495) (0.772)	.366	.25 (0.900) (0.889)	.257	.251 (0.112) (0.129)	.167	.251 (0.321) (0.552)	.203
INTNG	.131 (0.000)*** (0.003)***	.015	.131 (0.000)*** (0.002)***	.026	.124 (0.048)** (0.209)	.049	.124 (0.000)*** (0.074)***	.028	.148 (0.000)*** (0.000)***	.028	.148 (0.000)*** (0.000)***	.026
OPERF	.021 (0.04)** (0.033)**	-.008	.021 (0.136) (0.001)**	-.323	.026 (0.002)*** (0.007)***	-.004	.026 (0.314) (0.007)***	.0177	.0248 (0.215) (0.058)*	-.0496	.0248 (0.014)** (0.02)**	.011

***, ** ve * sırasıyla 0.01, 0.05 ve 0.1 anlamlılık düzeylerini temsil etmektedir.

Tablo 46’da, her bir değişkenin karşısındaki ilk satırda ilgili değişkenin ortalama değeri, ikinci satırda ise sırasıyla ortalama (*t-testi*) ve medyan (*Wilcoxon sıra toplamı testi/Mann-Whitney testi*) fark testlerinin P-değeri sunulmuştur. Yapılan incelemede:

- Sektör eşleştirmesinde, geri alım yapan şirketlerin geri alım yapmayan şirketlere nazaran daha düşük **PBK** oranına (*EPS*), daha fazla maddî olmayan duran varlığa (*INTNG*) ve daha yüksek faaliyet kârına (*OPERF*),
- Büyüklük eşleştirmesinde, geri alım yapan şirketlerin geri alım yapmayan şirketlere nazaran daha fazla nakde (*CASH*), daha düşük temettü verimine (*DIVY*), daha fazla maddî olmayan duran varlığa (*INTNG*) ve daha yüksek faaliyet kârına (*OPERF*),
- Piyasa değeri eşleştirmesinde, geri alım yapan şirketlerin geri alım yapmayan şirketlere nazaran daha fazla nakde (*CASH*), daha düşük **PBK** oranına (*EPS*), daha düşük temettü verimine (*DIVY*), daha fazla maddî olmayan duran varlığa (*INTNG*) ve daha yüksek faaliyet kârına (*OPERF*)

sahip olduğu anlaşılmıştır

Bu sonuçlar, şirketlerin bünyelerindeki atıl nakdi doğru bir şekilde değerlendirebilmek adına geri alım yapabildiklerine işaret etmektedir. Ayrıca, geri alım yapan şirketlerde temettü veriminin düşük olması geri alımın temettüye bir alternatif teşkil edebildiğini de göstermektedir. Dolayısıyla, işletme bünyesindeki nakit düzeyi geri alım veya temettü dağıtım kararının verilmesinde belirleyici bir rol oynayabilmektedir.

Sonuçlara göre, daha düşük **PBK** oranına sahip olan şirketler bu oranı artırmak ve piyasaya olumlu bir sinyal göndermek amacıyla geri alım yapmayı tercih edebilmektedir. Sinyal etkisinin bir diğer göstergesi de geri alım yapan şirketlerin daha yüksek faaliyet kârına sahip olmasıdır. Şirketler geri alım yaparak piyasaya faaliyetlerindeki kârlılığın devam edeceğine ve şirket paylarının gelecekte de kârlı bir yatırım aracı olacağına dair bir mesaj da gönderebilmektedir.

Geri alım yapan şirketlerin daha fazla maddî olmayan duran varlığa sahip olması ise şirketin paylarının düşük değerlendirildiğini ima etmektedir. Buna göre, asimetrik bilgilendirmenin pay fiyatlarının oluşumuyla ilgili olarak piyasada yarattığı düşük veya yanlış değerlendirme algısı geri alım kararının verilmesinde rol oynayabilmektedir.

5.1.4.2. Çok Değişkenli Analiz

Tek değişkenli analizden elde edilen sonuçların daha sağlıklı olarak yorumlanabilmesi için aşağıdaki model yordamıyla çok değişkenli analiz çalışmaları yapılmıştır:

$$REP_{it} = \beta_1 CASH_{i(t-1)} + \beta_2 EPS_{i(t-1)} + \beta_3 MKBK_{i(t-1)} + \beta_4 DIVY_{i(t-1)} + \beta_5 SIZE_{i(t-1)} + \beta_6 DEBT_{i(t-1)} + \beta_7 INTNG_{i(t-1)} + \beta_8 OPERF_{i(t-1)}$$

Model koşullu lojistik regresyon modeli olarak kurgulanmıştır. Modelin bağımlı değişkeni olan REP_{it} bir önceki döneme ait $(t-1)$ bağımsız değişkenlerin takip eden dönemde (t) geri alım kararına olan etki olasılığını ifade etmektedir. Çalışmada üç aylık, bir başka deyişle çeyrek, dönemler üzerinden inceleme yapılmıştır.

Allison'a (Aktaran: Young ve Yang, *a.g.e.*, s. 709) göre koşullu lojistik regresyon modeli, eşleştirilmiş verilerin kullanıldığı araştırmaların doğasına uygun düşmektedir. Eşleştirilmiş verilerin analizinde klasik lojistik regresyon tekniklerinin kullanılması ciddi boyutta yanlış tahminler üretebilmekte, dolayısıyla yanlış çıkarımlara sebep olabilmektedir (Selvin, 2004, s. 320).

Koşullu lojistik regresyon verilerin belirli gruplara ayrılması ve her bir grup içinde, gözlemlenen olumlu çıktı olasılığının eşleştirmeye bağlı olarak önceden belirlenmiş

olması bakımından klasik lojistik regresyondan farklıdır. Bu nedenle, verilerin en çok olabilirliği koşullu olasılıklara²³⁸ bağlı bulunmaktadır²³⁹.

Bu çalışmada da, sektör, büyüklük ve piyasa değeri eşleştirmelerine göre gruplandırılmış gözlemler kapsamında geri alım yapılmasına etki edebilecek unsurlar araştırılmakta; şirketlerin geri alım yapma nedenlerinin geri alım yapan şirketlerin özelliklerine bağlı olarak açıklanması amaçlanmaktadır.

Çok değişkenli analiz sonuçları Tablo 47’de raporlanmış olup, her bir değişkenin karşısındaki ilk satırda ilgili değişkenin kat sayı değeri, ikinci satırda bahis oranı, üçüncü satırda ise P-değeri sunulmuştur.

²³⁸ Koşullu olasılıktan kasıt, grup içinde olumlu ve olumsuz yanıtla ait gözlem kalıplarının olumlu çıktılarının sayısına bağlı olduğu olasılıktır. Bir başka deyişle, modelde, belli bir gözlemin grupta neden olumlu bir çıktıya sahip olduğu, o grupta olumlu çıktıya sahip gözlemlerden birine bağlı olarak açıklanmaya çalışılmaktadır. Koşulsuz olasılıklar üzerinde grup içi sabit etkileri bulunan kesen ve değişmeyen değişkenler gibi terimler koşullu lojistik regresyon modelinin kurgusunda etkisiz hâle geldiği için tahmin edilmemektedir. Bu nedenle, koşullu lojistik tahmincisi genellikle sabit etkiler lojistik modelini tahmin etmek için kullanılmaktadır (Gould, 2000, s. 22).

²³⁹ Eşleştirme yönteminde olduğu gibi bu teknik de biyoistatistik uzmanları tarafından sıklıkla kullanılmaktadır. Söz konusu uzmanlar örneğin kendisine hastalık bulaşmış kişilerle (olumlu çıktılar) ilgili bulguları toplayıp bunları kendisine hastalık bulaşmamış kişilerle eşleştirmektedirler. Dolayısıyla, olumlu çıktılar rastgele değişkenler olmamaktadır. Keza verilerin yapılandırılmasında kullanılan yöntem gereği grup içinde olumlu çıktılarının hâlihazırda gözlemlenmiş olması gerekmektedir.

Tablo 47. Çok değişkenli analiz sonuçları (koşullu lojistik regresyon)

Değişken	Sektör Eşleştirmesi		Büyükük Eşleştirmesi		Piyasa Değeri Eşleştirmesi	
	1-1	1-k	1-1	1-k	1-1	1-k
<i>CASH</i>	-2.085 .124 (0.607)	.273 1.313 (0.902)	1.35 3.857 (0.642)	4.39 80.599 (0.006)***	1.712 5.539 (0.625)	2.744 15.541 (0.018)**
<i>EPS</i>	-4.963 .007 (0.01)**	-.318 .728 (0.013)**	-1.136 .321 (0.073)*	.008 1.008 (0.000)***	-3.668 .026 (0.039)**	-.416 .66 (0.036)**
<i>MKBK</i>	-.012 .888 (0.446)	-.017 .984 (0.586)	-.107 .899 (0.032)**	.007 1.007 (0.591)		
<i>DIVY</i>	-.376 .687 (0.081)*	-.036 .965 (0.600)	.635 .996 (0.042)**	-.181 .834 (0.021)**	-.368 .692 (0.057)*	-.038 .963 (0.607)
<i>SIZE</i>	1.998 7.371 (0.136)	-.050 .951 (0.786)			-.152 .859 (0.718)	-.39 .677 (0.034)**
<i>DEBT</i>	3.369 29.051 (0.241)	-.097 .908 (0.602)	.003 1.372 (0.865)	-.032 .969 (0.898)	2.463 11.744 (0.179)	1.833 6.255 (0.001)***
<i>INTNG</i>	2.032 7.629 (0.000)***	1.115 3.049 (0.000)***	.276 1.318 (0.100)	.882 2.416 (0.000)***	.597 1.817 (0.021)***	.959 2.609 (0.000)***
<i>OPERF</i>	4.303 73.915 (0.017)**	.656 1.926 (0.006)***	6.38 589.91 (0.008)***	-.071 .931 (0.255)	2.283 9.809 (0.091)*	.11 1.116 0.175
N	94	961	99	487	102	1,089
Pseudo R2	0.656	0.238	0.50	0.225	0.453	0.253
Prob > chi2	0.009***	0.000***	0.000***	0.000***	0.017**	0.000***
Wald chi2	20.30	91.67	26.94	49.67	17.11	91.91
Likelihood Ratio	-11.207	-105.283	-17.199	-84.97	-19.349	-112.666

***, ** ve * sırasıyla 0.01, 0.05 ve 0.1 anlamlılık düzeylerini temsil etmektedir.

Yapılan incelemede:

- Sektör eşleştirmesinde, düşük **PBK** oranına (*EPS*), düşük temettü verimine (*DIVY*), fazla maddî olmayan duran varlığa (*INTNG*) ve yüksek faaliyet kârına (*OPERF*),
- Büyüklük eşleştirmesinde, fazla nakde (*CASH*), düşük **PD/DD** oranına (*MKBK*), fazla maddî olmayan duran varlığa (*INTNG*) ve yüksek faaliyet kârına (*OPERF*),
- Piyasa değeri eşleştirmesinde, fazla nakde (*CASH*), düşük **PBK** oranına (*EPS*), düşük temettü verimine (*DIVY*), küçük aktif büyüklüğüne (*SIZE*), yüksek borçlanmaya (*DEBT*), fazla maddî olmayan duran varlığa (*INTNG*) ve yüksek faaliyet kârına (*OPERF*)

sahip şirketlerin daha büyük bir olasılıkla geri alım yapabilecekleri sonucuna ulaşılmıştır.

Bu tespit, tek değişkenli analiz sonuçlarını genel olarak doğrulamakta; ayrıca, literatür taramasında yer verilen teorik yaklaşımlar ile araştırmacılar tarafından ortaya konulan bulgularla paralellik arz etmektedir.

Buna göre, Türkiye’de geri alım kararlarını belirleyen unsurların başında piyasaya şirket paylarının düşük değerlendirildiği (*INTNG*, *MKBK*) ve şirketin işlerinin olumlu gittiği (*OPERF*, *EPS*) yönünde mesajlar verilmesi olduğu ileri sürülebilir²⁴⁰. Buna ilâveten, artık sermayenin nakit temettü yerine pay geri alımıyla dağıtıldığına dair ipuçları (*DIVY*) da bulunmaktadır.

Bununla birlikte, *SIZE* ve *DEBT* değişkenleri her ne kadar tek değişkenli analizlerde geri alım yapan şirketler lehine farklılık yaratan unsurlar olarak rol oynamamış olsalar da, piyasa değeri eşleştirmeleri özelinde geri alım kararına etki ettikleri gözlemlenmiştir. *SIZE* değişkeninin kat sayısında negatif yönlü işaret, küçük şirketlerin geri alıma daha

²⁴⁰ Özellikle *INTNG* ve *OPERF* değişkenlerinin bahis oranlarının diğer değişkenlerinkine nazaran oldukça yüksek olması, bu değişkenlerin geri alım kararlarındaki belirleyici role işaret etmektedir.

fazla meyilli olduklarını göstermektedir. Bu değişkenin bahis oranına (0.677) bakıldığında, şirket büyüklüğünün geri alım yapma olasılığını %32 azalttığı görülmektedir. Bu durum, küçük şirketlerin pay fiyatlarının bilgi asimetrisinin daha belirgin olmasına bağlı olarak doğru oluşmaması, bu nedenle fiyatların doğru değere geri alımla ulaştırılmak istenmesiyle açıklanabilir. *DEBT* değişkeninin kat sayısındaki pozitif yönlü işaret ve bahis oranındaki yüksek seviye (6.255)²⁴¹ ise literatürün aksine kaldıracı yüksek şirketlerin geri alım kararı vermeye daha meyilli olduğunu düşündürmektedir. Buna göre, şirketlerin ideal sermaye yapısına ulaşma gayretiyle geri alım yapma gibi bir ihtiyaçları bulunmamaktadır. Bu da şirketlerin sermaye gereksinimlerinin ülkeden ülkeye farklılık gösterebileceğini düşündürmektedir. Andriosopoulos ve Hoque (*a.g.e.*, s. 71) da, İngiltere, Almanya ve Fransa piyasalarında yapılan geri alım işlemlerini incelerken Almanya'dan farklı olarak İngiltere ve Fransa'da piyasa değeri açısından birbirine benzeyen şirketlerden kaldıracı yüksek olanların geri alım potansiyelinin daha yüksek olduğunu vurgulamışlardır.

EPS ve *DIVY* değişkenleri açısından dikkat çeken husus büyüklük eşleştirmesinde, *EPS* değişkeninin kat sayısının 1-1 eşleştirmede negatif, 1-k eşleştirmede pozitif; *DIVY* değişkeninin kat sayısının ise 1-1 eşleştirmede pozitif, 1-k eşleştirmede negatif işaretli olmasıdır. Bu durum iki değişkenin geri alım olasılığı üzerinde çelişkili etkileri olduğunu göstermekteyse de, teorik yaklaşımlar açısından değerlendirildiğinde yorum zenginliği de kazandırabilmektedir. *EPS* değişkenindeki negatif yönlü kat sayı da daha önce de ifade edildiği gibi düşük **PBK** oranına sahip şirketlerin bu oranı artırmak amacıyla geri alım yaptıklarını ifade ederken, pozitif yönlü kat sayı da geri alımın bu oranın kazanç yönetimi anlayışıyla korunması amacını da taşıyabildiğini göstermektedir. Benzer bir şekilde *DIVY* değişkenindeki negatif kat sayı geri alımın nakit temettüye alternatif teşkil ettiği şeklinde yorum yapılmasına zemin hazırlarken, pozitif kat sayı bazı şirketlerin pay geri alımını nakit temettü politikasının tamamlayıcı bir unsuru olarak görebildiğine işaret etmektedir.

Sonuç olarak tek ve çok değişkenli analizlerde, pay geri alımına yönelik kararlarda piyasaya mesaj verilmesi ihtiyacının oynadığı rolün diğerlerine nazaran daha belirleyici olduğu anlaşılmaktadır.

²⁴¹ Buna göre, borçlu olmak geri alım yapma olasılığını %525 artırmaktadır.

5.1.5. Panel Lojistik Regresyon Çalışması

Bu noktada, geri alım yapan şirketler ile yapmayan şirketlerin birlikte değerlendirildiği yukarıda yer verilen tek ve çok değişkenli analiz çalışmalarının, yalnızca geri alım yapan şirketler arasında uygulanan çok değişkenli diğer analiz çalışmalarıyla desteklenmesinde fayda görülmüştür.

Bu amaçla, öncelikle, 2010/3-2013/12 döneminde herhangi bir çeyrekte geri alım yapmış şirketlerin bu dönem boyunca vermiş oldukları geri alım kararları panel lojistik regresyon modeliyle test edilmiştir.

Modelin notasyonu koşullu lojistik regresyon modeliyle aynı²⁴² olmakla birlikte formasyonu oldukça farklıdır. Bu modelde geri alım yapan şirketler ile yapmayan şirketlerin eşleştirilmesinden ziyade, yalnızca geri alım yapan belirli özelliklere sahip şirketlerin bu özelliklerinin belli bir zaman döneminde geri alım kararı verme olasılığına etkisindeki değişimin ölçülmesine çalışılmaktadır. Bir başka deyişle, bu modelle geri alım kararı verilmesinde belirleyici rol oynadıkları kabul edilen faktörlerdeki değişimin geri alım olasılığına nasıl etki ettiği incelenmiştir. Böylece, modelin lojistik yönüyle, değişken kat sayılarının olasılık değişimindeki etkilerinin yorumlanmasında daha fazla fayda sağlayacağı; panel veri yapısı yönüyle de – gözlemlenemeyen bireysel etkilerin (*heterojenliğin*) kontrol edilebilmesine bağlı olarak (Hausman ve Taylor, 1981) - daha kesin sonuçların elde edileceği kanaatine ulaşılmıştır (Hsiao, 2002).

5.1.5.1. Tek Değişkenli Analiz

Tek değişkenli analizde geri alım yapan şirketlerin geri alım yaptıkları dönemlerle yapmadıkları dönemlere ilişkin değişkenlerin ortalama (*t-testi*) ve medyan (*Wilcoxon sıra toplamı testi/Mann-Whitney testi*) fark testleri yapılmış ve bulunan P-değerleri Tablo 48’de sunulmuştur:

²⁴² Koşullu lojistik regresyon ekonomistler ve diğer sosyal bilimciler arasında sabit etkiler panel lojistik regresyonu olarak nitelendirilmektedir. Hesaplamalar itibarıyla her iki model de birbirinin aynısıdır.

Tablo 48. Tek değişkenli analiz sonuçları (panel lojistik regresyon)

Değişken	Geri Alım Var		Geri Alım Yok	
	Ortalama	Ortalama	t-test	Wlcx. Test
N	46	165		
CASH	.105	.063	0.0497**	0.002***
EPS	.022	.064	0.356	0.915
MKBK	8.148	-5.107	0.053*	0.182
DIVY	.8	.376	0.101	0.166
SIZE	8.055	7.953	0.769	0.348
DEBT	5.421	.22	0.322	0.294
INTNG	.135	.065	0.01**	0.05*
OPERF	.019	-.057	0.000***	0.000***

***, ** ve * sırasıyla 0.01, 0.05 ve 0.1 anlamlılık düzeylerini temsil etmektedir.

Tablo 48’de yer verilen sonuçlar geri alım yapan karakterdeki şirketlerin geri alım kararlarına nakit fazlasının (*CASH*), yüksek maddî duran varlık (*INTNG*) ve kârlılık (*OPERF*) seviyesinin etki ettiğini göstermektedir. Buna göre piyasaya mesaj verme ve artık sermayenin dağıtılması yaklaşımı kapsamında değerlendirilen faktörler geri alım olasılığını artırmakta olup, sonuçlar koşullu lojistik regresyon analizinde elde edilen bulgularla büyük ölçüde örtüşmektedir.

Diğer taraftan, *MKBK* değişkeninin geri alım yapanlarda daha yüksek olduğuna yönelik göstergeler büyüme potansiyeli olan şirketlerin geri alım yapmaya daha meyilli olduklarına işaret etmektedir ([Andriosopoulos ve Hoque, a.g.e., s. 71](#)).

5.1.5.2. Çok Değişkenli Analiz

Yapılan çok değişkenli analiz sonucunda ulaşılan bulgulara Tablo 49’da yer verilmektedir. Tablo 49’da sabit etkiler panel lojistik regresyonu ile tesadüfi etkiler panel lojistik regresyonu modeli arasında seçim yapılabilmesi amacıyla yapılan Hausman

Testi'nin sonuçlarına yer verilmektedir. Bu sonuçlara göre analiz sonuçlarının tesadüfi etkiler panel lojistik regresyonu modeliyle elde edilen bulgular üzerinden yorumlanması uygun olmaktadır²⁴³.

Tablo 49'dan da görülebileceği üzere, fazla nakit, maddî olmayan duran varlıklar ve faaliyet kârlılığı geri alım olasılığını artırmaktadır. Örneğin, *CASH (INTNG) [OPERF]* değişkeninin standart sapmasındaki²⁴⁴ bir birimlik değişim geri alım olasılığını yaklaşık olarak %3.27 (%0.09) [%3.33] artırmaktadır.

Bu sonuçlardan, geri alım yapan şirketler arasında da geri alım işlemini tetikleyen unsurların başında piyasaya mesaj verilmesi nedeninin geldiği; buna nakit fazlalığı da eklenerek geri alımın artık sermayenin dağıtılması ve nakdin doğru değerlendirilmesi kapsamında ne kadar önemli bir rol oynadığı anlaşılmaktadır.

²⁴³ Hesaplanan bu negatif değer (-1,35), panel veri modelinin Hausman Testi'nin asimptotik varsayımlarını karşılamadığını göstermektedir. Bu durum literatürde genellikle örneklem sayısının göreceli olarak küçük olmasına bağlanmaktadır (Schreiber, 2008). Bu noktada, Huang ve Sharif (2009)'in çalışmasında da olduğu gibi sabit etkiler veya tesadüfi etkiler modeli arasında herhangi bir seçim yapılmayabilir. Ancak, bu sonuç birim etkinin olmadığı şeklindeki sıfır hipotezinin reddedilemeyeceğine dair güçlü bir kanıt olarak da yorumlanabilir (STATA, 2014, s. 774). Bir başka deyişle, örneklemin analizinden elde edilen bulgular sıfır hipotezini reddebilecek seviyede değildir. Bu nedenle yorumlamalarda tesadüfi etkiler panel lojistik regresyon modelinin kullanılmasına karar verilmiştir. İki modelin kat sayılarının birbirlerine oldukça yakın değerlere sahip olduğu da unutulmamalıdır.

²⁴⁴ Değişkenlerin standart sapmaları sırasıyla 1.13, 0.2 ve 0.88 olarak tespit edilmiştir. Bu değerler ile Tablo 49'da yer verilen marjinal etkiler (dy/dx) çarpılmış ve standart sapmadaki bir birimlik değişimin geri alım olasılığına etkisi ölçülmüştür.

Tablo 49. Çok değişkenli analiz sonuçları (panel lojistik regresyon)

Değişken	Sabit Etkiler (<i>xtlogit/clogit</i>)					Tesadüfi Etkiler (<i>xtlogit</i>)			
	Kat sayısı	P-değeri	dy/dx	Bahis oranları	P-değeri	Kat sayısı	P-değeri	dy/dx	P-değeri
<i>CASH</i>	20.176	0.001***	.261	5.79e+08	0.796	22.46	0.000***	2.891	0.010**
<i>EPS</i>	-1.09	0.265	-.014	.336	0.808	-1.244	0.182	-.160	0.189
<i>MKBK</i>	.073	0.154	.001	1.075	0.791	.034	0.443	.004	0.441
<i>DIVY</i>	.133	0.465	.002	1.142	0.798	.13	0.466	.017	0.463
<i>SIZE</i>	.376	0.421	.005	1.456	0.698	.332	0.477	.043	0.459
<i>DEBT</i>	.405	0.725	.005	1.499	0.829	.220	0.832	.028	0.833
<i>INTNG</i>	3.417	0.024**	.044	30.463	0.798	3.362	0.024**	.433	0.031**
<i>OPERF</i>	26.253	0.000***	1.296	2.52e+11	0.793	29.376	0.000***	3.782	0.000***
N	190					190			
Prob > chi2	0.000***					0.000***			
LR/Wald chi2	74.82					37.34			
Likelihood Ratio	-47.417					-64.834			
Hausman Testi (chi2)	-1.35								

***, ** ve * sırasıyla 0.01, 0.05 ve 0.1 anlamlılık düzeylerini temsil etmektedir.

5.1.6. Çok Terimli Lojistik Regresyon Çalışması

Analizler kapsamında son olarak yine 2010/3-2013/12 döneminde herhangi bir dönemde geri alım yapan şirketlerin bu sefer temettü politikalarının inceleme konusu yapılmasına karar verilmiştir. Bu kapsamda, çok terimli lojistik regresyon tekniğinin²⁴⁵ kullanılması uygun görülmüştür.

Bu teknik geri alım yaptığı belirlenen şirketlerin inceleme döneminde bazı durumlarda kâr dağıtması, bazı durumlarda hiç dağıtım yapmaması gibi çeşitli temettü politikası tercihlerinde analizlerde kullanılan değişkenlerin etkisini ölçme amacına en uygun olacak teknik olarak değerlendirilmiştir. Bu teknikle bağımlı değişkenin ikiden fazla sonucunun bulunduğu durumlarda en çok olabilirlik modelinin en iyi uyumu sağlanabilmektedir.

Bu anlamda çok terimli lojistik regresyon tekniğini “geri alım yapan” ve “geri alım yapmayan” olmak üzere iki sonuçlu bağımlı değişkene sahip panel lojistik regresyon tekniğinin bir uzantısı olarak değerlendirmek mümkündür.

Bu çerçevede, analizde geri alım yapan şirketler; (1) sadece geri alım yapan, (2) sadece nakit temettü dağıtan, (3) her iki dağıtım yöntemini de kullanan ve (4) hiç dağıtım yapmayan olmak üzere dört kategoriye ayrılmıştır (Chen, *a.g.e.*). Her şirketin kendine ait bir temettü politikasının bulunduğu ve bu politikanın zaman içinde tutarlı olarak uygulandığı varsayılmıştır.

Dolayısıyla, çok terimli lojistik regresyon tekniğiyle yapılan incelemede şirketlerin sahip olduğu birtakım özellikler test edilerek şirketlerin temettü politikalarında yaptıkları değişikliklerin nedenleri ortaya çıkarılabilecektir.

²⁴⁵ Veriler panel veri şeklinde toplanmıştır.

5.1.6.1. Tek Değişkenli Analiz

Bu kategorilerle ilgili değişken²⁴⁶ bilgilerine Tablo 50’de yer verilmektedir. Tablo 50’de yalnızca (1) ve (4) nolu kategorilere ait değişkenlerin ortalama (*t-testi*) ve medyan (*Wilcoxon sıra toplamı testi/Mann-Whitney testi*) fark testlerine ait P-değerleri dağılımı sunulmuştur:

Tablo 50. Tek değişkenli analiz sonuçları (çok terimli lojistik regresyon)

Değişken	(1) Ortalama	(2) Ortalama	(3) Ortalama	(4) Ortalama	t-test	Wlcx. Test
N	35	27	11	138		
CASH	.108	.101	.094	.056	0.051*	0.006***
EPS	.023	.299	.019	.018	0.915	0.485
MKBK	10.195	4.816	1.635	-7.048	0.042**	0.061*
SIZE	8.107	7.97	7.891	7.949	0.682	0.332
DEBT	7.053	.109	.228	.241	0.326	0.844
INTNG	.103	.033	.236	.072	0.276	0.377
OPERF	.019	-.076	.0186	-.053	0.000***	0.000***

***, ** ve * sırasıyla 0.01, 0.05 ve 0.1 anlamlılık düzeylerini temsil etmektedir.

Tablo 50’de yer verilen sonuçlara göre, sadece geri alım yapan şirketler ile nakdî kâr veya geri alım yoluyla olsun hiçbir şekilde dağıtım yapmayan şirketler kıyaslandığında *CASH* ve *OPERF* değişkenleri farklılığını muhafaza etmektedir. Bir başka deyişle, artık sermayenin dağıtımı ve piyasaya mesaj verilmesi nedenleri geri alım olasılığını artırıcı etmenler olarak geçerliliğini sürdürmektedir.

MKBK değişkeni de bir önceki bölümde olduğu gibi büyüme potansiyeli olan şirketler için geri alımın önemli bir politika tercihi olabileceğini göstermektedir.

²⁴⁶ *DIVY* değişkeni bizatihî şirketlerin temettü politikalarındaki değişimin test edilmesi nedeniyle, çok terimli lojistik regresyon analizinden çıkarılmıştır.

INTNG değişkeninin farklılık anlamlılığını yitirmesinin nedeninin şirket paylarının düşük değerlendirilmesine dair piyasaya verilecek mesajın nakit temettü dağıtımını da yapılarak verilmesinin daha güçlü etkiler yaratacağı düşüncesinden kaynaklandığı düşünülmektedir. Burada raporlanmayan ayrı bir fark testinde de, (1) ve (3) nolu kategoriler kıyaslanmış ve sadece geri alım yapan şirketler (.103) ile hem geri alım yapan hem de nakit temettü dağıtan (.236) şirketlerin birbirlerinden sadece *INTNG* faktörü itibarıyla önemli ölçüde farklılaştığı (*P-değeri*: 0.026**; 0.071*) ve hem geri alım yapan hem de temettü dağıtımını yapan şirketlerin daha yüksek maddî olmayan duran varlık seviyesine sahip olduğu tespit edilmiştir²⁴⁷.

5.1.6.2. Çok Değişkenli Analiz

Çok birimli lojistik regresyon sonucunda elde edilen çok değişkenli analiz sonuçları Tablo 51’de sunulmaktadır. Söz konusu tablodan da görülebileceği üzere:

- Geri alım yapan şirketler (1) kâr dağıtımını konusunda herhangi bir tasarrufta bulunmayan şirketlere (4) nazaran nakit fazlası bulunan (*CASH*), büyük (*SIZE*), kârlı (*OPERF*) ve düşük değerlenen (*INTNG*),
- Geri alım yapan şirketler (1) nakit temettü dağıtımını yapan şirketlere (2) nazaran nakit fazlası bulunan (*CASH*), büyük (*SIZE*) ve kârlı (*OPERF*),

²⁴⁷ (1) ve (2) nolu kategorilerin kıyaslandığı fark testlerinde ise, sadece geri alım yapan şirketlerin (.103) sadece nakit temettü dağıtan şirketlere (.033) nazaran daha fazla maddî olmayan duran varlık taşıdığı (*P-değeri*: 0.027**; 0.983) anlaşılmıştır. Dolayısıyla, sadece geri alım yapan şirketler lehine olan bu farklılık nakit temettünün de etkisiyle hem geri alım yapan hem de kâr dağıtan şirketlerin lehine olmak üzere tersine dönmüştür. Bu da şirket paylarının düşük değerlendirildiği kanaatinde olan yöneticiler piyasaya bununla ilgili mesaj verirken bu mesajlarını nakit temettü dağıtımıyla da desteklemek gayreti içinde olabileceklerini göstermektedir. Bununla birlikte, *EPS* değişkeni açısından bakıldığında sadece geri alım yapan şirketlerin (.023) sadece temettü dağıtımını yapanlara (.299) nazaran daha düşük **PBK** oranına sahip olduğu (*P-değeri*: 0.09*; 0.000***) gözlemlenmiştir. Bu durum (1) ve (4) nolu kategorilerin kıyaslandığı fark testlerinde anlamını yitirmektedir. Benzer bir durum *OPERF* değişkeni için de söz konusudur. Buna göre, şirketlerin geri alım nedenlerinin başında gelen piyasaya mesaj verilmesi ihtiyacının ana belirleyicisinin düşük değerlendirilmeden ziyade yatırımcılara şirketin faaliyetlerinin olumlu gittiği mesajının iletilmesi olabileceği düşünülmektedir.

Tablo 51. Çok değişkenli analiz sonuçları (çok terimli lojistik regresyon)

	Kategoriler								N	Likelihood ratio	Pseudo R ²	P-değeri
	1. Kategori		2. Kategori		3. Kategori		4. Kategori					
	Kat sayısı	P-değeri	Kat sayısı	P-değeri	Kat sayısı	P-değeri	Kat sayısı	P-değeri				
1. Kategori (Geri Alım)												
CASH			39.917	0.019**	22.144	0.145	39.239	0.02**				
SIZE			1.458	0.002***	.906	0.053*	1.306	0.047**				
DEBT			-1.205	0.408	-7.472	0.007***	-3.455	0.082				
MKBK			.154	0.354	.164	0.254	.139	0.419				
OPERF			49.879	0.078*	19.267	0.216	51.787	0.059*				
INTNG			-.569	0.750	-6.871	0.143	5.089	0.036**				
EPS			-1.474	0.221	.841	0.132	-1.697	0.189				
Kesen			-15.168	0.000***	-8.881	0.028**	-15.34	0.004***				
2. Kategori (Nakit Temettü)												
CASH	-39.917	0.019**			-17.772	0.002***	-.678	0.709				
SIZE	-1.458	0.002***			-.552	0.317	-.152	0.804				
DEBT	1.205	0.408			-6.267	0.024**	-2.25	0.311				
MKBK	-.154	0.354			.01	0.859	-.015	0.714				
OPERF	-49.879	0.078*			-30.612	0.039**	1.909	0.654				
INTNG	.569	0.750			-6.303	0.175	5.657	0.032**				
EPS	1.474	0.221			2.315	0.022**	-.223	0.887				
Kesen	15.168	0.000***			6.287	0.188	-.173	0.972				
3. Kategori (Her İki)												
CASH	-22.144	0.145	17.772	0.002***			17.094	0.002***				
SIZE	-.906	0.053*	.552	0.317			.4	0.550				
DEBT	7.472	0.007***	6.267	0.024**			4.017	0.210				
MKBK	-.164	0.254	-.01	0.859			-.025	0.705				
OPERF	-19.267	0.216	30.612	0.039**			32.52	0.021**				
INTNG	6.871	0.143	6.303	0.175			11.96	0.016**				
EPS	-.841	0.132	-2.315	0.022**			-2.538	0.035**				
Kesen	8.881	0.028**	-6.287	0.188			-6.459	0.231				
4. Kategori (Hiçbiri)												
CASH	-39.239	0.02**	.678	0.709	-17.094	0.002***						
SIZE	-1.306	0.047**	.152	0.804	-.4	0.550						
DEBT	3.455	0.082	2.25	0.311	-4.017	0.210						
MKBK	-.139	0.419	.015	0.714	.025	0.705						
OPERF	-51.787	0.059*	-1.909	0.654	-32.52	0.021**						
INTNG	-5.089	0.036**	-5.657	0.032***	-11.96	0.016**						
EPS	1.697	0.189	.223	0.887	2.538	0.035**						
Kesen	15.34	0.004***	.173	0.972	6.459	0.231						

***, ** ve * sırasıyla 0.01, 0.05 ve 0.1 anlamlılık düzeylerini temsil etmektedir.

- Nakit temettü ödeyen şirketler (2) kâr dağıtımı konusunda herhangi bir tasarrufta bulunmayan şirketlere (4) nazaran düşük değerlenen (*INTNG*),
- Her iki politikayı da benimseyen şirketler (3) kâr dağıtımı konusunda herhangi bir tasarrufta bulunmayan şirketlere (4) nazaran nakit fazlası bulunan (*CASH*), kârlı (*OPERF*), düşük değerlenen (*INTNG*) ve **PBK** oranı düşük (*EPS*),
- Hiçbir tasarrufta bulunmayan şirketler (4) ise diğerlerine nazaran nakdi az (*CASH*), küçük (*SIZE*), az kârlı (*OPERF*), düşük değerlenme problemi (*INTNG*) olmayan

bir karakteristik taşımaktadır.

Artık sermayenin dağıtılması veya nakdin doğru değerlendirilmesi yaklaşımları kapsamında fazla nakdi bulunan şirketlerin geri alım yapma olasılığının daha fazla olduğuna yönelik daha önceki tespitler bu analizde de doğrulanmaktadır.

Ancak, aktif büyüklüğü, geri alım yapan şirketler ile hiçbir şekilde geri alım yapmamış şirketlerin eşleştirildiği (*1-k piyasa değeri eşleştirmesi*) daha önceki analizlerde küçük şirketlerin geri alım potansiyelinin asimetrik bilgilendirme nedeniyle daha fazla olduğuna işaret etmiş olsa da, söz konusu analizlerin aksine inceleme döneminde geri alım yapmış şirketler arasında uygulanan bu analizde önemli bir kriter olarak ortaya çıkmıştır. Buna göre, geri alım yapmayı tercih eden şirketler açısından aktif büyüklüğü bu politikayı devam ettirme anlamında belirleyici bir rol oynamaktadır.

Geri alım yapan şirketler faaliyet kârlılığı ve düşük değerlenme özellikleri itibarıyla da ön plâna çıkmakta olup, bu durum nakit temettü ödeyen şirketlerle mukayese edildiğinde, kârlılıktan ziyade düşük değerlenme sorununun giderilebilmesi ihtiyacının şirketleri nakit temettü ödemeye sevk ettiği anlaşılmaktadır. Nakit temettü ödeyen şirketler de düşük kârlılıklarıyla dikkat çekmektedir.

Bu çerçevede, geri alım yapma olasılığı ile ilgili yapılan lojistik regresyon analizleri genel olarak birbirini teyit etmekte olup, buna göre kârlı, düşük değerlenen, nakit zengini şirketlerin paylarını geri alma olasılığının daha yüksek olduğu gözlemlenmektedir. Dolayısıyla, geri alım işlemi başlı başına kurumsal bir yönetim anlayışıyla idare edilen seçkin şirketler için kullanılabilir stratejik bir araç olarak görülebilir²⁴⁸.

Konu, nakit temettü tercihleri ile birlikte değerlendirildiğinde ise, nakit temettü nedenlerinin geri alım nedenlerinden daha farklı olduğu, bu anlamda düşük değerlenmiş şirketlerin nakit temettü ödeme olasılığının daha fazla olduğu anlaşılmaktadır. Bu sonuçlar, geri alım yapan şirketler için nakit temettü ödemelerinin geri alımı tamamlayıcı bir rol oynadığını düşündürmektedir²⁴⁹. Düşük kârlılığın nakit temettü için bir motivasyon unsuru olması da beklenmemektedir. Bunun yerine, bu durumun geri alım yapan şirketlerin nakit dağıtım yapan şirketlerden daha fazla kârlı olduğu, bunun da geri alımın yatırımcılar nezdinde şirketin performansı hakkında olumlu mesaj alabilmesi için yapıldığı şeklinde yorumlanmasında fayda görülmektedir.

5.2. GERİ ALIMLARIN PAY FİYATLARI ÜZERİNDEKİ KISA DÖNEM ETKİLERİ

Pay geri alım olasılığını artıran veya pay geri alım kararının verilmesinde belirleyici rol oynayan faktörlerin analizinden sonra geri alım sonrasında şirket paylarının fiyatlarında/piyasasında meydana gelen değişikliklerin analiz edilmesi çalışmanın bütünlüğü açısından önem arz etmektedir²⁵⁰. Bu kapsamda, çalışmanın bu bölümünde bir önceki bölümün bir uzantısı olarak geri alımın kısa dönemde pay fiyatlarındaki etkileri analiz edilecektir.

²⁴⁸bkz. Dipnot 9.

²⁴⁹ bkz. Dipnot 247.

²⁵⁰ Örneğin, geri alım kararının verilmesinde şirket paylarının düşük değerlendirildiği kanaati hâkim ise, bu durumda geri alım sonrasında pay fiyatlarındaki artışa bağlı olarak anormal getiri elde edilip edilemediğinin tespit edilmesi neden-sonuç ilişkisinin ortaya konmasına yardımcı olabilecektir. Yine, şirket yöneticilerinin geri alım yapmak suretiyle paylarındaki asimetrik bilgilendirme probleminden kaynaklı likidite azlığını veya oynaklık yüksekliğini ortadan kaldırıp kaldıramadıkları şeklinde çalışmanın kapsamıyla ilişkili bir araştırma sorusu sorulabilecektir.

5.2.1. Araştırma Verileri

SPK düzenlemeleri²⁵¹ uyarınca kamuya açıklanan geri alım programlarında pay geri alımının amacına yer verilmesi zorunludur. Şirketler tarafından bu kapsamda belirlenen geri alım amaçları aşağıdaki tabloda²⁵² derlenmiştir:

Tablo 52. Kamuya açıklanan geri alım amaçları

Geri Alım Amacı	Gözlem Sayısı	Gözlem Sıklığı (%)
Pay fiyatlarının şirketin gerçek performansını yansıtmadığı, halka arz fiyatının altına indiği, nominal fiyatına yakın seviyelerde olduğu vb. hususlar dikkate alınarak oluşan değer düşüklüğünün önlenmesi	49	45.9
Fiyat hareketleri takip edilerek dalgalanmaların azaltılması	25	23.4
Şirketin paylarına olan güveninin gösterilmesi	10	9.4
Mevcut piyasa koşullarının değerlendirilmesi	7	6.5
Yatırımcıların zarar görmesinin önlenmesi	5	4.6
Pay fiyatına destek olunabilmesi	5	4.6
Şirket bünyesindeki kaynakların en iyi şekilde kullanılması	2	1.8
Yüksek oranlı iskontoların oluşmasının engellenmesi	2	1.8
İstikrarlı ve gerçek değere uygun fiyat oluşumuna katkı sağlanması	1	1
Ortakların kâr dağıtım beklentilerinin mevzuat nedeniyle karşılanamaması	1	1
TOPLAM	107	100

Şirketlerin geri alım programlarından pay geri alımlarının temelde değer düşüklüğünün önüne geçilmesi (%45,9²⁵³) ve fiyat dalgalanmalarının azaltılması (%23,4²⁵⁴) amacını taşıdığı anlaşılmaktadır. Hatta yatırımcıların zarar görmesinin önlenmesi (%4,6) de bu iki temel amacın ortak bir uzantısı olarak değerlendirilebilir. Bu görünüm, bir önceki bölümde yapılan tek ve çok değişkenli analiz sonuçlarıyla (*piyasaya mesaj verilmesi amacıyla geri alım yapılması*) da büyük ölçüde örtüşmektedir.

²⁵¹ [SPK Tebliği, Md. 8/1-(a)]

²⁵² Bu tablo şirketlerin kamuya açıklanan pay geri alım programlarının incelenmesi sonucunda hazırlanmıştır. Yapılan incelemede bazı şirketlerin birden fazla geri alım programı açıkladıkları anlaşılmıştır. İki adet şirketin geri alım programına ulaşılamamıştır. İnceleme döneminde, bağlı ortaklıkları vasıtasıyla geri alım yapan şirketlerin geri alım programı açıklama gibi bir zorunlulukları bulunmamaktadır. **SPK Tebliği**, bu şekilde yapılan geri alımları da geri alım programına bağlamıştır [SPK Tebliği, Md. 5/2].

²⁵³ Tablo 52’de belirtilen şirketin paylarına olan güveninin gösterilmesi (%9,4), yüksek oranlı iskontoların oluşmasının engellenmesi (%1,8) ve gerçek değere uygun fiyat oluşumuna katkı sağlanması (%1) amaçlarının da değer düşüklüğü ile bağlantılı olduğu dikkate alındığında bu oran %58,1’e çıkmaktadır.

²⁵⁴ Tablo 52’de belirtilen pay fiyatına destek olunabilmesi (%4,6) amacının fiyat hareketleri ile bağlantılı olduğu dikkate alındığında bu oran %28’e çıkmaktadır.

Bu kapsamda, şirketlerin pay geri alımlarıyla bu iki temel amacı gerçekleştirip gerçekleştiremediklerinin ampirik olarak incelenmesinin yerinde olacağı düşünülmektedir.

Türk sermaye piyasasında pay geri alımlarına ilişkin düzenlemelerin kısa bir geçmişe sahip olduğu dikkate alındığında, söz konusu incelemenin geri alım işlemlerinin pay fiyatları üzerindeki kısa dönem etkilerinin araştırılması şeklinde yapılandırılması zorunluluk arz etmektedir.

Çalışmada bu etkiler şirket paylarına ilişkin getiri (*performans*), likidite ve oynaklık ölçütleri üzerinden incelenmiş²⁵⁵; incelemelerin tamamı olay etüdü yöntemi uygulanmak suretiyle gerçekleştirilmiştir.

5.2.2. Literatür Taraması

Literatürde pay geri alımlarının şirketlerin pay fiyatları üzerindeki etkilerinin analiz edildiği muhtelif çalışmalar bulunmaktadır.

Bunlardan geri alımlar ile anormal getiri arasındaki ilişkiyi irdeleyen çalışmalar genellikle aradaki ilişkinin olumlu yönde olduğunu göstermektedir. Özellikle ABD piyasasında Vermaelen (*a.g.e.*), Netter ve Mitchell (1989), Ikenberry ve diğerleri (*a.g.e.*) ve Liu ve Ziebart (1997) gibi araştırmacıların geri alım işlemlerine tepki olarak şirketlerin pay fiyatlarında önemli artışların yaşandığını vurgulayan çalışmaları önem arz etmektedir. Bununla birlikte, ABD piyasası dışında da benzer sonuçlara ulaşılmıştır. Örneğin, Ikenberry ve diğerleri (2000), Kanada; Zhang (2005), Hong Kong; Hatakeda ve Isagawa (*a.g.e.*) ise Japonya piyasasında yaptıkları araştırmalarda geri alım işlemlerinin pay fiyatlarındaki değişimle bağlantılı olduğunu göstermişlerdir²⁵⁶. Bu çalışmalarda, pay fiyatlarındaki artış esas itibarıyla geri alımın piyasaya verilen olumlu bir mesaj veya vekâlet probleminin çözümü olarak algılanmasıyla açıklanmaktadır.

²⁵⁵ SPK düzenlemeleri pay geri alım işlemlerinin kamuya açıklanmak suretiyle gerçekleştirilmesini zorunlu tuttuğundan pay fiyatlarındaki hareketlerin günlük olarak sağlıklı bir şekilde analizine imkân tanımaktadır.

²⁵⁶ Bu çalışmalardan ilkinde aylık; diğerlerinde ise günlük veriler kullanılmıştır.

Geri alım işlemleri ile likidite arasındaki ilişki ise farklı sonuçlar vermektedir. Örneğin, Brockman ve Chung (2001) gün içi verileri kullanmak suretiyle Hong Kong piyasasında yaptıkları araştırmada, yöneticilerin pay geri alım işlemlerini doğru bir zamanlamayla gerçekleştirdiklerini; ancak, yapılan işlemlerin şirketin pay piyasasındaki likiditeyi azaltarak şirket için bir maliyet teşkil ettiğini ortaya koymuşlardır. Benzer bir sonucu Ginglinger ve Hamon (a.g.e.) Fransa; De Cesari ve diğerleri (a.g.e.) de İtalya piyasasında yaptıkları araştırmada elde etmişlerdir. Diğer taraftan, Singh ve diğerleri (1994), Miller ve McConnell (1995) ve Kim (2004) geri alım işlemlerinin likiditede herhangi bir değişiklik yaratmadığını bulmuşlardır. Franz ve diğerleri (1995) ise, geri alım niyetinin kamuya açıklanmasıyla bilgi asimetrisinin azaltılmasına bağlı olarak gerçekleşen likidite artışına işaret etmiştir. Cook ve diğerleri (2004) tarafından 64 adet ABD şirketi üzerinde yapılan anket çalışmasında da şirketlerin pay fiyatlarını likidite anlamında destekleme amacıyla geri alım yaptıkları sonucuna ulaşılmıştır. Ancak, araştırmacılar yöneticilerin zamanlamasına ilişkin bir kanıt bulamamışlardır.

Son olarak geri alım işlemleri ile pay fiyatlarındaki oynaklık arasındaki ilişkinin tartışıldığı çalışmalara bakıldığında, Hong ve diğerleri (2008)'nin geri alımların düşük değerlendirilmiş şirket paylarına fiyat istikrarı kazandırdığını iddia ettikleri çalışmaları göze çarpmaktadır. Cook ve diğerleri (a.g.e.) de geri alımların kısa vadede fiyat istikrarı getirdiğini ortaya koymuşlardır. Bununla birlikte, geri alım işlemlerinin içerden öğrenme suçu ile bağdaştırılabileceği de dikkate alındığında, oynaklığın artabileceği de ileri sürülebilir. Du ve Wei (2004) de çalışmalarında içerden öğrenmenin veya bilgi suiistimalinin nüfuz ettiği piyasalarda pay fiyatlarının oynak olduğunu açıklamışlardır.

Pay fiyatlarındaki oynaklığın esasında payların piyasasındaki likiditeyi de yansıttığı düşünülmektedir. Spekülatif, sığ piyasaların derin olanlara nazaran daha oynak olduğu bilinmektedir (Cohen ve diğerleri, 1976). Gerçekten de, Lesmond (2005)'un araştırmasında Çin, Güney Kore ve Tayvan piyasalarında oynaklığın (*işlem hacminin ve likiditenin*) bölgedeki diğer piyasalara oranla daha düşük (*yüksek*) olduğu ortaya konmuştur. Aynı çalışmaya göre, Rusya ve Güney Kıbrıs piyasaları için ise tersi durum söz konusudur. Bu nedenle, çalışmada geri alım işlemleri sonrasında pay fiyatlarında

gerçekleşen likidite ve oynaklık değişimlerinin bir arada incelenmesinde fayda görülmüştür.

5.2.3. Araştırma Hipotezleri

Yukarıda yer verilen literatür taraması kapsamında üç adet hipotezin test edilmesi amaçlanmaktadır. Bu hipotezlere aşağıda yer verilmektedir:

H1. Pay geri alımları sonrasında şirket paylarının fiyatlarındaki yükselmeye bağlı olarak anormal getiri elde edilebilmektedir.

Çalışmada, anormal getiriler aşağıda yer verilen piyasa modelindeki hata terimi ile ölçülmüştür (Beaver ve diğerleri, 1979).

$$R_{it} = \alpha_i + \beta_i R_{mt} + \varepsilon_i$$

Denklemden yer alan R_{it} bir i payının t dönemindeki getiri oranını; R_{mt} piyasa portföyünün (*BIST 100*) t dönemindeki getiri oranını; ε_{it} ise i payının t dönemindeki anormal getirisini temsil etmekte olup, kat sayılar ise en küçük kareler yöntemi (OLS) ile tahmin edilmiştir.

Diğer taraftan, kümülatif anormal getiriler (*CAR*) birçok çalışmada kullanılan aşağıdaki denklem vasıtasıyla hesaplanmıştır (Zhang, a.g.e.; Hatakeda ve Isagawa, a.g.e.; Grullon ve Michaely, a.g.e.; Weston ve Siu, 2002; Ikenberry ve diğerleri, a.g.e.):

$$CAR_{it} = \sum_{t=1}^n \varepsilon_{it}$$

H2. Pay geri alımları şirket paylarının likiditesini artırmaktadır.

Finans doktrininde likiditeyi temsil eden ve bu anlamda en sık kullanılan ölçüt fiyat genişliği olarak ifade edilebilecek pay alım ve satım fiyat teklifleri arasındaki farktır (Miller ve McConnell, a.g.e.). Buna göre fiyat genişliği ne kadar yüksekse ilgili payın

piyasasında likidite o denli düşüktür. Bu kapsamda, çalışmada geri alım yapan şirketlerin paylarındaki likiditenin ölçülmesinde günlük ortalama fiyat genişliği kullanılmıştır. Fiyat genişliği payın alım ve satım fiyat teklifi arasındaki farkın bu iki fiyatın ortalamasına bölünmesiyle tespit edilmiştir²⁵⁷.

H3. Pay geri alımları şirket paylarının oynaklığını azaltmaktadır.

Çalışmada oynaklık literatür uygulamalarına paralel olarak günlük pay getirilerinin standart sapması (Lesmond, a.g.e.; De Cesari ve diğerleri, a.g.e.) alınmak suretiyle hesaplanmıştır.

5.2.4. Pay Fiyatlarının Performansı

Pay geri alım işlemlerinin gerçekleştirildiği tarihlere yakın dönemlerde şirketlerin pay fiyatlarının gösterdiği performansın analiz edilmesi, geri alım kararını veren yöneticilerin şirket paylarını iyi bir yatırım alternatifi olarak değerlendirip değerlendiremediklerinin, bir başka deyişle geri alımın fiyat düşüşlerini müteakip doğru zamanda yapılıp yapılmadığının anlaşılmasına yardımcı olacaktır. Böylece, geri alım programlarında açıklanan “değer düşüklüğünü engelleme” amacının gerçekleşip gerçekleşmediği hakkında yorum yapılabilecektir.

5.2.4.1. Tek Değişkenli Analiz

Araştırmada pay fiyatlarının geri alım işlemlerinin takip eden dönemdeki kısa vadeli performansının ölçülebilmesi amacıyla geri alımın yapıldığı günün “20 iş günü öncesi” ve “20 iş günü sonrası” olmak üzere 41 iş günü uzunluğunda bir olay penceresi (-20,20)

²⁵⁷ Likiditenin ölçümünde kullanılan fiyat genişliği ölçütü muhtelif şekillerde hesaplanabilmekte; bu hesaplamalara göre de farklı isimlerle nitelendirilebilmektedir. Bunların arasında mutlak fiyat genişliği (*absolute spread*), göreceli fiyat genişliği (*relative spread*), toplam derinlik (*total depth*), satış fiyatı derinliği (*ask depth*), alım fiyatı derinliği (*bid depth*) (Brockman ve Chung, a.g.e.; Brockman ve diğerleri, a.g.e.; Lesmond, a.g.e.) gibi ölçütler yer almaktadır. Bunlardan ilk ikisi işlem maliyeti bazlı; diğer üçü ise işlem hacmi bazlı ölçütler olarak değerlendirilmektedir (Özdemir, 2011). Ancak, Goyenko ve diğerleri (2009)'nin de tespit ettikleri gibi söz konusu ölçütler arasında oldukça yakın bir ilişki bulunmakta olup, bu çalışmada göreceli fiyat genişliği (*relative spread*) ölçütünün kullanılması tercih edilmiştir.

açılmıştır. Bu olay penceresi kapsamında $(-20,-1)$, $(0, 1)^{258}$ ve $(0,20)^{259}$ olarak belirlenen üç adet ayrı pencere üzerinde payların CAR bilgileri incelemeye tâbi tutulmuştur. CAR hesaplamalarında piyasa modelinin tahmin edilebilmesi amacıyla geri alım yapan her bir şirket için $(-120,-21)$ dönemine ait geçmiş 100 iş günlük getiriler kullanılmıştır. İncelemeye 24 şirkete ait 97 şirket/gözlem sayısı dâhil edilmiştir²⁶⁰.

Tablo 53'te 41 iş günü uzunluğundaki olay penceresi içerisinde geri alım gerçekleştirilen paylardan elde edilen günlük ortalama anormal getiri (AAR) ile CAR bilgilerine yer verilmiştir. Tablodan da görülebileceği üzere, geri alımın kamuya açıklandığı gün (+1) önemli bir AAR (%0.947) elde edildiğini göstermektedir. Buna göre, şirket yöneticileri tarafından yapılan geri alımın kamuya açıklandığı gün piyasadan pay satın alan bir yatırımcının aynı gün sonunda yaklaşık %1 düzeyinde bir kazanç sağlamış olacağı anlaşılmaktadır.

Tabloda t-testinin yanı sıra ilki Wilcoxon işaretli sıra testi; ikincisi ise bir işaret testi olan J_3 testi²⁶¹ olmak üzere iki adet parametre dışı teste yer verilmiştir. Bu testler de, kamuya açıklandığı gün (+1), geri alım işlemlerinin pay fiyatlarından elde edilen AAR üzerinde önemli etkileri olduğunu teyit etmektedir.

²⁵⁸ SPK düzenlemeleri uyarınca yatırımcılar geri alım programı çerçevesinde gerçekleşen her bir işlem hakkındaki bilgiye en geç işlem tarihini izleyen iş günü içerisinde sahip olabilmektedir. Fiilî durumda şirketler geri alım işlemlerini işlem günü sonunda veya bir sonraki işlem gününün başında açıklamaktadır. CAR(0,1) penceresi piyasanın geri alım işlemlerine verdiği ilk tepkinin ortaya konabilmesi amacıyla açılmıştır.

²⁵⁹ CAR(0,20) penceresi geri alım sonrasındaki döneme tekabül eden orta vadeli fiyat performansının incelenebilmesi amacıyla açılmıştır.

²⁶⁰ Analizde, sıklıkla geri alım yapan şirketlerin ağırlığının yanıltıcı olacağı düşüncesiyle, belli bir ay içerisinde birbirini takip eden günlerde geri alım yapan şirketlerin bu işlemleri tek bir işlem sayılmış ve işlemin yapıldığı ilk gün hesaplamalara dâhil edilmiştir (Zhang, a.g.e. , s. 1891).

²⁶¹ Bu test pozitif veya negatif anormal getiri elde etme olasılığının %50 olduğu varsayımına dayanmaktadır. Sıfır hipotezi $H_0: p \geq 0.5$; karşıt hipotez ise $H_a: p < 0.5$ olarak kurulmakta olup, p anormal getirinin pozitif olma olasılığını ifade etmektedir. Hipotezin test edilmesinde kullanılan istatistik değeri J_3 olarak adlandırılmakta ve aşağıdaki formülle hesaplanmaktadır:

$$J_3 = \left[\frac{N^+}{N} - 0.5 \right] \frac{1}{0.5} \sim N(0,1)$$

Formülde N^+ pozitif anormal getirinin, N ise toplam anormal getirinin adedini temsil etmektedir (Campbell ve diğerleri, 1997, s. 172).

Tablo 53. Ortalama anormal getiri anlamlılık düzeyleri (tüm örneklem)

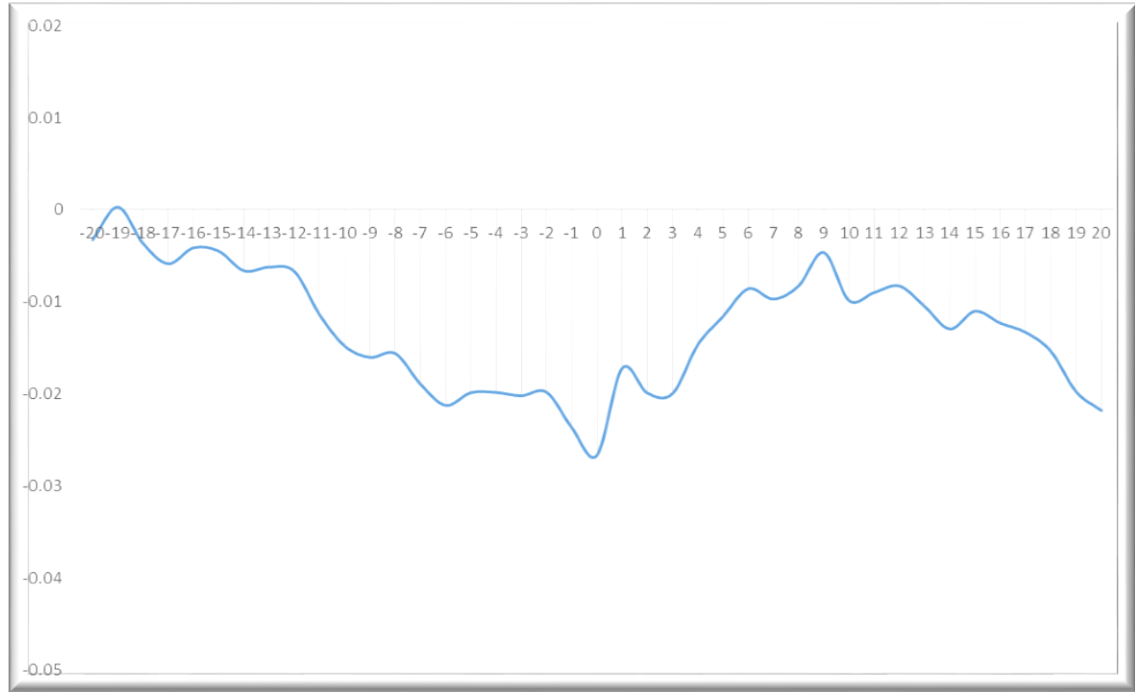
Gün	AAR	CAR	t-değeri	Wlcx. testi	J ₃ testi
-20	-0.326	-0.326	-1.777*	-1.801*	-1.726*
-19	0.356	0.03	1.406	-0.074	-1.32
-18	-0.395	-0.366	-2.504**	-3.233***	-2.741***
-17	-0.221	-0.587	-1.109	-1.387	-0.711
-16	0.174	-0.413	0.802	-0.228	-0.508
-15	-0.036	-0.449	-0.143	-0.995	-1.117
-14	-0.214	-0.663	-1.027	-2.463**	-2.538**
-13	0.04	-0.623	0.234	-0.193	-0.102
-12	-0.046	-0.669	-0.273	-1.085	-1.523
-11	-0.471	-1.14	-2.771***	-2.456**	-2.132**
-10	-0.342	-1.482	-1.651	-2.661***	-1.523
-9	-0.122	-1.604	-0.556	-1.333	-1.32
-8	0.043	-1.561	0.200	-1.074	-1.32
-7	-0.333	-1.894	-1.855*	-1.905*	-1.523
-6	-0.232	-2.125	-1.041	-1.168	-0.508
-5	0.138	-1.987	0.533	-0.027	0.508
-4	0.003	-1.985	0.014	-0.819	-1.117
-3	-0.036	-2.02	-0.156	-0.354	0.102
-2	0.039	-1.982	0.173	-0.858	0.102
-1	-0.385	-2.366	-1.413	-2.028*	-1.32**
0	-0.303	-2.669	-0.928	-2.053**	-2.538***
1	0.947	-1.722	3.071***	3.161***	2.741*
2	-0.268	-1.99	-1.211	-1.384	-1.929
3	-0.006	-1.997	-0.030	0.196	-0.305
4	0.529	-1.468	2.225**	1.787*	1.117
5	0.309	-1.16	1.129	-0.279	-0.711
6	0.302	-0.858	1.553	1.499	1.523
7	-0.112	-0.97	-0.538	-1.096	-0.508
8	0.142	-0.828	0.588	-0.351	0.102
9	0.364	-0.464	1.469	0.455	0.305
10	-0.523	-0.986	-2.395**	-3.485***	-2.945***
11	0.088	-0.899	0.322	-1.150	-0.914
12	0.07	-0.828	0.325	-0.635	-0.914
13	-0.222	-1.05	-1.211	-1.855*	-1.523
14	-0.246	-1.296	-1.309	-1.607	-1.117
15	0.194	-1.102	0.998	0.995	1.117
16	-0.13	-1.232	-0.709	-0.779	-1.117
17	-0.099	-1.331	-0.470	-1.056	-1.929*
18	-0.206	-1.537	-1.141	-1.977**	-2.335**
19	-0.44	-1.977	-2.077**	-2.603***	-2.741***
20	-0.204	-2.181	-1.011	-0.689	0.102

***, ** ve * sırasıyla 0.01, 0.05 ve 0.1 anlamlılık düzeylerini temsil etmektedir.

Tablo 53'teki veriler geri alım işlemi (0) ile geri alımın kamuya duyurulmasından (+1) önceki sırasıyla 20 (-20,-1) ve 21 (-20,0) iş günlük sürelerdeki ortalama CAR'ın önemli ölçüde negatif (-%2.366 ve -%2.669)²⁶² olduğuna işaret etmektedir. Dolayısıyla, geri alım işleminin kamuya duyurulmasıyla birlikte pay fiyatlarında meydana gelen yükselişten önce fiyatların önemli ölçüde düştüğü anlaşılmaktadır. Bu durum, piyasanın geri alım işleminin gerçekleştirildiğini, ancak bu işlemin kamuya duyurulduğu gün algılayıp tepki verdiği şeklinde de yorumlanabilir.

Şekil 11'de ise (-20,20) olay penceresindeki ortalama CAR grafiğine yer verilmektedir:

Şekil 11. CAR grafiği (-20,20)



Şekil 11'den de görülebileceği üzere, örnekleme yer alan şirket/gözlemlerin pay fiyatları geri alım işleminin gerçekleştiği güne kadar düşüş göstermiş, geri alım işleminin kamuya açıklanmasıyla birlikte yükselmiştir. Pay fiyatları yükselmeye devam etmiş (1,9); akabinde (10,18) belli bir seviyede tutunmaya çalışmış; ancak nihayetinde yeniden düşüş trendine (19,20) girmiştir.

²⁶² t değerleri sırasıyla -2.413 ve -2.367 olarak hesaplanmış olup, 0.05 düzeyinde anlamlıdır.

Bu sonuçlardan, yönetimin geri alımların şirket paylarının düşük değerlendirildiğine yönelik kanaati ve piyasaya mesaj verilmesi amacı doğrultusunda ve uygun bir zamanlamayla, gerçekleştirilmiş olabileceği yönünde birtakım çıkarımların yapılması mümkün bulunmaktadır.

Diğer taraftan, yatırımcıların geri alım işlemlerine verdikleri bu reaksiyonun şirketin paylarına ve geri alımın özelliklerine yönelik algılarına bağlı olabileceği dikkate alınarak, incelemeye konu edilen örneklemin şirket paylarının piyasa kapitalizasyonu (*MCAP*) ve **PD/DD** (*MKBK*) ile geri alım işlemlerinin niteliği açısından gruplandırılmasında fayda görülmüştür (*Ikenberry ve diğerleri, a.g.e.; Zhang, a.g.e.*).

Piyasa kapitalizasyonuna ve **PD/DD**'ye göre gruplamalar çeyrekler hâlinde yapılmış; her bir çeyreğe dâhil edilecek şirket/gözlem, bunlara ait piyasa kapitalizasyonu ve **PD/DD**, payları **BIST**'te işlem gören tüm şirketlerin toplam piyasa kapitalizasyonu ve **PD/DD**'sine göre oranlanmak suretiyle tespit edilmiştir.

Geri alım işlemlerinin niteliğine göre yapılan gruplamalar ise geri alım tutarının mesaj verme kuvvetini temsilen yeterince büyük veya geri alımın bir sürpriz niteliğinde olup olmadığı gibi unsurlar dikkate alınarak yapılmıştır. Bu kapsamda, Zhang (*a.g.e.*)'ın metodolojisi takip edilerek, geri alımın mesaj gücünün yüksekliğinin tespiti amacıyla geri alınan payların dolaşımdaki paylara oranı (*RSIZE*); sürpriz niteliğinin tespiti amacıyla da, en son yapılan geri alımdan bu yana geçen gün sayısı (*NDAYS*) ve geri alım yapılan dönemi müteakip üç aylık dönemdeki geri alım işlem adedi (*NP3M*) şeklinde üç adet değişken belirlenmiştir. Bu değişkenlere göre yapılan gruplamalarda ilgili değişkenlerin medyan değerleri dikkate alınmıştır.

Tablo 54'te, CAR verileri tüm ve gruplandırılmış örnekleme göre ayrı ayrı raporlanmış bulunmaktadır:

Tablo 54. Kümülatif anormal getiri anlamlılık düzeyleri (tüm ve gruplandırılmış örneklem)

N		Olay Penceresi			
PANEL A		(-20,-1)	(0,1)	(0,20)	
CAR	97	-2.366	0.644	0.185	
<i>p-değeri</i>		0.018**	0.178	0.875	
PANEL B	N	(-20,-1)	(0,1)	(0,20)	
<i>MCAP</i>					
CAR	10	1 (en küçük)	-9.31	1.356	7.009
<i>p-değeri</i>			0.009***	0.456	0.098*
CAR	39	2 (görece küçük)	-3.23	0.835	-0.19
<i>p-değeri</i>			0.004***	0.257	0.9
CAR	39	3 (görece büyük)	-0.32	-0.41	-2.54
<i>p-değeri</i>			0.87	0.211	0.133
CAR	9	4 (büyük)	0.233	3.574	6.042
<i>p-değeri</i>			0.923	0.305	0.374
<i>MKBK</i>					
CAR	10	1 (en düşük)	-2.93	0.948	-0.33
<i>p-değeri</i>			0.523	0.678	0.952
CAR	39	2 (görece düşük)	-1.07	0.094	-1
<i>p-değeri</i>			0.518	0.848	0.504
CAR	39	3 (görece yüksek)	-3.79	-0.003	0.098
<i>p-değeri</i>			0.005***	0.994	0.949
CAR	9	4 (yüksek)	-1.16	5.492	6.253
<i>p-değeri</i>			0.699	0.141	0.378
<i>NDAYS</i>					
CAR	51	≤ 28	-2.5	0.984	0.557
<i>p-değeri</i>			0.065*	0.134	0.712
CAR	46	>28	-2.21	0.267	-0.23
<i>p-değeri</i>			0.139	0.706	0.902
<i>NP3M</i>					
CAR	49	≤ 11	-3.41	0.904	2.368
<i>p-değeri</i>			0.021**	0.29	0.255
CAR	48	>11	-1.3	0.378	-2.04
<i>p-değeri</i>			0.338	0.379	0.053*
<i>RSIZE</i>					
CAR	46	Düşük	-1.51	0.611	1.547
<i>p-değeri</i>			0.245	0.371	0.356
CAR	51	Yüksek	-3.24	0.678	-1.21
<i>p-değeri</i>			0.035**	0.318	0.467

***, ** ve * sırasıyla 0.01, 0.05 ve 0.1 anlamlılık düzeylerini temsil etmektedir.

Tablo 54'ün Panel A kısmında, daha önce de belirtildiği üzere, (-20,-1) döneminde ortalama CAR önemli ölçüde negatif (-%2.366) gerçekleştiği görülmektedir. Ancak, (0,1) döneminde elde edilen önemli seviyedeki AAR (%3.071)²⁶³ CAR'a pozitif bir şekilde yansımaya rağmen, bu yansıma istatistikî öneme sahip olamamıştır. Ekonomik etki de %0.644 gibi düşük bir seviyede kalmış olup, (0,20) döneminde de benzer bir durum söz konusudur²⁶⁴.

Tablo 54'ün Panel B kısmına bakıldığında ise, piyasa kapitalizasyonu (*MCAP*) açısından küçük; yüksek *PD/DD*'ye (*MKBK*) sahip; sık aralıklarla (*NDAYS*), az sayıda (*NP3M*) ve yüksek oranda (*RSIZE*) geri alım yapan şirketlerin pay geri alımlarını paylarının düşük değerlendirildiği (*MCAP*: %9,31 ve %3,23; *MKBK*: %3,79; *NDAYS*: %2,5; *NP3M*: %3,41; *RSIZE*: %3,24) dönemlerde gerçekleştirdiği anlaşılmaktadır.

Yatırımcı tepkisi açısından, küçük şirketlerin paylarında gerçekleştirilen geri alım işlemlerine piyasanın daha olumlu tepkiler (*örneğin*, %7,009) verdiği ileri sürülebilir. Bu durumun, küçük şirketlerin pay fiyatlarında bilgi asimetrisinin daha belirgin olmasından kaynaklandığı düşünülmektedir.

Ayrıca, yatırımcıların yüksek *PD/DD*'ye sahip şirketleri büyüme potansiyeli bakımından cazip şirketler olarak görüp piyasada düşük değerledikleri; geri alım işlemine istatistikî önemde olmasa da ekonomik etki (*örneğin*, %6.253) anlamında olumlu reaksiyon gösterdikleri sonucuna ulaşılmaktadır. Bunun da bilgi asimetrisinin bir sonucu olarak değerlendirilmesi mümkündür. Literatürde yüksek *PD/DD* oranına sahip şirketlerde bilgi asimetrisinin daha fazla olacağı ifade edilmektedir²⁶⁵ (*McLaughlin ve diğerleri*, 1998).

Diğer taraftan, yöneticiler her ne kadar şirket paylarının düşük değerlendirildiği dönemde sinyal gücü yüksek oranda (*RSIZE*) geri alım yapsalar da, yatırımcıların bu nitelikteki

²⁶³ *bkz.* Tablo 53.

²⁶⁴ Bununla birlikte, bu analiz ilgili döneme ait CAR'ın sıfırdan farklı olması hipotezine göre kurgulanmıştır. Bunun yerine ilgili dönemleri birbiriyle kıyaslayan hipotezler kurulduğunda, - *örneğin*, (0,1) ve (-20,-1) ile (0,20) ve (-20,-1) dönemlerine ait CAR -, geri alım sonrasındaki CAR'ın (*pozitif*) geri alım öncesindeki CAR'dan (*negatif*) önemli ölçüde farklılaştığı gözlenmektedir.

²⁶⁵ Literatürdeki bu bakış açısının nedeni yüksek büyüme potansiyeline sahip şirketlerin yöneticilerinin yatırım fırsatları ve gelecekteki nakit akışları hakkında daha fazla içsel bilgiye sahip olacağı düşüncesine dayanmaktadır.

geri alımlara verdiği tepki ilk aşamada olumlu (%0.678), sonraki süreçte ise olumsuz (-%1.21) olmaktadır. Yatırımcılar, bir süredir yapılmayan sürpriz niteliğindeki (NDAYS) geri alımlara diğerlerinden daha fazla olumlu tepki (%0.267) vermemekte; hatta bir süre sonra olumsuz karşılamaktadır (-%0.23). Süreklilik arz edecek şekilde çok sayıda (NP3M) geri alım yapan şirketler ise ileriki dönemlerde âdeta cezalandırılmaktadır (-%2.04).

Son olarak, bazı şirketlerin daha sık aralıklarla geri alım yapmayı isteyebileceği, bazı şirketlerin ise geri alım işlemlerinin sayısını daha sınırlı tutmayı tercih edebileceği dikkate alındığında, yukarıdaki tablodaki sonuçların daha fazla geri alım yapan şirketlerin etkisi altında kaldığı söylenebilir. Bu nedenle, CAR verileri örneklemdaki gözlem sayısından ziyade şirket sayısı esas alınmak suretiyle yeniden hesaplanmış olup, 24 adet şirket arasında yapılan t-testi sonuçlarına aşağıda yer verilmiştir:

Tablo 55. Kümülatif anormal getiri anlamlılık düzeyleri (şirket bazında tüm örneklem)

	N	Olay Penceresi		
		(-20,-1)	(0,1)	(0,20)
CAR	24	-3.675	1.84	2.712
<i>p-değeri</i>		0.036**	0.091*	0.287

***, ** ve * sırasıyla 0.01, 0.05 ve 0.1 anlamlılık düzeylerini temsil etmektedir.

Tablo 55'ten de görüleceği gibi, geri alım işlemlerinin payların düşük değerlendirildiği aşamada yapılmasıyla ilgili sonuçlar bir önceki bulgularla tutarlıdır. (-20,-1) döneminde pay fiyatlarında önemli bir düşüş (%3.675) gözlemlenmektedir. Ancak, yatırımcıların geri alım işlemlerinin kamuya açıklanmasını müteakip verdikleri ilk tepki (0,1) bu testte istatistikî anlamlılığa ve ekonomik öneme (%1.84) kavuşmuştur.

Dolayısıyla, örneklem içinde diğerlerine nazaran daha sık geri alım yapmış bulunan şirketlerin etkileri kontrol edildiğinde, yatırımcıların geri alım işlemine verdikleri ilk reaksiyonun olumlu olduğu daha net bir şekilde vurgulanabilmektedir.

Bu çerçevede, tek değişkenli analizde şirketlerin pay fiyatlarının düşük değerlendirildiği (-20,-1) bir noktada geri alım yaptıkları; yatırımcıların da geri alım yapıldığıyla ilgili bilgi sahibi oldukları andaki ilk tepkilerinin (0,1) olumlu yönde olduğu anlaşılmıştır. Ancak, oluşan bu olumlu etki ileriki zamanlarda (0,20) belirsizleşmektedir.

5.2.4.2. Çok Değişkenli Analiz

Geri alım işlemlerine karşı yatırımcıların tepkisinin çok değişkenli analizlerle de incelemeye tâbi tutulması tek değişkenli analiz sonuçlarının tutarlılığının tespit edilmesi açısından önem taşımaktadır. Bu kapsamda, aşağıda yer verilen modeller kapsamında yatay-kesit regresyonu analizi yapılmış; modeller geleneksel OLS yöntemiyle tahmin edilmiştir.

$$CAR(0,1)_i = \beta_1 CAR(-20,-1)_{(i)} + \beta_2 MCAP_{(i)} + \beta_3 MKBK_{(i)} + \beta_4 NDAY_{(i)} + \beta_5 NP3M_{(i)} + \beta_6 RSIZE_{(i)}$$

$$CAR(0,20)_i = \beta_1 CAR(-20,-1)_{(i)} + \beta_2 MCAP_{(i)} + \beta_3 MKBK_{(i)} + \beta_4 NDAY_{(i)} + \beta_5 NP3M_{(i)} + \beta_6 RSIZE_{(i)}$$

CAR(-20,-1) değişkeni, geri alım öncesindeki dönemde meydana gelen negatif CAR'ın bağımlı değişkenlerdeki ortalamaları bozucu etkisinin kontrol edilebilmesi amacıyla modellere dâhil edilmiştir.

Söz konusu modellerin tahmininden elde edilen sonuçlar Tablo 56'da raporlanmıştır. Tablo 56'da her bir değişkenin karşısındaki ilk satırda ilgili değişkenin kat sayı değeri, ikinci satırda ise P-değeri sunulmuştur.

Tablo 56. Yatay-kesit regresyon analizi

Bağımsız Değişkenler	Bağımlı Değişkenler	
	CAR (0,1)	CAR (0,20)
<i>Kesen</i>	-.0056 0.926	.178 0.363
CAR (-20,-1)	.0535 0.256	.246 0.081*
<i>MCAP</i>	.001 0.868	-.009 0.425
<i>MKBK</i>	.003 0.000***	.005 0.011***
<i>NDAYS</i>	3.34*10 ⁻⁵ 0.666	1.01*10 ⁻⁴ 0.297
<i>NP3M</i>	-6.97*10 ⁻⁶ 0.928	-1.07*10 ⁻⁴ 0.574
<i>RSIZE</i>	.027 0.001***	.004 0.617
R²	0.244	0.15
F-değeri	8.61	3.08
P-değeri	0.000***	0.004***
N	97	97

***, ** ve * sırasıyla 0.01, 0.05 ve 0.1 anlamlılık düzeylerini temsil etmektedir.

Tablo 56'ya göre, CAR(-20,-1) kontrol değişkenine karşın, (0,1) dönemine ilişkin CAR, **PD/DD** (*MKBK*) ve geri alım oranıyla (*RSIZE*); (0,20) dönemine ilişkin CAR ise, **PD/DD** (*MKBK*) ile ilişkilidir. Diğer değişkenlere ait kat sayılar sıfırdan önemli ölçüde farklı değildir. Diğer taraftan, (0,20) döneminde, istatistikî öneme sahip olmasa da, *MCAP* kat sayısının negatif olması tek değişkenli analizde dikkat çekilen, “yatırımcıların küçük şirketlerin paylarındaki geri alım işlemlerine daha fazla reaksiyon göstermesi tespiti” ile tutarlılık arz etmektedir. Benzer şekilde, *MKBK* kat sayılarının hem (0,1) hem de (0,20) dönemlerinde pozitif ve istatistikî açıdan önemli olması, yatırımcıların büyüme potansiyeli olan şirketlerin geri alım işlemlerine karşı daha duyarlı olduğunu bir kez daha gözler önüne sermektedir. Son olarak, yüksek oranlı pay geri alımlarına (*RSIZE*) karşı piyasanın verdiği ilk tepkinin önemli seviyede olması geri alım işleminin sinyal gücüne işaret etmektedir.

Bu çerçevede, kat sayılarının ekonomik ve istatistikî önemleri açısından farklılıklar söz konusu olmakla birlikte, tek değişkenli analiz sonuçları ile çok değişkenli analiz sonuçları birbirlerini tamamlar niteliktedir.

5.2.5. Pay Fiyatlarının Likitidesi ve Oynaklığı

Pay geri alım işlemleri fiyat getirilerinin yanı sıra pay piyasasındaki likidite ve oynaklık üzerinde de etkili olabilmektedir. Bu nedenle, söz konusu işlemlerin öncesinde ve sonrasında şirket paylarının piyasasında likiditenin ve oynaklığın ne şekilde değişim gösterdiğinin ortaya konması bilgi asimetrisinin ve şirketin bu işlemlerdeki piyasa yapıcılığı rolünün değerlendirilebilmesi açısından önem taşımaktadır.

Bu anlamda, geri alım işlemleri sonrasında likiditenin azalması, yapılan işlemlerin arkasında içsel bilgiye sahip yöneticilerin bulunduğu algısının bilgi asimetrisi bakımından yarattığı maliyete; artması, geri alım yapan şirketin piyasadaki mevcut piyasa yapıcılarla veya yatırımcılarla rekabetinden kaynaklanan gelişmeye işaret edebilecektir. Oynaklıkla ilgili gözlemler ise şirketlerin pay fiyatlarına istikrar kazandırma isteklerini gösterebileceği gibi, geri alım işlemlerinin bilgi suistimaline yol açabilen yönünü de ortaya çıkarabilecektir (De Cesari ve diğerleri, a.g.e.).

5.2.5.1. Tek Değişkenli Analiz

Araştırmada şirketlerin pay piyasasında gerçekleşen likidite ve oynaklık değişimleri bir önceki bölümdeki fiyat performansı analizinde olduğu gibi “20 iş günü öncesi” ve “20 iş günü sonrası” olmak üzere 41 iş günü uzunluğunda bir olay penceresi $(-20,20)$ açılarak incelenmiştir. İncelemeye 24 şirkete ait 97 şirket/gözlem sayısı dâhil edilmiştir²⁶⁶.

Tablo 57’de 41 iş günü uzunluğundaki olay penceresi içerisinde geri alım gerçekleştirilen payların piyasasındaki likidite ve oynaklık değişimlerine yer verilmiştir.

²⁶⁶ Analizde, $(-20,20)$ dönemindeki fiyat genişliği (*likidite ölçütü*) ve getirilerin standart sapması (*oynaklık ölçütü*) verileri $(-120,-21)$ dönemine ait ortalamalara oranlanarak standardize edilmiştir (Nayar ve diğerleri, a.g.e., s. 254).

Tablo 57. Likidite ve oynaklık anlamlılık düzeyleri

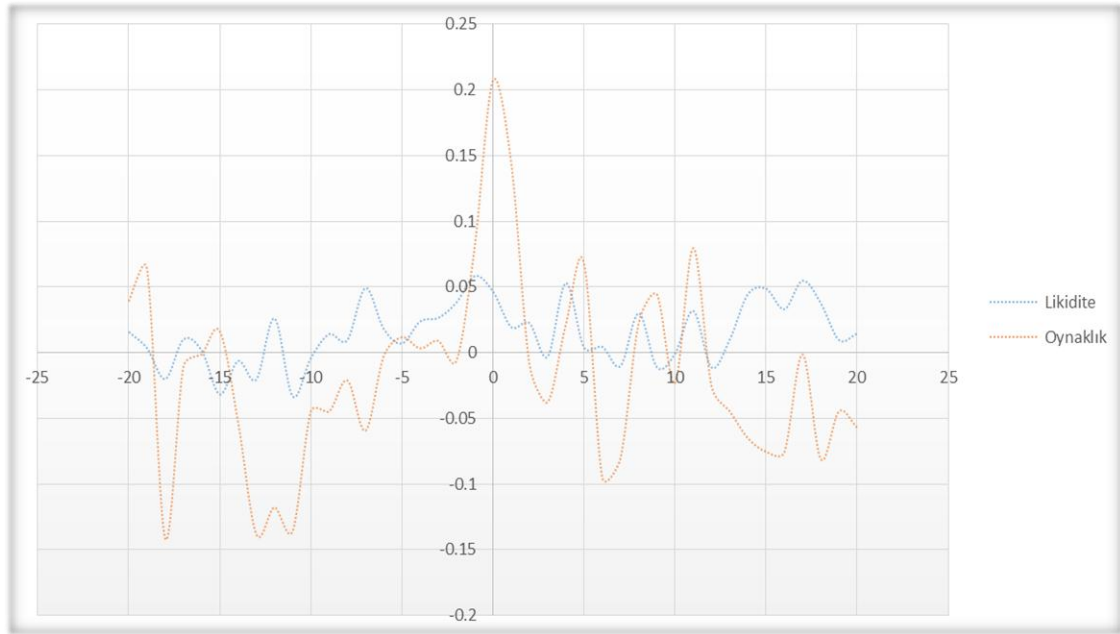
Gün	Likidite	Oynaklık	t-değeri ₁	t-değeri ₂
-20	1.618	3.938	1.161	-2.34**
-19	0.372	6.404	0.47	0.645
-18	-1.975	-14.138	-1.976	-1.731*
-17	1.033	-1.04	0.962	-2.032**
-16	0.191	-0.103	0.193	1.829*
-15	-3.15	1.659	-3.259***	0.633
-14	-0.609	-5.264	-0.608	-0.298
-13	-2.02	-13.807	-2.191**	1.013
-12	2.637	-11.768	2.056**	-0.937
-11	-3.307	-13.558	-3.329***	-2.146**
-10	-0.388	-4.437	-0.404	-1.959*
-9	1.436	-4.471	1.311	0.246
-8	0.985	-2.081	0.893	0.809
-7	4.948	-5.922	3.566***	-2.708***
-6	1.838	-0.237	1.819*	-1.691*
-5	0.733	1.209	0.772	0.576
-4	2.409	0.351	2.088**	-0.605
-3	2.688	0.929	2.246**	-0.012
-2	3.859	-0.564	2.571**	0.006
-1	5.874	8.148	4.315***	-1.337
0	4.69	20.749	2.964***	-1.076
1	1.986	14.498	1.562	3.045***
2	2.282	-0.836	2.023**	-1.824*
3	-0.28	-3.752	-0.291	0.301
4	5.333	2.162	4.491***	3.036***
5	0.42	6.85	0.442	1.036
6	0.479	-9.476	0.448	1.653
7	-0.992	-8.022	-1.054	-0.176
8	3.037	2.277	2.197**	0.759
9	-1.08	4.465	-1.116	1.868*
10	-0.046	-2.252	-0.049	-1.902*
11	3.203	7.984	2.916***	0.289
12	-1.096	-2.535	-1.184	0.817
13	1.01	-4.43	1.081	-1.14
14	4.492	-6.491	4.003***	-1.435
15	4.904	-7.521	3.331***	0.901
16	3.336	-7.561	2.351**	0.005
17	5.515	-0.113	4.061***	-0.124
18	3.804	-8.09	3.4***	-0.338
19	0.995	-4.44	0.907	-1.541
20	1.482	-5.689	1.611	0.606

***, ** ve * sırasıyla 0.01, 0.05 ve 0.1 anlamlılık düzeylerini temsil etmektedir.

Tablo 57’de yer verilen bulgular geri alımın gerçekleştirildiği günden önce (-1) fiyat genişliğinin arttığını, dolayısıyla likiditenin azaldığını (5.874); gerçekleştirildiği (0) ve kamuya ilân edildiği gün (+1) ise likiditenin arttığını (4.69 ve 1.986) göstermektedir. Özellikle (-4,-1) ve (0) günlerindeki fiyat genişliği verilerinin önemli ölçüde sıfırdan farklı olması, bu günlerde likiditedeki negatif ve pozitif değişimin geri alımla ilintili olduğunu çağrıştırmaktadır. Oynaklık verilerine bakıldığında da, geri alımın oynaklığın en üst seviyeye (20.749) çıktığı dönemde yapıldığı ve geri alımla birlikte bu seviyenin aşağıya çekildiği (14.498) anlaşılmaktadır.

Bu durumun grafik gösterimine Şekil 12’de yer verilmektedir:

Şekil 12. Likidite ve oynaklık grafiği (-20,20)



Şekil 12’den de görülebileceği üzere, fiyat genişliği ile getirilerin değişkenliği genelde birlikte hareket etmekte²⁶⁷; fiyat genişliği arttığında/likidite azaldığında değişkenlik de artmaktadır. Geri alım işleminin yapıldığı günü temsil eden (0) noktası çevresinde likiditenin arttığı, oynaklığın ise azaldığı kolaylıkla görülebilmektedir.

²⁶⁷ İki değişken arasındaki korelasyon %33 seviyesindedir.

Geri alınan payların piyasasındaki bu değişimin olay pencereleri²⁶⁸ bazında incelendiği araştırmanın bulgularına ise aşağıdaki tabloda yer verilmektedir. Bu tablonun hazırlanmasında Brockman ve Chung (*a.g.e.*, s. 432)'in metodolojisi takip edilmiş olup, geri alım sonrası dönemler ile geri alım öncesi dönemler arasında fark testleri yapılmıştır.

Tablo 58. Olay pencereleri bazında likidite ve oynaklık değişimleri (5 iş günlük)

	(0,4)	(-5,-1)			
	ortalama (medyan)	ortalama (medyan)	Fark	t-testi (p-değeri)	Wlcx. testi (p-değeri)
Likidite	.002 (-.012)	.093 (.106)	-0.091 (-.117)	3.986 (0.000***)	4.172 (0.000)***
Oynaklık	-.008 (-.231)	-.169 (-.369)	0.161 (0.138)	1.352 (0.178)	0.869 (0.385)

***, ** ve * sırasıyla 0.01, 0.05 ve 0.1 anlamlılık düzeylerini temsil etmektedir.

Tablo 58'de yer verilen bulgulara göre, geri alım sonrasında fiyat genişliğinin azalmasına (*fark:-0.091*) bağlı olarak likidite seviyesinde istatistikî önemde bir artış görülmüştür. Bu dönemde oynaklığın yönü pozitif olmakla birlikte (*fark:0.161*) bu eğilimin istatistikî önemi haiz olmadığı anlaşılmaktadır.

5.2.5.2. Çok Değişkenli Analiz

Tek değişkenli analiz sonuçlarına göre geri alım işlemlerinden sonraki dönemlerde likiditenin arttığı; ancak oynaklıkta aynı paralelde bir azalışın yaşanmadığı anlaşılmaktadır. Bu sonuçların çok değişkenli analiz verileriyle desteklenmesinde fayda görülmektedir.

Bu kapsamda, bağımlı değişkenleri likidite ve oynaklık olan aşağıdaki dört model kurgulanmış olup, bu modellerle geri alımın şirket paylarının piyasasındaki likidite ve oynaklık üzerindeki etkileri OLS yöntemiyle incelenmiştir.

²⁶⁸ Analizde geri alım öncesi ve sonrasındaki 5 iş günlük zaman dilimlerinin alınmasının nedeni Tablo 57'deki sonuçların bu zaman dilimlerinde önemli anlamlılık seviyelerine sahip olmasıdır.

$$\textbf{Model 1: } SPR_i = \beta_1 REP_{(i)} + \beta_2 VOL_{(i)} + \beta_3 PRICE_{(i)} + \beta_4 VOLM_{(i)} + \beta_5 SPR(-1)_{(i)} + \beta_6 KUKLA_{(i)}$$

$$\textbf{Model 2: } SPR_i = \beta_1 RSIZE_{(i)} + \beta_2 VOL_{(i)} + \beta_3 PRICE_{(i)} + \beta_4 VOLM_{(i)} + \beta_5 SPR(-1)_{(i)} + \beta_6 KUKLA_{(i)}$$

$$\textbf{Model 3: } VOL_i = \beta_1 REP_{(i)} + \beta_2 SPR_{(i)} + \beta_3 RTRN_{(i)} + \beta_4 VOLM_{(i)} + \beta_5 VOL(-1)_{(i)} + \beta_6 KUKLA_{(i)}$$

$$\textbf{Model 4: } VOL_i = \beta_1 RSIZE_{(i)} + \beta_2 SPR_{(i)} + \beta_3 RTRN_{(i)} + \beta_4 VOLM_{(i)} + \beta_5 VOL(-1)_{(i)} + \beta_6 KUKLA_{(i)}$$

Yukarıda yer verilen modellerde kullanılan değişkenlerin tanımlamalarına Tablo 59'da yer verilmektedir²⁶⁹:

Tablo 59. OLS model değişkenleri

<i>REP</i>	:	Geri alım sonrası/öncesi dönem (kukla değişken)
<i>RSIZE</i>	:	Geri alım tutarı / Dolaşımdaki pay sayısı
<i>VOL</i>	:	Oynaklık (getirilerin standart sapması)
<i>SPR</i>	:	Fiyat genişliği
<i>PRICE</i>	:	Kapanış fiyatı
<i>RTRN</i>	:	Günlük fiyat getirisi
<i>VOLM</i>	:	Günlük işlem hacmi
<i>SPR(-1)</i>	:	Fiyat genişliği (bir önceki dönem)
<i>VOL(-1)</i>	:	Oynaklık (bir önceki dönem)

Kaynak: (Brockman ve Chung, *a.g.e.*, s. 436; De Cesari ve diğerleri, *a.g.e.*, s. 1564)

Geri alımın likidite ve oynaklık üzerindeki etkilerinin piyasa mikroekonomisi literatüründe sıkça kullanılan söz konusu unsurlar kontrol edilerek tahmin edilmesi sonucunda Tablo 60'ta yer verilen sonuçlara ulaşılmıştır²⁷⁰:

²⁶⁹ Modellerde yıl (2011 yılı baz yıl kabul edilmiştir) kukla değişkeninin yanı sıra şirket paylarının işlem gördüğü piyasaya (ulusal pazarda işlem gören şirketler için 1, diğerleri için 0) ilişkin bir kukla değişken daha kullanılmıştır.

²⁷⁰ Parantez dışı ifadeler kat sayı değerini; parantez içi ifadeler p-değerini vermektedir.

Tablo 60. Geri alımın likidite ve oynaklık üzerindeki etkileri

Bağımsız değişkenler	Bağımlı değişkenler			
	Likidite (<i>SPR</i>)		Oynaklık (<i>VOL</i>)	
	OLS Model 1	OLS Model 2	OLS Model 3	OLS Model 4
<i>Kesen</i>	.223 (0.015**)	.2 (0.03**)	-1.603 (0.001***)	-1.574 (0.000***)
<i>REP</i>	-.01 (0.592)		.129 (0.249)	
<i>RSIZE</i>		-.032 (0.094*)		-.13 (0.111)
<i>VOL</i>	.031 (0.016**)	.03 (0.016**)		
<i>SPR</i>			1.104 (0.001***)	1.071 (0.001***)
<i>PRICE</i>	-.002 (0.426)	-.002 (0.250)		
<i>RTRN</i>			1.842 (0.786)	2.891 (0.659)
<i>VOLM</i>	-.018 (0.008***)	-.016 (0.023**)	.135 (0.000***)	.14 (0.000***)
<i>SPR(-1)</i>	.591 (0.000***)	.584 (0.000***)		
<i>VOL(-1)</i>			.423 (0.000***)	.442 (0.000***)
R²	0.419	0.425	0.231	0.229
F-değeri	15.99	15.99	6.46	6.39
P-değeri	0.000***	0.000***	0.000***	0.000***
N	194	194	194	194

***, ** ve * sırasıyla 0.01, 0.05 ve 0.1 anlamlılık düzeylerini temsil etmektedir.

Modellerin analiz edilmesi sonucunda elde edilen bulgular diğer kontrol unsurlarına karşın geri alım işlemlerinin fiyat genişliğini daraltıcı, bir başka deyişle likiditeyi artırıcı rolünün bulunduğu işaret etmektedir. Model 2'deki *RSIZE* değişkeninin kat sayısı 0.1 anlamlılık düzeyinde istatistikî öneme sahip olup, kat sayının negatif yönü geri alımın büyüklüğü arttıkça fiyat genişliğinin azalacağını, likiditenin de artacağını göstermektedir. Model 1'deki *REP* değişkeninin kat sayısı da negatif yönlü olmasına rağmen istatistikî olarak anlamlı değildir. Bir başka ifadeyle, geri alım sonrasındaki dönemin öncesindeki döneme nazaran likidite üzerindeki etkileri daha olumludur. Model 1 ve Model 2'nin bir diğer sonucu ise, işlem hacmindeki (*VOLM*) artışın fiyat genişliği üzerindeki negatif etkisi nedeniyle likiditeyi artıracığına dair verilerdir.

Oynaklığın bağımlı değişken olarak belirlendiği Model 3 ve Model 4'te ise geri alımın oynaklık üzerindeki etkilerinin çok da belirgin olmadığı göze çarpmaktadır. Buna göre, Model 3'te *REP* değişkeninin kat sayısı olumlu; Model 4'te *RSIZE* değişkeninin kat sayısı ise olumsuz yönde ancak istatistikî açıdan önemli olmayan bir seviyededir. Bununla birlikte, *RSIZE* değişkeninin p-değerinin 0.1 anlamlılık düzeyine yakın bir seyir izlemesi geri alım büyüklüğünün oynaklığı azaltabileceğine dair bir emare de taşımaktadır. Model 3 ve Model 4'ün ilginç bir sonucu işlem hacmindeki (*VOLM*) artışın oynaklığı artıracağına ilişkin göstergelerdir.

Diğer taraftan, her dört modelde de dikkat çeken husus oynaklık ile fiyat genişliğinin aynı yönde anlamlı bir ilişkisinin olmasıdır. Buna göre, oynaklık (*fiyat genişliği*) arttığında fiyat genişliği (*oynaklık*) de artmaktadır. Bu da daha az oynak payların daha fazla likit bir piyasasının olacağını düşündürmektedir.

Sonuç olarak, geri alım işlemlerinin şirket paylarının piyasasında yarattığı kısa vadeli etkilerin bir diğer yansıması da likidite boyutunda ortaya çıkmaktadır. Buna göre, geri alım işlemleriyle payların likiditesinin artırılması mümkün bulunmaktadır. Yeterli büyüklükte geri alım yapılması hâlinde ise, likidite artışına paralel olarak oynaklığın da azaltılması söz konusu olabilecektir.

SONUÇ

Pay geri alımları şirketler ve şirketlerin ilişkili tarafları üzerinde yarattığı olumlu veya olumsuz etkiler bakımından gerek finans doktrininde gerekse piyasa uygulamalarında önemli bir yer edinmiş bulunmakta ve işlemlerin boyutu arttıkça bu yerini pekiştirmeye devam etmektedir. Özellikle şirket alacaklıları ve ortakları nezdindeki olumsuz etkileri itibarıyla birçok ülkenin şirketler hukuku sistemlerinde uzun yıllar yasaklanmış olan bu işlemler, son dönemde kurumsal bir finansman aracı olarak algılanmakta olduğundan, yeniden düzenlenerek serbestleştirilmiştir.

Konuyla ilgili literatür daha önce ABD ve İngiltere gibi gelişmiş liberal piyasalarda yapılan çalışmalara yoğunlaşmışken günümüzde Tayvan, Norveç, Japonya, Portekiz vb. gibi daha az gelişmiş piyasalara yönelik araştırmalarla geri alım işlemlerine getirilen teorik açıklamalar giderek zenginleşmektedir.

Genel olarak bu çalışmalar bir yönüyle şirketleri geri alım kararına sevk eden faktörleri ortaya koymayı amaçlamakta; bir yönüyle de geri alım işlemleri sonrasında payların piyasasında meydana gelen fiyat değişimlerini incelemektedir.

Geri alımın nedenlerini ortaya koymayı amaçlayan çalışmalarda, bünyelerindeki atıl nakdi ortaklarına dağıtmak; nakit temettü dağıtımına alternatif oluşturmak; ele geçirmeleri önlemek; ideal sermaye yapısına ulaşmak; yöneticileri ve çalışanları ücret politikaları kapsamında teşvik etmek; yatırımcılara faaliyetleri veya pay fiyatları ile ilgili mesaj/sinyal vermek isteyen şirketlerin bu kararı vermelerinin daha olası olduğu ileri sürülmektedir. Yapılan işlemlerin paylar üzerindeki etkilerinin incelendiği çalışmalarda ise, likidite, oynaklık, getiri gibi finansal değişkenlere odaklanılmaktadır.

Her iki tür çalışmada da ulaşılan sonuçlar ülkeden ülkeye farklılık gösterebilmekte; hatta, elde edilen bulgular birbiriyle çelişebilmektedir. Bu anlamda, pay geri alım işlemlerini finans teorisinde “bulmaca” olarak tanımlanan temettü politikaları kapsamında değerlendirmek yanlış olmayacaktır.

Türkiye’de pay geri alımları çok istisnaî uygulamalar haricinde yasaklayıcı hükümlere tâbi tutulmuştur. Esasında bu durum şirketler hukukunda Kıta Avrupası düzenlemelerinin benimsenmesinin doğal bir sonucu olarak değerlendirilmelidir. Ancak, **AB** üyeliği sürecinde müktesebata uyum zorunluluğu söz konusu hükümlerin yumuşatılması veya tamamen kaldırılmasını gündeme getirmiş ve **YTTKn** ile başta anonim şirketler olmak üzere tüm sermaye şirketlerinin paylarını geri alabilmelerine müsait yeni bir hukukî alt yapı tesis edilmiştir.

Dünya uygulamalarında geri alım işlemlerinin çoğunlukla borsada gerçekleştirildiği dikkate alındığında, Türkiye’de de payları borsada işlem gören şirketler tarafından yapılan işlemlerin uygulamanın ilk örneğini teşkil edeceği kolaylıkla tahmin edilebilir. Bu kapsamda, **YTTKn**’yi (2012) müteakip – bazı şirketler için **YTTKn**’den de önce – **SPK** tarafından borsa şirketlerinin geri alım uygulamaları ilk aşamada ilke kararları (2009, 2011) bazında; son aşamada da **SPKn**’nin konuya ilişkin yeni hükümleriyle kanun (2013) ve tebliğ (2014) bazında düzenlenmiştir.

Geri alım uygulamasının Türkiye açısından yeniliği, işlemlerin niteliğinin şirketler, yatırımcılar, düzenleyici otorite gibi tüm ilişkili taraflarca iyice anlaşılabilmesine yönelik akademik çalışmaların yapılmasını gerektirmektedir. Ayrıca, bu akademik çalışmaların geri alımla ilgili hukukî düzenlemelerin irdelenmesinden ibaret olmaması; finans teorisinin uygulamadaki yansımalarının araştırıldığı ampirik bulgularla da desteklenmesi önem arz etmektedir.

Bu çalışma, her şeyden önce, bu ihtiyacın giderilebilmesine rehberlik etmeyi amaçlamaktadır. Çalışmada hukukî düzenlemelerin yanı sıra, geri alımların finans ve muhasebe dünyasındaki yeri ve konumu da incelenmekte; gerçekleştirilen geri alım işlemleri üzerinde yapılan istatistikî testlerle işletme ve düzenleyici otorite politikalarına yönelik somut çözümler üretilmektedir.

Öncelikle, Türkiye’de pay geri alımlarına ilişkin mevzuatta tespit edilen eksikliklerin giderilmesinde ve gerekli iyileştirmelerin yapılmasında fayda görülmektedir. Buna göre, geri alım uygulamalarında yöntem zenginliğinin artırılmasının şirketler açısından

maliyet ve esneklik avantajı getirebileceği düşünülmektedir. Ayrıca, geri alınan payların **PBK** oranını sulandırıcı etkiye sahip pay opsiyonları, varantlar ve paya dönüştürülebilir tahvil ihraçlarının itfasında etkin olarak kullanılmasını engelleyen hükümlerin mevzuattan çıkarılması uygun olacaktır. Geri alınan payların şirkete ve ortaklara sağladığı hakların da tereddüte mahal vermeyecek şekilde düzenlenmesi gereklidir. Örneğin geri alınan paylar sayesinde şirkette yönetim kontrolünü elde eden ortaklar için çağrı yükümlülüğünün doğup doğmadığı hususunun açıklığa kavuşturulması hâlinde önemli bir kurumsal yönetim uygulaması sağlıklı bir şekilde yönlendirilmiş olacaktır. Finansal raporlama düzenlemelerinde de pay geri alımı işlemlerine özgü hükümlere yer verilmesi kamuyu aydınlatma ve şeffaflık açısından gerekli görülmektedir. Diğer taraftan, bu düzenlemelerde en dikkat çekici husus, **YTTKn**'ye konu edilen geri alınan paylara ilişkin yedek akçe ayırma zorunluluğunun **SPK** düzenlemelerinde de aynen benimsenmesidir. Esasen bu payların bilânçoda varlıklar arasında gösterilmesi gerekliliğinden kaynaklanan bu uygulama, **TMS/TFRS**'nin geçerli olduğu, dolayısıyla geri alınan payların öz kaynakla ilişkilendirildiği **SPK** düzenlemelerinde anlamını yitirmektedir. Bu nedenle, **SPK** düzenlemelerindeki mevcut hükümlerin yeniden değerlendirilmesi gerekmektedir.

Ampirik araştırma sonuçları ise, mevzuatın da ötesinde, şirketlerin fiilen gerçekleştirdiği geri alım işlemlerine odaklanmakta; geri alım işlemlerine neden olan faktörler ile bu işlemlerin yarattığı etkiler arasındaki ilişkiyi vurgulamaktadır. Geri alımın yalnızca nedenlerinin veya yalnızca sonuçlarının ortaya konması mevzuatın istenen düzeyde geliştirilmesine engel teşkil edebilecektir. Bu nedenle, işlemlerin her iki yönünü de kapsayan araştırmaların yapılması önem arz etmektedir.

Araştırmalarda uygulanan farklı modellerle konuya çeşitli açılardan yaklaşılması ve elde edilen sonuçlarda tutarlılığın sağlanması öngörülmüştür. Buna göre, geri alımın nedenlerine yönelik birinci kısım araştırmalarda, Türkiye'de şirketlerin geri alım kararlarını belirleyen unsurların başında piyasaya şirket paylarının düşük değerlendirildiği ve şirketin işlerinin olumlu gittiği yönünde mesajlar verilmesi olduğu ileri sürülmektedir. Bununla birlikte, nakit fazlası bulunan ve büyüme potansiyeli olan şirketlerin geri alım yapmaya daha meyilli oldukları gösterilmektedir. Bu da, Türkiye gibi gelişmekte olan

piyasalarda potansiyeli bulunan şirketler için geri alım işlemlerinin nakdin doğru değerlendirilmesindeki önemine işaret etmektedir.

Geri alımın sonuçlarına yönelik ikinci kısım araştırmalarda ise, geri alım işlemleri karşısında yatırımcıların kısa vadedeki tepkisi ölçülmektedir. Bu araştırmalarda uzun vadeli etkilerin analiz edilememesinin nedeni Türkiye’de geri alım işlemlerinin nispeten kısa bir geçmişe sahip olmasıdır. Ancak, kısa vadeli analizler söz konusu işlemlerin piyasada yarattığı ilk etkinin anlaşılması açısından da önem arz etmektedir. Yapılan araştırmalar, kısa vadede geri alım işlemleri sonrasında paylardan anormal getiri elde edilmesinin mümkün olduğunu göstermektedir. Dolayısıyla, geri alım işlemlerinin payların düşük değerlendirildiği bir dönemde pay fiyatlarını gerçek değerine ulaştırma amacıyla yapıldığı ileri sürülmektedir. Diğer taraftan, geri alım işlemleriyle payların likiditesinin artırılması ve oynaklığının da azaltılması söz konusu olabilmektedir. Bu sonuçlar, geri alım öncesinde piyasada mevcut olan bilgi asimetrisinin şirket paylarının düşük değerlendirilmesine neden olduğunu; işlemler sonrasında geri alımın kısa vadede de olsa bilgi asimetrisini azaltıcı bir rol oynayabildiğini düşündürmektedir.

Bu çerçevede, şirketlerin geri alımla ilgili politikalarını finansal yapılarıyla uyumlu olarak yürütmeleri ve bu işlemleri kurumsal yönetim uygulamalarının bir parçası olarak görmeleri; düzenleyici otoritelerin ise, bu işlemlerin doğru bir zamanlama ve büyüklükle uygulanması hâlinde piyasada etkinliğin sağlanmasına katkıda bulunabileceğini dikkate almaları gerektiği sonucuna ulaşılmaktadır. Aksi takdirde, hem yatırımcılar bu tür işlemlere ters tepki verebilecek hem de piyasada bilgi asimetrisi daha da derinleşebilecektir.

KAYNAKÇA

- Alper, D., & Poroy Arsoy, A. (2009). Sulandırmanın Hisse Başına Kazanç Hesaplamasına Etkileri. *Malî Çözüm Dergisi*, 94, 59-78.
- Anderson, A., & Gupta, P. P. (2009). A cross-country comparison of corporate governance and firm performance: Do financial structure and the legal system matter? *Journal of Contemporary Accounting & Economics*, 5, 61-79.
- Andriosopoulos, D., & Hoque, H. (2013). The Determinants of Share Repurchases in Europe. *International Review of Financial Analysis*, 27, 65-76.
- Arslan, Ö. (2008). Firma Yöneticilerinin Temettü Dağıtımlarına Dair Algıları. *Hacettepe Üniversitesi İİBF Dergisi*, 1(26), 85-98.
- Ayan, Ö. (2013). Anonim Şirketin Genel Kurul Kararı ile Kendi Paylarını İktisap Etmesi veya Rehin Almasının Koşulları (TTK 379). *Gazi Üniversitesi Hukuk Fakültesi Dergisi*, 17(1-2), 185-228.
- Bachmann, D. (2012, Nisan). *New Accounting Law*. Bern: Ernst & Young AG. http://www2.eycom.ch/publications/items/jus/news_201204s/201204_EY_legalnews_special_e.pdf
- Baker, H. K., Powell, G. E., & Veit, E. T. (2003, Sonbahar). Why Companies Use Open-Market Repurchases: A Managerial Perspective. *The Quarterly Review of Economics and Finance*, 43(3), 483-504.
- Barth, M. E., & Kasznik, R. (1999). *Share Repurchases and Intangible Assets*. Kaliforniya: Stanford University.
- Bartov, E., Krinsky, I., & Lee, J. (1998, İlkbahar). Evidence on How Companies Choose Between Dividends and Open-Market Stock Repurchases. *Journal of Applied Corporate Finance*, 11(1), 89-96.
- Beaver, W., Clarke, R., & Wright, W. F. (1979). The Association Between Unsystematic Security Returns and The Magnitude of Earnings Forecast Errors. *Journal of Accounting Research*, 17(2), 316-340.
- Bellandi, F. (2012). *Dual Reporting for Equity and Other Comprehensive Income under IFRS and US GAAP*. West Sussex, Birleşik Krallık: John Wiley&Sons Ltd.
- Bens, D. A., Nagar, V., Skinner, D. J., & Wong, M. F. (2003, Aralık). Employee Stock Options, EPS Dilution, and Stock Repurchases. *Journal of Accounting and Economics*, 36(1-3), 51-90.
- Black, F. (1976, Kış). The Dividend Puzzle. *The Journal of Portfolio Management*, 5-8.
- Botosan, C. A. (1997, Temmuz). Disclosure Level and the Cost of Equity Capital. *The Accounting Review*, 72(3), 323-349.
- Bragg, S. M. (2010). *GAAP: Interpretation and Application of Generally Accepted Accounting Principles*. Hoboken, New Jersey, ABD: John Wiley&Sons, Inc.
- Brigham, E. F. (1996). *Finansal Yönetimin Temelleri*. (Ö. Akmut, & H. Sarıaslan, Çev.) Ankara: Ankara Üniversitesi Basımevi.
- Brockman, P., & Chung, D. Y. (2001, Eylül). Managerial timing and corporate liquidity: evidence from actual share repurchases. *Journal of Financial Economics*, 61(3), 417-448.
- Brockman, P., Howe, J. S., & Mortal, S. (2008). Stock market liquidity and the decision to repurchase. *Journal of Corporate Finance*, 14, 446-459.

- Cahn, A., & Donald, D. C. (2010). *Comparative Company Law*. Cambridge, Birleşik Krallık: Cambridge University Press.
- Campbell, J. Y., Lo, A. W., & MacKinley, A. (1997). *The Econometrics of Financial Markets*. Princeton, New Jersey, ABD: Princeton University Press.
- CBOE. (2001). *Corporate Stock Repurchase Programs & Listed Options*. Chicago: Chicago Board Options Exchange.
- Chen, T.-Y. (2006). *Payout Policy, Signaling, and Firm Value*. Durham: Durham University.
- Clifford, P. S., & Weisbach, M. S. (1998, Şubat). Actual Share Reacquisitions in Open-Market Repurchase Programs. *The Journal of Finance*, 53(1), 313-333.
- Cohen, K. J., Ness, Jr., W. J., Okuda, H., Schwartz, R. A., & Whitcomb, D. K. (1976, Mayıs). The determinants of stock returns volatility: an international comparison. *Journal of Finance*, 31(2), 733-740.
- Cook, D. O., & Kim, J. S. (2006). *Derivatives in Share Repurchaser Programs*. Yayınlanmamış Çalışma.
- Cook, D. O., Krigman, L., & Leach, J. (2004). On the timing and execution of open market repurchases. *Review of Financial Studies*, 17, 463-498.
- Copeland, T. E., & Weston, J. F. (1983). *Financial Theory and Corporate Policy* (2nd b.). Kaliforniya: Addison-Wesley Publishing Co.
- CPS. (2013). *Şirketler Hukukuna İlişkin AB Müktesebat Rehberi*. Brüksel&İstanbul: Corporate&Public Strategy Advisory Group.
- Çelikleş, İ. (2006). *Anonim Ortaklıkların Kendi Paylarını İktisabı*. İstanbul: Arıkan Basım Yayım Dağıtım Ltd. Şti.
- Damodaran, A. (2011). *Applied Corporate Finance* (3 b.). Hoboken, New Jersey, ABD: John Wiley & Sons., Inc.
- Davis, E. W., & Pointon, J. (1994). *Finance and the Firm: An Introduction to Corporate Finance* (2 b.). Oxford: Oxford University Press.
- De Cesari, A., Espenlaub, S., & Khurshed, A. (2011, Aralık). Stock repurchases and treasury share sales: Do they stabilize price and enhance liquidity? *Journal of Corporate Finance*, 17(5), 1558-1579.
- De Cesari, A., Espenlaub, S., Khurshed, A., & Simkovic, M. (2012). The Effects of Ownership and Stock Liquidity On the Timing of Repurchase Transactions. *Journal of Corporate Finance*, 18, 1023-1050.
- de Jong, A., van Dijk, R., & Veld, C. (2003). The dividend and share repurchase policies of Canadian firms: empirical evidence based on an alternative research design. *International Review of Financial Analysis*, 12, 349-377.
- De Matos, J. A. (2001). *Theoretical Foundations of Corporate Finance*. Princeton, New Jersey, ABD: Princeton University Press.
- Deloitte . (2012, Şubat 2012). *IASPlus*, <http://www.iasplus.com/en/resources/ifrs-topics/use-of-ifrs/>. Use of IFRS by jurisdiction.
- Dhanani, A., & Roberts, R. (2009). *Corporate Share Repurchases: The Perceptions and Practices of UK Financial Managers and Corporate Investors*. Edinburgh: The Institute of Chartered Accountants of Scotland.
- Dittmar, A. K. (2000, Temmuz). Why Do Firms Repurchase Stock? *The Journal of Business*, 73(3), 331-355.
- Doan, D., Yap, C., & Gannon, G. (2012). Takeover Deterrent Effect of On-market Share Buyback in Australia. *Australasian Accounting Business and Finance Journal*, 5(4), 65-84.

- Du, J., & Wei, S.-J. (2004, Ekim). Does insider trading raise market volatility? *The Economic Journal*, 114(498), 916-942.
- Dufour, A. (2012, Mayıs). *International Bar Association. Corporate and M&A Law Committee Treasury Shares Guide 2012 (Canada)*: <http://www.ibanet.org/Article/Detail.aspx?ArticleUid=3AB49EE4-2A6C-413F-92C6-4C604422011E>
- Ehrhardt, M. C., & Brigham, E. F. (2009). *Corporate Finance: A Focused Approach* (3rd b.). Kanada: South-Western Cengage Learning.
- Emilsson, M., & Larsson, S. (2001). *Accounting for Own Shares: An analysis of a new equity instrument in Sweden*. Göteborg: Göteborg University.
- Epstein, B. J., & Jermakowicz, E. K. (2008). *Interpretation and Application of International Financial Reporting Standards*. Hoboken, New Jersey, ABD: John Wiley&Sons, Inc.
- Epstein, B. J., Nach, R., & Bragg, S. M. (2009). *GAAP Codification Enhanced*. Hoboken, New Jersey, ABD: John Wiley&Sons, Inc.
- Ergin, E. (2011, Ocak). İMKB Şirketleri İçin Yeni Olanak: Hisse Senedi Geri Satın Alımı. *Muhasebe ve Finansman Dergisi*, 66-74.
- Ernst&Young. (2013). *International GAAP 2013: Generally Accepted Accounting Practice Under International Financial Reporting Standards*. West Sussex, Birleşik Krallık: John Wiley&Sons Ltd.
- Fatemi, A., & Bildik, R. (2012, Mart). Yes, dividends are disappearing: Worldwide evidence. *Journal of Banking & Finance*, 36(3), 662-677.
- Faleye, O. (2004, Ekim). Cash and Corporate Control. *The Journal of Finance*, 59(5), 2041-2060.
- Fenn, G. W., & Liang, N. (2001, Nisan). Corporate Payout Policy and Managerial Stock Incentives. *Journal of Financial Economics*, 60(1), 45-72.
- Ferran, E. (2008). *Principles of Corporate Finance Law*. Oxford, Birleşik Krallık: Oxford University Press.
- Ferrell, A. (2007). The Case of Mandatory Disclosure in Securities Regulation Around the World. *Journal of Corporate. Financial&Commercial Law*, 2, 81-131.
- Fischer, P. M., Taylor, W. J., & Cheng, R. H. (2012). *Advanced Accounting* (11 b.). Mason, Ohio, ABD: South-Western Cengage Learning.
- Flood, J. M. (2014). *GAAP: Interpretation and Application of Generally Accepted Accounting Principles*. Hoboken, New Jersey, ABD: John Wiley&Sons, Inc.
- Francis, J. R., Khurana, I. K., & Pereira, R. (2003). The Role of Accounting and Auditing in Corporate Governance and the Development of Financial Markets Around the World. *Asia-Pacific Journal of Accounting&Economics*, 10, 1-30.
- Francis, J., & Schipper, K. (1999, Sonbahar). Have Financial Statements Lost Their Relevance? *Journal of Accounting Research*, 37(2), 319-352.
- Franz, D. R., Rao, R. P., & Tripathy, N. (1995, Sonbahar). Informed Trading Risk and Bid-Ask Spread Changes around Open Market Stock Repurchases in the NASDAQ Market. *Journal of Financial Research*, 18(3), 311-327.
- Frier, K. J., & Kim, J. (2006, Ekim 16). A Unique Structured Share Repurchase Transaction. *The AFP Annual Conference*. Bethesda, Maryland, ABD.
- Gao, F., Trinkaus, K. M., & Miller, J. (2008). Principles of Clinical Research. R. Govindan (Dü.) içinde, *The Washington Manual of Oncology* (2 b., s. 68-79). Philadelphia: Lippincott Williams & Williams.

- Gelfond, S. H., Forbes, J., Sorkin, J. E., & Firestone, Z. A. (2011, Kasım). Stock Repurchases in an Uncertain Market. *The M&A Journal*, 12(1), 1-10.
- Gelos, R. G., & Wei, S.-J. (2005, Aralık). Transparency and International Portfolio Holdings. *The Journal of Finance*, 60(6), 2987-3020.
- Ginglinger, E., & Hamon, J. (2007). Actual Share Repurchases, Timing and Liquidity. *Journal of Banking & Finance*, 31, 915-938.
- Gould, W. (2000, Ocak). Interpreting logistic regression in all its forms. *Stata Technical Bulletin*(53), s. 19-29.
- Goyenko, R., Holden, C. W., & Trzcinka, C. A. (2009). Do liquidity measures measure liquidity? *Journal of Financial Economics*, 92, 153-181.
- Grayston, C. (2012, Mayıs). *International Bar Association. Corporate and M&A Law Committee Treasury Shares Guide 2012 (England and Wales)*. Erişim: 02 Ocak 2014, <http://www.ibanet.org/Article/Detail.aspx?ArticleUid=3AB49EE4-2A6C-413F-92C6-4C604422011E>
- Grullon, G., & Ikenberry, D. L. (2000, İlkbahar). What Do We Know About Stock Repurchases? *Journal of Applied Corporate Finance*, 13.1, 30-52.
- Grullon, G., & Michaely, R. (2002, Ağustos). Dividends, Share Repurchases, and the Substitution Hypothesis. *The Journal of Finance*, 57(4), 1649-1684.
- Grullon, G., & Michaely, R. (2004, Nisan). The Information Content of Share Repurchase Programs. *The Journal of Finance*, 59(2), 651-680.
- Günalp, B., Kadioğlu, E., & Kılıç, S. (2010). Nakit Temettü Bilgisinin Hisse Senedi Getirisi Üzerinde Önemli Bir Etkisi Olup Olmadığının İMKB'de Test Edilmesi. *H.Ü. İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, 28(2), 47-69.
- Habbart, E. O., Nolen, S. A., & Cohen, S. A. (2012, Mayıs). *International Bar Association. Corporate and M&A Law Committee Treasury Shares Guide 2012 (United States)*. Erişim: 28 Aralık 2013, <http://www.ibanet.org/Article/Detail.aspx?ArticleUid=3AB49EE4-2A6C-413F-92C6-4C604422011E>
- Hackethal, A., & Zdantchouk, A. (2006). Signaling Power of Open Market Share Repurchases in Germany. *Financial Markets and Portfolio Management*, 20, 123-151.
- Hamilton, R. W. (1989). *Fundamentals of Modern Business*. Boston, Massachusetts, ABD: Little Brown & Co (T).
- Hatakeda, T., & Isagawa, N. (2004). Stock Price Behavior Surrounding Stock Repurchase Announcements: Evidence from Japan. *Pacific-Basin Finance Journal*, 12, 271-290.
- Hausman, J. A., & Taylor, W. E. (1981, Kasım). Panel Data and Unobservable Individual Effects. *Econometrica*, 49(6), 1377-1398.
- Healy, P. M., & Palepu, K. G. (2001). Information Asymmetry, Corporate Disclosure, and the Capital Markets: A Review of the Empirical Disclosure Literature. *Journal of Accounting and Economics*, 31, 405-440.
- Herrem, A., & Dæhli, P. A. (2012, Mayıs). *Corporate and M&A Law Committee Treasury Shares Guide 2012 (Norway)*. Erişim: 29 Ocak 2014, <http://www.ibanet.org/Article/Detail.aspx?ArticleUid=3AB49EE4-2A6C-413F-92C6-4C604422011E>
- Hoedl, C., & Menendez, U. (2012, Mayıs). *International Bar Association. (C. Herbst, & K. Oberhofer, Dü) Corporate and M&A Law Committee Treasury Shares Guide 2012 (Spain)*. Erişim: 25 Aralık 2013

- <http://www.ibanet.org/Article/Detail.aspx?ArticleUid=3AB49EE4-2A6C-413F-92C6-4C604422011E>
- Hong, H., Wang, J., & Yu, J. (2008, Nisan). Firms as buyers of last resort . *Journal of Financial Economics*, 88(1), 119-145.
- Hribar, P., Jenkins, N. T., & Johnson, W. B. (2006, Nisan). Stock Repurchases As an Earnings Management Device . *Journal of Accounting and Economics*, 41(1-2), 3-27.
- Hsiao, C. (2002). *Analysis of Panel Data* (2nd b.). Cambridge, Birleşik Krallık: Cambridge University Press,.
- Huang, C., & Sharif, N. (2009). Manufacturing dynamics and spillovers: The case of Guangdong Province and Hong Kong, Macau, and Taiwan (HKMT). *Research Policy*, 38, 813-828.
- Hung, M. (2001). Accounting Standards and Value Relevance of Financial Statements: An International Analysis. *Journal of Accounting and Economics*, 30, 401-420.
- IFAC. (2003). *Rebuilding Public Confidence In Financial Reporting: An International Perspective*. New York: Uluslararası Muhasebeciler Federasyonu (International Federation of Accountants).
- Ikenberry, D., Lakonishok, J., & Vermaelen, T. (1995). Market Underreaction to Open Market Repurchases. *Journal of Financial Economics*, 39, 181-208.
- Ikenberry, D., Lakonishok, J., & Vermaelen, T. (2000). Share repurchases in Canada: Performance and strategic trading. *Journal of Finance*, 55(5), 2373-2397.
- İmregün, O. (2006). *Ticaret Hukuku*. (A. Yürük, Dü.) Eskişehir: Anadolu Üniversitesi.
- Jagannathan, M., & Stephens, C. (2003, Yaz). Motives for Multiple Open-Market Repurchase Programs. *Financial Management*, 32(2), 71-91.
- Jais, P., & Vidalenc, D. (2012, Mayıs). *International Bar Association. Corporate and M&A Law Committee Treasury Shares Guide 2012* (France). Erişim: 01 Ocak 2014, <http://www.ibanet.org/Article/Detail.aspx?ArticleUid=3AB49EE4-2A6C-413F-92C6-4C604422011E>
- Jensen, M. C., & Smith, C. W. (1984). *The Modern Theory of Corporate Finance*. New York: McGraw-Hill.
- Jun, S.-g., Mookwon, J., & Walkling , R. A. (2009, Nisan). Share repurchase, executive options and wealth changes to stockholders and bondholders . *Journal of Corporate Finance*, 15(2), 212-229.
- Keown, A. J., Martin, J. D., Petty, J. W., & Scott, D. F. (2008). *Foundations of Finance, The Logic and Practice of Financial Management* (6 b.). New Jersey: Pearson College Division.
- Keown, A., Martin, J. D., Petty, W. J., & Scott, D. F. (2004). *Foundations of Finance: The Logic and Practice of Financial Management* (4th b.). Çin: Pearson Education Asia Ltd. and Tsinghua University Press.
- Kieso, D. E., Veygandt, J. J., & Warfield, T. D. (2011). *Intermediate Accounting* (IFRS b., Cilt 2). Hoboken, New Jersey, ABD: John Wiley&Sons, Inc.
- Kim, J. (2004, İlkbahar). Cross Sectional Differences in the Liquidity Effects of Open Market Share Repurchases. *Journal of Economics and Finance*, 29(1), 1-31.
- Kooli, M., & L'Her, J.-F. (2010, Şubat). Dividends versus Share Repurchases Evidence from Canada: 1985–2003. *The Financial Review*, 45(1), 57-81.
- KPMG. (2013). *The New Law on Accounting and Financial Reporting*. Zürih: KPMG AG. <http://www.kpmg.com/CH/en/Library/Articles-Publications/Documents/Audit/pub-20130723-new-financial-reporting-act-en.pdf>

- La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A., & Vishny, R. W. (1998). Law and Finance. *Journal of Political Economy*, 106(6), 1113-1155.
- Lasfer, M. (1998). *The Market Valuation of Share Repurchases in Europe*. Londra: City University Business School.
- Lernø, F. J., & Bertelsen, M. H. (2012, Mayıs). *International Bar Association*. Corporate and M&A Law Committee Treasury Shares Guide 2012 (Denmark): <http://www.ibanet.org/Article/Detail.aspx?ArticleUid=3ab49ee4-2a6c-413f-92c6-4c604422011e>
- Lesmond, D. A. (2005). Liquidity of emerging markets. *Journal of Financial Economics*, 77, 411-452.
- Leuz, C., & Verrecchia, R. E. (2000). Journal of Accounting Research. *The Economic Consequences of Increased Disclosure*, 38, 91-124.
- Leventis, S., & Weetman, P. (2004). Timeliness of financial reporting: applicability of disclosure theories in an emerging capital market. *Accounting and Business Research*, 34(1), 43-56.
- Levine, R. (2002). *Bank-Based or Market-Based Financial Systems: Which is Better?* Minenapolis: William Davidson Institute.
- Li, F. (2008). Annual Report Readability, Current Earnings, and Earnings Persistence . *Journal of Accounting and Economics*, 45, 221-247.
- Lie, E. (2005, Eylül). Operating Performance Following Open Market Share Repurchase Announcements. *Journal of Accounting and Economics*, 39(3), 411-436.
- Lie, E., & Lie, H. J. (1999, Aralık). The Role of Personal Taxes in Corporate Decisions: An Empirical Analysis of Share Repurchases and Dividends. *Journal of Financial and Quantitative Analysis* , 34(4), 533-552.
- Liu, C.-S., & Ziebart, D. A. (1997). Stock returns and open-market stock repurchase announcements. *Financial Review*, 32(4), 709-728.
- Luning, E. (2007). *Innovation in Corporate Finance: Enhancing Share Buy-Backs with derivatives*. Twente: University of Twente.
- MacGuigan, J. R., Kretlow, W. J., & Moyer, R. C. (2009). *Contemporary Corporate Finance* (11 b.). Mason, Ohio, ABD: South-Western Cengage Learning.
- Mauboussin, M. J. (2006). *Clear Thinking about Share Repurchase*. Legg Mason Capital Management.
<http://www.capatcolumbia.com/MM%20LMCM%20reports/Clear%20Thinking%20about%20Share%20Repurchase.pdf>
- Maxwell, W. F., & Stephens, C. P. (2003, Nisan). The Wealth Effects of Repurchases on Bondholders. *The Journal of Finance*, 58(2), 895-920.
- McLaughlin, R., Safieddine, A., & Vasudevan, G. K. (1998, Yaz). The Information Content of Corporate Offerings of Seasoned Securities: An Empirical Analysis. *Financial Management*, 27(2), 31-45.
- McNally, W. J. (1999, Yaz). Open Market Stock Repurchase Signaling. *Financial Management*, 28(2), 55-67.
- Mieczysław, K. (2011). Share repurchases as a form of payout for shareholders. *e-Finance: Financial Internet Quarterly*, 7(4), 37-54.
- Miller, J. M., & McConnell, J. J. (1995, Eylül). Open-Market Share Repurchase Programs and Bid-Ask Spreads on the NYSE: Implications for Corporate Payout Policy. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 30(3), 365-382.
- Modigliani, F., & Miller, M. (1961, Ekim). Dividend Policy, Growth and the Valuation of Shares. *Journal of Business*, 34(4), 411-433.

- Myers, James N.; Myers, Linda A.; Skinner, Douglas J.; (2007, Nisan). Earnings Momentum and Earnings Management. *Journal of Accounting, Auditing & Finance*, 22(2), 249-284.
- Nayar, N., Singh, A. K., & Zebedee, A. A. (2008, Yaz). Share Repurchase Offers and Liquidity: An Examination of Temporary and Permanent Effects. *Financial Management*, 251-270.
- Needles, B., Powers, M., & Crosson, S. (2011). *Financial and Managerial Accounting* (9 b.). Mason, Ohio, ABD: South-Western Cengage Learning.
- Netter, J. M., & Mitchell, M. L. (1989, Sonbahar). Stock-repurchase announcements and insider transactions after the October 1987 Stock Market crash. *Financial Management*, 18(3), 84-96.
- OECD. (2004). *OECD Principles of Corporate Governance*. Paris: OECD Publications Service.
- Oswald, D. R., & Young, S. (2004, Ocak). What Role Taxes and Regulation? A Second Look at Open Market Share Buyback Activity in the UK. *Journal of Business Finance & Accounting*, 21(1-2), 257-292.
- Oswald, D., & Young, S. (2008). Share Reacquisitions, Surplus Cash, and Agency Problems. *Journal of Banking & Finance*, 32, 795-806.
- Özdamar, M. (2005). *Anonim Ortaklıkların Kendi Paylarını İktisap Etmesi*. Ankara: Yetkin Yayınları.
- Özdemir, D. (2011). *Stock Market Liquidity Analysis: Evidence From the Istanbul Stock Exchange*. Ankara: Orta Doğu Teknik Üniversitesi Sosyal Bilimler Fakültesi.
- Pacheco, L. K., & Raposo, C. C. (2009). *The Determinants of Initial Stock Repurchases*. Porto: Faculdade de Economia e Gestão, Universidade Católica Portuguesa (Porto).
- Portella, R. T., & Ricupero, M. S. (2012, Mayıs). *International Bar Association. Corporate and M&A Law Committee Treasury Shares Guide 2012 (Brazil)*: <http://www.ibanet.org/Article/Detail.aspx?ArticleUid=3AB49EE4-2A6C-413F-92C6-4C604422011E>
- PwC. (2011). *A Practical Guide to Share-Based Payments*. PricewaterhouseCoopers.
- PwC. (2011). *New Requirements for Accounting and Auditing: All changes to the Swiss Code of Obligations at a glance*. PricewaterhouseCoopers. http://www.er.ethz.ch/teaching/corpFin/pwc_changes_swiss_code_of_obligations_1112_e.pdf
- PwC. (2013). *The new Swiss financial reporting law: An overview of the most important changes, plus the revised wording of the law*. PricewaterhouseCoopers AG. http://www.er.ethz.ch/teaching/corpFin/The_new_Swiss_financial_reporting_law.pdf
- Que, A. (2012, Mayıs). *International Bar Association. Corporate and M&A Law Committee Treasury Shares Guide 2012 (Hong Kong)*: <http://www.ibanet.org/Article/Detail.aspx?ArticleUid=3AB49EE4-2A6C-413F-92C6-4C604422011E>
- Quintana, P.-E., & Hege, U. (2006). *Open Market Share Repurchases and Their Signaling Power: The French Experience 1998-2006*. Paris: HEC Paris.
- Ross, S. A., Westerfield, R. W., & Jordan, B. D. (1999). *Essentials of Corporate Finance* (2 b.). New York: Irwin/McGraw-Hill.
- Ross, S. A., Westerfield, R. W., & Jordan, B. D. (2002). *Fundamentals of Corporate Finance* (6 b.). New York: The McGraw-Hill/Irwin.

- Sabine, M. (1987). *Corporate Finance: Going Public and Issuing New Equity and Takeovers, Mergers and Disposals*. Londra, Birleşik Krallık: Butterworth Legal Pub.
- Schreiber, S. (2008, Ağustos). The Hausman Test Statistic can be Negative even Asymptotically. *Journal of Economics and Statistics (Jahrbuecher fuer Nationaloekonomie und Statistik)*, 228(4), 394-405.
- 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.: ABD Menkul Kıymetler ve Borsalar Komisyonu.
- Selvin, S. (2004). *Statistical Analysis of Epidemiologic Data* (3rd b.). New York, New York, United States: Oxford University Press.
- Sengupta, P. (1998, Ekim). Corporate Disclosure Quality and the Cost of Debt. *The Accounting Review*, 73(4), 459-474.
- Simkovic, M. (2009). The Effect of Mandatory Disclosure on Open-Market Repurchases. *Berkeley Business Law Journal*, 6(1), 96-130.
- Simonoff, J. S. (2012). *Stern School of Business*. Jeffrey S. Simonoff'un web sitesi: <http://people.stern.nyu.edu/jsimonof/classes/2301/pdf/logistic.pdf>
- Singh, A. K., Zaman, M. A., & Krishnamurti, C. (1994). Liquidity Changes Associated with Open Market Repurchases. *Financial Management*, 23, 47-55.
- Singhvi, S. S., & Desai, H. B. (1971, Ocak). An Empirical Analysis of the Quality of Corporate Financial Disclosure. *The Accounting Review*, 46(1), 129-138.
- Soper, F. J., & Dolphin, Jr., R. (1964, April). Readability and Corporate Annual Reports. *The Accounting Review*, 39(2), 358-362.
- Sorge, M. M. (2012, Mayıs). *International Bar Association*. Corporate and M&A Law Committee Treasury Shares Guide 2012 (Italy): <http://www.ibanet.org/Article/Detail.aspx?ArticleUid=3AB49EE4-2A6C-413F-92C6-4C604422011E>
- Stanton, P., & Stanton, J. (2002). Corporate Annual Reports: Research Perspectives Used. *Accounting, Auditing & Accountability Journal*, 15(4), 478-500.
- STATA. (2014, Nisan 30). *Hausman specification test*. StataCorp's Web Site: <http://www.stata.com/manuals13/r.pdf>
- Stephens, C. P., & Weisbach, M. J. (1998). Actual Share Reacquisitions in Open-Market Repurchase Programs. *Journal of Finance*, 53, 313-334.
- Stickney, C. P., Weil, R. L., Schipper, K., & Francis, J. (2009). *Financial Accounting: An Introduction to Concepts, Methods, and Uses* (13 b.). Mason, Ohio, ABD: South-Western Cengage Learning.
- Strehle, E. P. (2012, Mayıs). *International Bar Association*. Corporate and M&A Law Committee Treasury Shares Guide 2012 (Germany): <http://www.ibanet.org/Article/Detail.aspx?ArticleUid=3AB49EE4-2A6C-413F-92C6-4C604422011E>
- Tirole, J. (2006). *The Theory of Corporate Finance*. Princeton, New Jersey, ABD: Princeton University Press.
- TKYD & Deloitte. (2006). *Nedir Bu Kurumsal Yönetim?* İstanbul: Türkiye Kurumsal Yönetim Derneği & Deloitte Touche Tohmatsu Türkiye.
- TKYD & Deloitte. (2008). *Kurumsal Yönetim İlkeleri Işığında Ana Sözleşmenin ve Yan Düzenlemelerin İşlevleri*. İstanbul: Türkiye Kurumsal Yönetim Derneği & Deloitte Touche Tohmatsu Türkiye.

- Tsibris, M., & Koumettis, G. (2012, Mayıs). *International Bar Association*. Corporate and M&A Law Committee Treasury Shares Guide 2012 (Greece). Erişim: 29 Ocak 2014, <http://www.ibanet.org/Article/Detail.aspx?ArticleUid=3AB49EE4-2A6C-413F-92C6-4C604422011E>
- Vermaelen, T. (1981, Haziran). Common Stock Repurchases and Market Signalling: An Empirical Study. *Journal of Financial Economics*, 9(2), 139-183.
- Vermaelen, T. (2005). *Share Repurchases*. Hanover, Massachusetts, ABD: Publishers Inc.
- von Eije, H., & Megginson, W. (2009). *Flexibility of Dividend Policies and Shareholders' Returns in the European Union*. Oklahoma: Price College of Business.
- Voss, J. (2012, İlkbahar). 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.
- Watts, R. L. (1977, April). Corporate Financial Statements, A Product of the Market and Political Processes. *Australian Journal of Management*, 2(1), 53-75.
- Weil, D., Fung, A., Graham, M., & Fagotto, E. (2006). The Effectiveness of Regulatory Disclosure Policies. *Journal of Policy Analysis and Management*, 25(1), 155-181. Erişim: 16 Aralık 2013, <http://www.archonfung.com/docs/articles/2006/FungTransparencyJPAM06.pdf>
- Weston, F. J., & Siu, J. A. (2002, Aralık 19). *Changing Motives for Share Repurchases*. eScholarship University of California: <http://escholarship.org/uc/item/9146588t>
- Witteveen, H., & Sombezki, J. (2012, Mayıs). *International Bar Association*. Corporate and M&A Law Committee Treasury Shares Guide 2012 (Netherlands). Erişim: 29 Ocak 2014, <http://www.ibanet.org/Article/Detail.aspx?ArticleUid=3AB49EE4-2A6C-413F-92C6-4C604422011E>
- Wymeersch, E. (2006). *Reforming the Second Company Law Directive*. Gent: Financial Law Institute.
- Young, S., & Yang, J. (2011). Stock Repurchases and Executive Compensation Contract Design: The Role of Earnings per Share Performance Conditions. *The Accounting Review*, 86(2), 703-733.
- Zhang, H. (2005). Share price performance following actual share repurchases. *Journal of Banking & Finance*, 29, 1887-1901.
- Zharskiy, A., Dzhuplin, A., & Sivachenko, V. (2012, Mayıs). *International Bar Association*. Corporate and M&A Law Committee Treasury Shares Guide 2012 (Russia): <http://www.ibanet.org/Article/Detail.aspx?ArticleUid=3AB49EE4-2A6C-413F-92C6-4C604422011E>
- Zhu, N. (2012, Mayıs). *International Bar Association*. Corporate and M&A Law Committee Treasury Shares Guide 2012 (China): <http://www.ibanet.org/Article/Detail.aspx?ArticleUid=3AB49EE4-2A6C-413F-92C6-4C604422011E>
- Zolty, A. (2012, Mayıs). *International Bar Association*. Corporate and M&A Law Committee Treasury Shares Guide 2012 (Israel): <http://www.ibanet.org/Article/Detail.aspx?ArticleUid=3AB49EE4-2A6C-413F-92C6-4C604422011E>

EK-1: TERİMLER SÖZLÜĞÜ

Anormal getiri	:	Abnormal return
Artık sermayenin dağıtılması yaklaşımı	:	Excess capital hypothesis
Atıl nakit	:	Excess cash/free cash flow/surplus cash
Ayrı varyanslılık	:	Heteroskedasticity
Bahis oranı	:	Odds ratio
Borsadan geri alım	:	Open market share/stock repurchase
Çok terimli lojistik regresyon	:	Multinomial logistic regression
Devredilebilir satma hakları	:	Transferable put rights
Ele geçirmelere caydırıcılık kazandırılması yaklaşımı	:	Takeover deterrence/management entrenchment hypothesis
En çok olabilirlik	:	Likelihood
En küçük kareler yöntemi	:	Ordinary least squares
Eşit muamele	:	Equal treatment
Eşleştirme	:	Matching
Fiyat genişliği	:	Spread
Geri alınan paylar	:	Treasury shares/stock
Geri çağrılabilir paylar	:	Redeemable shares
Geri çekilmiş sayma yöntemi	:	Constructive retirement method
Hızlandırılmış geri alım	:	Accelerated share/stock repurchase
Hollanda usulü çağrı yoluyla geri alım	:	Dutch-auction tender offer share/stock repurchase
İçtihat hukuku	:	Common law
İdeal sermaye yapısına ulaşılması yaklaşımı	:	Optimal leverage ratio hypothesis
İlişkisizlik teorisi	:	Dividend irrelevance theory
İşaret testi	:	Sign test
Karşıt hipotezi	:	Alternative hypothesis (H_a)
Kazanç yönetimi	:	Earnings management
Kesen	:	Intercept
Kontrol grubu	:	Control group
Koşullu lojistik regresyon	:	Conditional logistic regression
Kukla değişken	:	Dummy variable
Kullanım fiyatı	:	Exercise price
Kümülatif anormal getiri	:	Cumulative abnormal return
Maliyet yöntemi	:	Cost method

Müzakere yoluyla geri alım	:	Privately negotiated/targeted share/stock repurchase
Nakit temettü	:	Cash dividends
Nakit akışının doğru değerlendirilmesi	:	Free cash flow hypothesis
Nominal değer yöntemi	:	Nominal value method
Olay etüdü	:	Event study
Olay penceresi	:	Event window
Olgu grubu	:	Case group
Oynaklık	:	Volatility
Parametre dışı testler	:	Nonparametric tests
Pay başına kazanç	:	Earnings per share
Pay bazlı ödemeler	:	Share-based payments
Pay geri alımları	:	Stock/Share repurchase, buy-back
Pay opsiyonları	:	Stock options
Payların düşük fiyatlanması	:	Undervaluation
PD/DD	:	Piyasa değeri/defter değeri
Piyasaya mesaj verilmesi yaklaşımı	:	Signalling hypothesis
Servetin el değiştirmesi yaklaşımı	:	Wealth transfer hypothesis
Sabit fiyatlı çağrı yoluyla geri alım	:	Fixed-price tender offer share/stock repurchase
Sıfır hipotezi	:	Null hypothesis (H_0)
Sıfır maliyetli koridor	:	Collars
Sulandırma/sulandırıcı	:	Dilution/dilutive
Temettü bulmacası	:	Dividend puzzle
Temettü politikası	:	Dividend policy
Vekâlet maliyeti/problemi	:	Agency cost/problem
Wilcoxon işaretli sıra testi	:	Wilcoxon signed rank test
Wilcoxon sıra toplamı testi	:	Wilcoxon rank-sum test
Yatay kesit regresyonu analizi	:	Cross-sectional regression analysis
Yazılı hukuk	:	Civil law
Yöneticilerin teşvik edilmesi yaklaşımı	:	Management incentive hypothesis

EK-2: ABD ŞİRKETLER HUKUKU DÜZENLEMELERİ

ABD şirketler hukukunda pay geri alımları federal devlet ve eyalet kanunları bazında düzenlenmektedir²⁷¹. Eyaletlere göre değişebilmekle²⁷² birlikte, ABD uygulamasında genel olarak paylarını geri alan şirketlerin bu payları elinde tutma veya geri çekme²⁷³ seçeneği bulunmaktadır²⁷⁴ (Habbart ve diğerleri, 2012:2).

Genelde aynı sonuçları doğurmasına karşın, şirket paylarının bağlı ortaklıkları tarafından geri alınması hâlinde farklı kurallar uygulanabilmektedir²⁷⁵.

Pay geri alımlarında kullanılan yöntemlere göre değişen kısıtlamalar söz konusu olabilmektedir²⁷⁶.

Çağrı yoluyla geri alım yöntemi, ABD Borsalar Kanunu'nun²⁷⁷ 14. bölümünün (e) paragrafı, 14E Düzenlemesi²⁷⁸ ve 13e-4 Kuralı²⁷⁹ çerçevesinde uygulanabilmektedir. Bu düzenlemelerle²⁸⁰ çağrı kapsamında yerine getirilmesi gereken birtakım zorunluluklar belirlenmekte olup, bunların bir kısmına aşağıda yer verilmektedir:

- Çağrının tüm ortaklara en az 20 gün boyunca yapılması, bu süre zarfında ortaklara cayma hakkı tanınması ve belli durumlarda bu sürenin şirket tarafından uzatılması gerekmektedir.
- Çağrıda bulunacak şirketin SEC'ye çağrı öncesinde gerekli bildirimleri yapması zorunlu tutulmaktadır.
- Çağrıda herhangi bir ortağa ödenen bedel diğer ortaklara ödenen en yüksek bedele eşit olmalıdır.
- Gelen tekliflerdeki pay adedinin çağrıda teklif edilen pay adedinden fazla olması hâlinde geri alımın oransal olarak yapılması esastır.
- Çağrının bitişini müteakip en az 10 iş günü boyunca şirket tarafından geri alım yapılamaz.

²⁷¹ ABD uygulamasında iyiniyet, özen ve basiretlik doktrini en az kanunlar kadar önem taşımaktadır. Örneğin, kanuna uygun olsa da, makul olmayan bir amaçla geri alım yapılmasına veya geri alımların ortaklar ile yöneticiler arasındaki vekâlet ilişkisini zedelemesine izin verilmeyebilmektedir.

²⁷² Örneğin Kaliforniya eyaleti kanunlarında "geri alınan pay" (treasury shares) kavramı yer almamakta; geri alım yapılması hâlinde bu paylar otomatik olarak geri çekilmiş sayılmakta, bir başka deyişle, şirketlere geri aldıkları payları elde tutma imkânı verilmemektedir.

²⁷³ ABD uygulaması kapsamında geri çekme amacıyla alınan paylar, ihraç edilmesine onay verilmiş ancak ihraç edilmemiş paylar olarak kabul edilmektedir. Dolayısıyla yeniden ihraç edilmesi mümkündür. Ancak, şirket esas sözleşmesinde bu payların yeniden ihraç edilemeyeceği belirtilmişse, sermayenin de azaltılması gerekmektedir.

²⁷⁴ Bazı eyaletlerde şirketlerin kendi paylarını ellerinde tutmalarına imkân tanırsa da, bazı durumlarda bu payları geri çekmeleri zorunlu tutulabilmektedir.

²⁷⁵ Örneğin, Delaware eyaleti kanunları bir şirketin kendi paylarına oy hakkı tanımamaktadır. Bu payların bağlı ortaklığı tarafından tutulması hâlinde de aynı kural geçerli bulunmaktadır. Ancak, eyalet düzenlemeleri payların oy hakkının donmamasına imkân tanınması hâlinde, bağlı ortaklık oy kullanılması gereken hususlarda bu haklarını kullanabilmektedir. Ayrıca, ödeme gücü içindelanenaya geri alım nedeniyle ödeme gücüne düşecek bir şirketin veya bağlı ortaklığının pay alımları mevzuatı dolanma bakımından ayrıca incelemeye tabi tutulmaktadır.

²⁷⁶ Ayrıca, bazı eyalet düzenlemelerinde geri alım yapılabilmesi için çeşitli sermaye kısıtlamaları da bulunmaktadır. Buna göre, bazı eyaletlerde geri alım yapılabilmesi için şirketin öz kaynaklarında yeterli fazlanın olması veya geri çekme amacıyla alım yapıp sermaye azaltılacaksa yeterli sermayenin bulunması zorunlu tutulmaktadır.

²⁷⁷ ABD Borsalar Kanunu (US Securities Exchange Act of 1934), menkul kıymetlerin ikincil piyasada işlem görme esaslarını düzenlemekte olup, SEC'nin de kuruluşuna dayanak teşkil eden kanundur. Kanunun 14. bölümünün (e) paragrafında çağrıda bulunanlar için getirilen kamuyu aydınlatma yükümlülükleri düzenlenmektedir. Buna göre, çağrıda bulunanların işlemle ilgili önemli bilgileri gizlemeleri veya yanlış ve yanıltıcı bilgi açıklamaları suç olarak değerlendirilmektedir.

²⁷⁸ 14E Düzenlemesi (Regulation 14E), ABD Borsalar Kanunu'nun 14. bölümünün (e) paragrafında yer alan hükümlerin alt düzenlemesi niteliğindedir. Bu düzenlemeyle usulsüz çağrı işlemleri, işlemlere ilişkin yasaklar ve çağrıyla ilgili diğer özellikli işlemlere ilişkin detaylı kurallar belirlenmektedir. Düzenlemeye linkinden ulaşılabilir.

²⁷⁹ 13e-4 Kuralı (Rule 13e-4) çağrı işlemlerine ilişkin genel esasları düzenlemektedir.

²⁸⁰ Düzenleme metinlerine <http://www.sec.gov/about/laws/sea34.pdf> ve <http://www.ecfr.gov/cgi-bin/text-idx?c=ecfr&sid=47b43cbb88844faad586861c05c81595&rgn=div5&view=text&node=17:3.0.1.1.1&idno=17#17:3.0.1.1.1.2.90.267> linklerinden ulaşılabilir.

Borsa kanalıyla gerçekleştirilen geri alımlar ayrıca manipülasyon ve dolandırıcılık suçları kapsamındaki düzenlemelere tabi tutulmaktadır. Bununla birlikte, ABD Borsalar Kanunu'nun bir diğer alt düzenlemesi olan 10b-18 Kuralı²⁸¹ uyarınca, geri alım işlemleri, işlemin:

- Tek bir aracı kurum kullanılarak yapılması,
- Gün içinde belli zaman aralıklarında gerçekleştirilmesi,
- Fiyatının, bekleyen en yüksek alış fiyatı ile en son geri alım fiyatından yüksek olanını aşmaması ve
- Miktarının, geri alım yapılan haftadan önceki dört haftalık dönemde herhangi bir gün için gerçekleşen günlük ortalama işlem hacminin %25'ini aşmaması

hâlinde manipülasyon kapsamında değerlendirilmeyebilmektedir. Bu istisna, her ne kadar şirkete bir güvenli liman imkânı tanısa da, şirketin, kamuya açıklanmamış önemli bilgilere sahip olduğu kabul edilen tarafların alım-satım işlemlerini ciddi biçimde kısıtlayan dolandırıcılık suçu kapsamındaki düzenlemelere tabiyetini engellemektedir. Bu nedenle, ABD'de şirketler pay geri alım işlemlerini ABD Borsalar Kanunu'nun bir başka alt düzenlemesi olan 10b5-1 Kuralı²⁸² çerçevesinde gerçekleştirmeyi tercih etmektedir. Nitekim, bu kurala göre, koşulları itibarıyla, geri alımın miktarını, fiyatını ve tarihini açıkça tespit eden, bunları belirlemede kullanılacak yazılı bir formüle veya algoritmaya yer veren ya da şirkete geri alımın yapılıp yapılmayacağı veya ne zaman ve nasıl yapılacağı yönündeki kararlara etki etmesini engelleyen yazılı bir plânın şirket tarafından kabul edilmesi veya şirket adına bu işlemleri yapacak olanlara sunulması, kamuya açıklanmamış önemli bilgilere sahip olduğu kabul edilen tarafların alım-satım işlemlerine haklı gerekçe oluşturmaktadır. Şirket bu nitelikteki bir bilgiye sahip olmasa da, bu kuralı uygulamak suretiyle geri alım işlemlerinde daha fazla bir hareket alanı elde edebilmektedir. Ancak, bu kuralın şirketlerin geri alım işlemlerinin ne zaman ve nasıl gerçekleştirileceğine yönelik önceliğini kaybetmesine neden olabildiği görülmektedir. Ayrıca, kurala uygun olmasına karşın, kamuya açıklanmamış önemli bir bilgiye gerçekten sahip olunduğu bir dönemde yapılan geri alım işlemlerinin payını satan ortağın zararına sonuçlar doğuracağına dair endişeler de bulunmaktadır.

Bunların dışında, müzakere yoluyla geri alım işlemlerin koşullarının çağrı sonucunu doğurmamasına; hızlandırılmış geri alım işlemlerinde ise kamunun aydınlatılmasına özen gösterilmesi gerekmektedir.

Borsada gerçekleştirilen geri alımlarda yönetim kurulunun geri alım programına ilişkin bazı detayları (alım için ödenecek azamî tutar, alınacak pay adedi ve oranı) onaylaması ve bir komiteyi veya yöneticiyi geri alım fiyatı ve zamanlamasını belirleme yetkisi vermesi beklenmektedir.

²⁸¹ 10b-18 Kuralı (Rule 10b-18) geri alım işlemlerinin manipülasyon suçu kapsamında değerlendirilmemesi için taşınmaları gereken koşulları belirlemektedir. Ancak bu kural, müzakere yoluyla geri alım işlemleri ile hızlandırılmış geri alım işlemlerini kapsamamaktadır.

²⁸² 10b5-1 Kuralı (Rule 10b5-1) kamuya açıklanmamış önemli bilgiye sahip olduğu kabul edilen taraflarca içerden öğrenenlerin ticareti kapsamında pay alımı veya satımı yapılabilmesinin koşullarını düzenlemektedir.

EK-3: AB ŞİRKETLER HUKUKU DÜZENLEMELERİ

AB'nin ortak ekonomik pazar hedefi doğrultusunda malların, kişilerin, hizmetlerin ve sermayenin serbest dolaşımının önündeki engellerin kaldırılabilmesi amacıyla, üye devletlerin şirketler hukuku düzenlemelerinin birbirleriyle uyumlaştırılması önem taşımaktadır (CPS, 2013:4,6).

Bu uyumlaştırma çabaları sonucunda, ilki 09.03.1968 tarihli olmak üzere²⁸³, muhtelif direktiflerden müteşekkil bir AB Şirketler Hukuku müktesebatı oluşturulmuştur. Müktesebat, esas itibarıyla şirketler için AB çapında bir kurumsal yönetim politikası belirlemekte olup, şirketlerin kuruluşları, yapıları ve işleyişleri ile muhasebe ve denetim konularını kapsamaktadır.

Pay geri alımları ise, AB şirketler hukuku müktesebatında ilk olarak, kurumsal finansmana ilişkin AB düzenlemelerinin temellerinin atıldığı 13.12.1976 tarih ve 77/91/EEC sayılı İkinci Konsey Direktifi'nin²⁸⁴ 19 ilâ 24a maddelerinde düzenlenmiştir (Quintana ve Hege, 2006:4, 25). Aşağıda söz konusu madde hükümlerinden bazılarına yer verilmektedir:

- Direktifin 19. maddesiyle, halka açık şirketlere paylarını belirli koşulların yerine getirilmesi kaydıyla geri alma²⁸⁵ imkânı tanınmıştır²⁸⁶. Buna göre, geri alım yapılabilmesi için genel kurul kararı²⁸⁷ alınması, net varlıkların yeterli seviyede olması²⁸⁸ ve yalnızca bedeli tam ödenmiş payların geri alma konu edilmesi zorunlu tutulmuştur. Bunların yanı sıra, üye devletlerin, geri alınacak payların nominal değerinin sınırlanması²⁸⁹, geri alıma ilişkin detaylara esas sözleşmede yer verilmesi, geri alım işlemlerinde kamuyu daha fazla aydınlatılması, geri alınan payların iptal edilmesi²⁹⁰ ve geri alımın alacaklıların²⁹¹ haklarını zedelememesi gibi ilâve şartlar getirebilmesi öngörülmüştür.
- Direktifin 20. maddesinde, 19. madde hükümlerinin uygulanmayabileceği durumlar sayılmıştır. Örneğin, geri alımın sermaye azaltımı amacıyla yapılması, payların bedelsiz olarak geri alınması, şirkete borcu olan bir ortağın mahkeme kararıyla borcu karşılığında paylarını şirkete vermesi vb. durumlarda üye devletlerin geri alım işlemlerine ilişkin yukarıda yer verilen kuralları

²⁸³ 09.03.1968 tarih ve 68/151/EEC sayılı Birinci Konsey Direktifi ile, şirket ortaklarının ve üçüncü tarafların menfaatlerinin korunması için üye devletlerce şirketlerden talep edilen güvencelerin eşgüdümü amaçlanmıştır. Bu direktiften sonra, şirketlerin kuruluşu, sermayenin korunması, birleşmeler, bölünmeler, finansal raporlama, tek ortaklı şirketler, yasal oluşumlar vb. alanlarda muhtelif direktifler benimsenmiştir.

²⁸⁴ İkinci Konsey Direktifi ile, halka açık anonim şirketlerin kurulması ve sermayelerinin idamesi ve değiştirilmesi ile ilgili olarak, ortakların ve üçüncü tarafların menfaatlerinin korunması için üye devletlerce şirketlerden talep edilen güvencelerin eşgüdümü amaçlanmıştır. Anılan direktif metnine <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=CONSLEG:1977L0091:20091022:EN:PDF> linkinden ulaşılabilmektedir.

²⁸⁵ Direktifin 24. maddesinin birinci fıkrası uyarınca payların teminat olarak alınması da satın alma hükmündedir. Ayrıca, şirket paylarının bağlı ortaklıklar tarafından veya şirket namına üçüncü kişiler tarafından geri alınması da bu hükümler kapsamında değerlendirilmektedir. Bununla birlikte, bunlara ilişkin bazı istisnai hükümlerin de bulunduğu hatırlatılmasında fayda görülmektedir. Örneğin, direktifin 24a maddesi uyarınca bağlı ortaklık pay alım-satımını meslek icabı yapıyorsa (aracı kurum vb.), geri alım bağlı ortaklık statüsü kazanılmadan önce gerçekleşmişse geri alımlar için geçerli olan kurallar uygulanmayabilmektedir.

²⁸⁶ Direktifin bu maddesi, üye ülkelerin geri alımı tamamen yasaklayabileceği şeklinde de yorumlanabilir.

²⁸⁷ Direktifin 19. maddesinin birinci fıkrasının (a) bendi uyarınca, genel kurul kararıyla geri alım işlemlerinin şartlarının (geri alınacak azamî pay sayısı, üye devletlerce 5 yılı geçmemek kaydıyla geri alım için tanınacak yetkinin süresi, geri alım için ödenecek asgarî ve azamî bedel vb.) belirlenmesi gerekli görülmüştür. Ancak, aynı maddenin ikinci fıkrasında, aksi halde önlenemeyecek bir zararın giderilebilmesi amacıyla sınırlı olmak üzere geri alım için genel kurul kararı aranmayabileceği belirtilmiştir. Bu durumda işlemlerle ilgili olarak bir sonraki genel kurulda ortaklara bilgi verilmesi zorunlu tutulmuştur. Ayrıca, maddenin üçüncü fıkrasıyla, geri alınan payların azamî 12 aylık süre zarfında çalışanlara ilişkin ödeme plânları kapsamında dağıtılması hâlinde de genel kurul kararı zorunluluğu aranmamıştır.

²⁸⁸ Direktifin 15. maddesinin birinci fıkrasının (a) bendinde, son yıllık finansal tablolardaki net varlıkların sermaye ile kısıtlanmış kar yedeklerinin toplamından düşük olması hâlinde geri alım yapılmaması veya yapılması plânlanan geri alımın bu sonucu doğurması gerektiği ifade edilmiştir.

²⁸⁹ Direktifin 19. maddesinin birinci fıkrasının (i) bendinde, bu sınırlamanın sermayenin %10'undan daha az olamayacağı belirtilmiştir.

²⁹⁰ Direktifin 19. maddesinin birinci fıkrasının (iv) bendinde, belirli şirketlere geri aldıkları payları iptal etme zorunluluğunun getirilmesi hâlinde, iptal edilen payların nominal değeri kadar bir yedek hesabı oluşturulması gerekli görülmüştür. Söz konusu yedeklerin sermaye azaltımı dışında ortaklara dağıtımı mümkün bulunmamakla birlikte, bedelsiz sermaye artırımına konu edilmesine imkân tanınmıştır.

²⁹¹ Alacaklıların haklarının korunması bir anlamda şirket sermayesinin korunması anlamına gelmektedir. Bu nedenle, geri alımlar da dâhil olmak üzere sermayenin azalmasına sebep olacak işlemlere sınırlamalar getirilebilmektedir.

uygulamalarına imkân tanınmıştır. Bununla birlikte, bu durumlarda geri alınan payların nominal değerinin sermayenin %10'unu aşması hâlinde, 3 yıl içinde elden çıkarılması; aksi takdirde, iptal edilmesi²⁹² gerekli görülmüştür.

- Direktifin 21. maddesiyle 19 ve 20. maddelere aykırı olarak geri alınan payların 1 sene içinde elden çıkarılması; aksi takdirde, iptal edilmesi zorunluluğu getirilmiştir.
- Direktifin 22. maddesinde, geri alınan paylar üzerindeki oy haklarının kullanılmaması ve geri alınan payların bilançoda varlık olarak muhasebeleştirilmesi hâlinde aynı tutarda kısıtlanmış bir kar yedeği hesabı oluşturulması²⁹³; ayrıca, yıllık faaliyet raporlarında asgarî olarak geri alım yapılmasının nedenleri, geri alım tutulan veya satılan payların adedi, nominal değeri ve sermayeye oranı ve geri alım (satım) için ödenen (alınan) bedel hakkında açıklama yapılması zorunlu tutulmuştur.

Diğer taraftan, İkinci Konsey Direktifi 25.10.2012 tarih ve 2012/30/EU sayılı Direktif ile 04.12.2012 tarihi itibarıyla yürürlükten kaldırılmıştır. Ancak, geri alım işlemlerine ilişkin düzenlemeler muhafaza edilmiş olup, az sayıda değişiklikle birlikte yeni direktifin 21 ila 28. maddelerinde yer almaktadır²⁹⁴.

AB'nin diğer yasal süreçlerinde olduğu gibi, üye ülkelerin şirketler hukuku alanındaki yasal düzenlemeleri öngörülen zaman dilimleri içerisinde iç hukukuna aktarma yükümlülüğü bulunmaktadır. Ancak, düzenlemelerde üye ülkelere birtakım özellikli durumlarda uygulamayı kendi kararları çerçevesinde yönlendirme esnekliği de tanınması, üye ülkeler arasında düzenleme konusu alanlarda farklı uygulamaların görülmesine sebebiyet verebilmektedir. Bu anlamda, geri alım uygulamaları da ilgili direktifte tanınan esneklik çerçevesinde üye ülkeler düzeyinde farklılaşabilmektedir ([Andriosopoulos ve Hoque, 2013:66](#)).

AB Şirketler Hukuku düzenlemeleri kapsamında olmamakla birlikte pay geri alımlarını ilgilendiren diğer düzenlemeler için piyasa bozucu işlemlerle ilgili direktiflere²⁹⁵ bakılmasında fayda görülmektedir.

²⁹² Direktifin 20. maddesinin üçüncü fıkrası uyarınca iptal sermayenin azaltılması suretiyle de gerçekleştirilebilir.

²⁹³ Bu uygulama ile alacaklıların borçlarının ödenmesine yetecek tutarda bir öz kaynağın şirket uhdesinde muhafaza edilebilmesi amaçlanmaktadır ([Cahn ve Donald, a.g.e.: 244](#)).

²⁹⁴ Yeni direktif metnine <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=CONSLEG:2012L0030:20130701:EN:PDF> linkinden ulaşılabilir.

²⁹⁵ Directive 2003/6/EC of 28 January 2003 on insider dealing and market manipulation (market abuse) ve Commission Regulation (EC) No 2273/2003 of 22 December 2003 regarding exemptions for buy-back programmes and stabilisation of financial instruments.

EK-4: TTKn DÜZENLEMELERİ

4.1- ETTKn HÜKÜMLERİ

İKİNCİ KISIM

İdare Meclisi

(...)

B) İdare ve temsil:

(...)

III - İdare vazifeleri:

(...)

5. Şirketin kendi hisse senetlerini satın alması:

Madde 329 – Şirket, kendi hisse senetlerini temellük edemeyeceği gibi rehin olarak da kabul edemez. Bu senetlerin temellükü veya rehin alınması neticesini doğuran akitler hükümsüzdür. Şu kadar ki; aşağıda gösterilen akitler bu hükümden müstesnadır:

1. Hisse senetleri şirketin sermayesinin azaltılmasına dair bir karara dayanılarak devralınmışsa;
2. Hisse senetleri şirketin kurulması veya esas sermayesinin çoğaltılması dolayısıyla vakı olan iştirak taahhüdünden başka bir sebepten doğan şirket alacaklarının ödenmesi maksadiyle devralınmışsa;
3. Hisse senetleri bir mamelekin veya işletmenin borç ve alacaklarıyla beraber temellük edilmesi neticesinde şirkete geçmişse;
4. Hisse senetlerinin devir veya rehin alınması keyfiyeti esas mukaveleye göre şirket konusuna giren muamelelerden ise;
5. Hisse senetleri idare meclisi azaları, müdürler ve memurlar tarafından kendilerine bu sıfatla düşen mükellefiyetlere karşı rehin olarak yatırılmış ise;
6. Temellük ivazsız ise.

Devralınan hisse senetleri, 1 numaralı bentte yazılı halde derhal imha edilir ve bu hususta tutulan zabıt ticaret siciline verilir. Diğer hallerde bu senetler ilk fırsatta tekrar elden çıkarılır.

Bu muameleler yıllık raporda gösterilir. Şirketçe devralınan payların umumi heyette temsili caiz değildir.

4.2- YTTKn HÜKÜMLERİ

İKİNCİ BÖLÜM

Yönetim Kurulu

(...)

B) Yönetim ve temsil

(...)

III – Görevler ve yetkiler

(...)

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 itibarı değer sayıları belirtilerek toplam itibarı 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 hukukî 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 hukukî 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 idiye 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, itibarı 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 gereğiyle,
 - c) Bir kanuni satın alma yükümünden doğuyorsa,
 - d) Bedellerinin tümü ödenmiş olmak şartıyla ve cebri icradan, bir şirket alacağının 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 çıkarılmayan 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, kuruluştaki 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-5: SPK DÜZENLEMELERİ

5-1- 01.09.2009 TARİH VE 27/748 SAYILI İLKE KARARI

Payları İMKB’de işlem gören aracı kurumlar ve yatırım ortaklıklarının kendi paylarını satın almaları durumunda uymaları gereken ilke ve esaslar aşağıdaki şekilde belirlenmiştir:

- a) Geri alım işlemleri, genel kurul tarafından onaylanmış geri alım programı çerçevesinde ve azamî 18 aylık bir süre için verilebilecek yetki dâhilinde yönetim kurulu tarafından yapılır.
- b) Geri alımı yapılacak paylar İMKB’de işlem gören nitelikte olmalı ve alımlar yalnızca İMKB’de gerçekleştirilmelidir.
- c) Geri alımı yapılacak payların, daha önce iktisap edilenler dâhil toplam nominal değeri, ortaklık ödenmiş/çıkarılmış sermayesinin %20’sini aşamaz. Bu oranın aşılması hâlinde aşımına sebep olan paylar, alım tarihini müteakip 6 ay içerisinde elden çıkarılır.
- d) Pay geri alımları, şirketin kamuya açıklanan son finansal tablolarında yer alan net aktif sermayesine zarar vermeden (öz kaynak toplamı, ödenmiş/çıkarılmış sermaye ile kar dağıtımına konu edilemeyecek öz kaynak kalemlerinin toplamının altına düşmeyecek şekilde) yapılır.
- e) İMKB’de yapılacak geri alımlara ilişkin borsa tarafından belirlenen işlem kurallarına ek olarak aşağıdaki kurallara uyulması zorunludur:
 - i. Açılış seansı ve 1’inci seansın son 15 dakikası ile 2’nci seansın ilk ve son 15 dakikası içinde geri alım emri verilemez.
 - ii. Geri alım için verilen fiyat emri, mevcut fiyat tekliflerinden veya en son gerçekleşen satış fiyatından daha yüksek olamaz.
 - iii. Ortaklık tarafından bir günde geri alımı yapılacak toplam pay miktarı, payların son üç aydaki günlük işlem miktarı ortalamasının %25’ini geçemez.
 - iv. Geri alım için ortaklıklarca her bir işlem günü için sadece bir aracı kurum kullanılır.
- f) Geri alınan paylara ilişkin oy hakları şirketçe kullanılamaz.
- g) Geri alınan paylar ile söz konusu paylar çerçevesinde edinilmiş bedelsiz paylar için azamî elde tutma süresi 3 yılı aşmamak üzere ortaklıkça serbestçe belirlenebilecek olup, bu süre zarfında elden çıkarılmayan paylar sermaye azaltımı yapılmak suretiyle iptal edilir.
- h) Geri alınan paylar, 32 no’lu Türkiye Muhasebe Standardı çerçevesinde, bilânçoda öz kaynaklar altında bir indirim kalemi olarak izlenir ve finansal tablo dipnotlarında gerekli açıklamalar yapılır. Söz konusu payların elden çıkarılmasından kaynaklanan kazanç ve kayıplar gelir tablosu ile ilişkilendirilemez.
- i) Geri alım işlemleri ile ilgili olarak;
 - i. Ortaklık yönetim kurulu tarafından, geri alımın amacını, geri alım için ayrılan fonun toplam tutarı ile kaynağını, geri alınabilecek azamî pay sayısını, payların geri alınması için belirlenen alt ve üst fiyat limitlerini, alımlar için yetkilendirilen kişileri (tüzel kişi ve yetkilileri dâhil), genel kuruldan talep edilecek yetki süresi ile söz konusu programın onaya sunulacağı genel kurul tarihini ve tamamlanmış en son geri alım programının özetini içeren bir geri alım programı hazırlanır ve bu program onaya sunulacağı genel kurul tarihinden en az 15 gün önce şirket web sitesinde yayımlanarak kamuya duyurulur.
 - ii. Genel kurul onayına sunulmuş geri alım programında genel kurul tarafından herhangi bir değişiklik yapılması durumunda değiştirilmiş geri alım programı genel kurul tarihini izleyen iş günü içerisinde yapılacak bir özel durum açıklaması ile kamuya duyurulur ve eşanlı olarak şirketin web sitesinde yayımlanır.
 - iii. Ortaklık tarafından, geri alım programının uygulanmasına başlanılmadan en az 2 iş günü önce, programın başlayacağına ilişkin kamuyu bilgilendiren ve alımın hangi aracı kurum aracılığıyla yapılacağına ve bu işlem nedeniyle aracı kuruma ödenecek komisyonlara ilişkin bilgileri de içeren bir özel durum açıklaması yapılır.
 - iv. Ortaklık tarafından geri alım programı çerçevesinde gerçekleşen her bir işlem için, işlem tarihini izleyen iş günü içerisinde, işleme konu payların nominal tutarını, işlem fiyatını, sermayeye oranını, varsa bu paylara bağlı imtiyazları ve işlem tarihini içeren bir özel durum açıklaması yapılır.
 - v. Ortaklık tarafından, geri alım programının sona ermesini izleyen 5 iş günü içerisinde, geri alım programı çerçevesinde geri alınan paylardan iptal edilenler ve elde tutulanlar için ayrı ayrı belirtmek suretiyle, bir pay için ödenmiş olan maksimum ve ortalama geri alım bedelini, geri alımın maliyetini, geri alınan toplam pay sayısını, bu payların sermayeye oranını, varsa bu paylara bağlı imtiyazları ve işlem tarihlerini içeren özel durum açıklaması yapılır. Geri alım programının özeti mahiyetindeki bu bilgiler ayrıca ilk genel kurulda ortakların bilgisine sunulur.
 - vi. Onaylanmış geri alım programında sonradan genel kurul kararı ile değişiklik yapılması durumunda söz konusu değişiklikler, sebeplerini de içeren özel durum açıklaması ile kamuya duyurulur.

- j) Geri alımı yapılan paylar sadece borsada satış yoluyla ve ancak açıklanan geri alım programı sona erdikten sonra elden çıkarılır. Geri alınan paylar çerçevesinde edinilmiş bedelsiz paylar için de aynı esaslar uygulanır.
- k) Geri alınan payların elden çıkarılması hâlinde gerçekleşen her bir satış işlemi, işlem tarihini izleyen iş günü içerisinde ortaklık tarafından, işleme konu payların nominal tutarını, işlem fiyatını, sermayeye oranını, varsa bu paylara bağlı imtiyazları ve işlem tarihini içeren bir özel durum açıklaması yapılması suretiyle kamuya duyurulur.
- l) Geri alım işlemini müteakip dönemlerde, ilgili paylar elden çıkarılıncaya kadar, yatırım ortaklıkları için hesaplanan birim pay değeri, toplam pay sayısından geri alınan payların çıkarılması sonucunda bulunacak tedavüldeki pay sayısı esas alınarak hesaplanır.
- m) Şirketlerce açıklanması ertelenmiş içsel bilgiler olması durumunda veya pay fiyatını etkilemesi muhtemel özel durumların varlığı hâlinde herhangi bir alım veya satım işlemi yapılmaz.
- n) Makul gerekçelerin varlığı hâlinde yönetim kurulu tarafından genel kurulun yetkilendirmeye ilişkin kararı olmadan da geri alım yapılabilir. Bu kapsamda yapılacak geri alımlara ilişkin olarak;
- i. Geri alım işlemlerine başlanmasından en az 2 iş günü önce ortaklık tarafından yapılacak bir özel durum açıklaması ile, geri alım yapılacağı hususu, söz konusu geri alımın sebep ve amacı, alınması planlanan pay miktarı ve ödenecek maksimum tutar kamuya duyurulur.
- ii. İşlem tarihini izleyen iş günü içerisinde, geri alınan payların nominal tutarını, işlem fiyatını, sermayeye oranını, varsa bu paylara bağlı imtiyazları ve işlem tarihini içeren bir özel durum açıklaması yapılarak gerçekleşen alımlar kamuya duyurulur.
- iii. Yönetim kurulu tarafından ayrıca, geri alımın sebep ve amacı, geri alınan payların işlem tarihi, nominal tutarı, işlem fiyatı, geri alımın maliyeti, sermayeye oranı ve varsa bu paylara bağlı imtiyazlar hakkında ilk genel kurula bilgi verilir.
- o) Esas sermaye sisteminde olan şirketler tarafından sermaye artırımına ilişkin genel kurul kararının alındığı tarihten, kayıtlı sermaye sisteminde olan şirketler tarafından ise sermaye artırımına ilişkin yönetim kurulu kararının alındığı tarihten sermaye artırım işlemlerinin sona erdiği tarihe kadar geri alım işlemi yapılamaz.

5.2- 10.08.2011 TARİH VE 26/767 SAYILI İLKE KARARI

Payları İMKB’de işlem gören şirketlerin kendi paylarını satın almaları durumunda uymaları gereken ilke ve esaslar aşağıdaki şekilde belirlenmiştir:

- a) Geri alım işlemleri, genel kurul tarafından onaylanmış geri alım programı çerçevesinde ve azamî 18 aylık bir süre için verilebilecek yetki dâhilinde yönetim kurulu tarafından yapılır.
- b) Geri alımı yapılacak paylar İMKB’de işlem gören nitelikte olmalı ve alımlar yalnızca İMKB’de gerçekleştirilmelidir.
- c) Şirketin geri almış olduğu payların elden çıkarılmasına ilişkin sürelerin ve oranların belirlenmesinde 6102 sayılı Türk Ticaret Kanunu hükümleri uygulanır²⁹⁶.
- d) İktisap edilecek payların bedelleri düşüldükten sonra, kalan şirket net aktifi (öz kaynak), en az ödenmiş/çıkarılmış sermaye ile kanun ve esas sözleşme uyarınca dağıtılmasına izin verilmeyen yedek akçelerin toplamı kadar olmalıdır.
- e) İMKB’de yapılacak geri alımlara ilişkin borsa tarafından belirlenen işlem kurallarına ek olarak aşağıdaki kurallara uyulması zorunludur:
 - i. Açılış seansı ve 1’inci seansın son 15 dakikası ile 2’nci seansın ilk ve son 15 dakikası içinde geri alım emri verilemez.
 - ii. Geri alım için verilen fiyat emri, mevcut fiyat tekliflerinden veya en son gerçekleşen satış fiyatından daha yüksek olamaz.
 - iii. Şirket tarafından bir günde geri alımı yapılacak toplam pay miktarı, payların son üç aydaki günlük işlem miktarı ortalamasının %25’ini geçemez.
- f) Şirketin iktisap ettiği kendi payları ile şirketin tam konsolidasyona tabi tuttuğu finansal duran varlıkları tarafından iktisap edilen ana şirket payları, ana şirketin genel kurulunun toplantı nisabının hesaplanmasında dikkate alınmaz. Bedelsiz payların iktisabı hariç, şirketin devraldığı kendi payları hiçbir pay sahipliği hakkı vermez. Tam konsolidasyona dâhil edilen şirketlerin iktisap ettiği ana şirket paylarına ait oy hakları ile buna bağlı haklar donar.
- g) (Yürürlükten kaldırılmıştır)²⁹⁷
- h) Geri alınan paylar, 32 no’lu Türkiye Muhasebe Standardı çerçevesinde, bilançoda öz kaynaklar altında bir indirim kalemi olarak izlenir ve finansal tablo dipnotlarında gerekli açıklamalar yapılır. Söz konusu payların elden çıkarılmasından kaynaklanan kazanç ve kayıplar gelir tablosu ile ilişkilendirilemez.
- i) Geri alım işlemleri ile ilgili olarak;
 - i. Şirket yönetim kurulu tarafından, geri alımın amacını, geri alım için ayrılan fonun toplam tutarı ile kaynağını, geri alınabilecek azamî pay sayısını, payların geri alınması için belirlenen alt ve üst fiyat limitlerini, alımlar için yetkilendirilen kişileri (tüzel kişi ve yetkilileri dâhil), genel kuruldan talep edilecek yetki süresi ile söz konusu programın onaya sunulacağı genel kurul tarihini ve tamamlanmış en son geri alım programının özetini içeren bir geri alım programı hazırlanır ve bu program onaya sunulacağı genel kurul tarihinden en az 15 gün önce şirket web sitesinde yayımlanarak kamuya duyurulur.
 - ii. Genel kurul onayına sunulmuş geri alım programında genel kurul tarafından herhangi bir değişiklik yapılması durumunda değiştirilmiş geri alım programı genel kurul tarihini izleyen iş günü içerisinde yapılacak bir özel durum açıklaması ile kamuya duyurulur ve eşanlı olarak şirketin web sitesinde yayımlanır.
 - iii. Şirket tarafından geri alım programı çerçevesinde gerçekleşen her bir işlem için, işlem tarihini izleyen iş günü içerisinde, işleme konu payların nominal tutarını, işlem fiyatını, sermayeye oranını, varsa bu paylara bağlı imtiyazları ve işlem tarihini içeren bir özel durum açıklaması yapılır.

²⁹⁶ SPK tarafından alınan 23.08.2013 tarih ve 29/954 sayılı karar çerçevesinde değiştirilen bu hükmün değişiklik öncesindeki metni şöyledir: “Geri alımı yapılacak payların, daha önce iktisap edilenler dâhil, toplam nominal değeri, şirketin ödenmiş/çıkarılmış sermayesinin %10’unu aşamaz. Bu oranın aşılması hâlinde aşımaya sebep olan paylar, alım tarihini müteakip 6 ay içerisinde elden çıkarılır.”.

²⁹⁷ SPK tarafından alınan 23.08.2013 tarih ve 29/954 sayılı karar çerçevesinde yürürlükten kaldırılan metin şöyledir: “Geri alınan paylar ile söz konusu paylar çerçevesinde edinilmiş bedelsiz paylar için azamî elde tutma süresi 3 yılı aşmamak üzere şirket tarafından serbestçe belirlenebilecek olup, bu süre zarfında elden çıkarılmayan paylar sermaye azaltımı yapılmak suretiyle iptal edilir.”

iv. Şirket tarafından, geri alım programının sona ermesini izleyen 5 iş günü içerisinde, geri alım programı çerçevesinde geri alınan paylardan iptal edilenler ve elde tutulanlar için ayrı ayrı belirtilmek suretiyle, bir pay için ödenmiş olan maksimum ve ortalama geri alım bedelini, geri alımın maliyetini, geri alınan toplam pay sayısını, bu payların sermayeye oranını, varsa bu paylara bağlı imtiyazları ve işlem tarihlerini içeren özel durum açıklaması yapılır. Geri alım programının özeti mahiyetindeki bu bilgiler ayrıca ilk genel kurulda ortakların bilgisine sunulur.

v. Onaylanmış geri alım programında sonradan genel kurul kararı ile değişiklik yapılması durumunda söz konusu değişiklikler, sebeplerini de içeren bir özel durum açıklaması ile kamuya duyurulur.

j) Geri alımı yapılan paylar sadece borsada satış yoluyla ve ancak açıklanan geri alım programı sona erdikten sonra elden çıkarılır. Geri alınan paylar çerçevesinde edinilmiş bedelsiz paylar için de aynı esaslar uygulanır.

k) Geri alınan payların elden çıkarılması hâlinde gerçekleşen her bir satış işlemi, işlem tarihini izleyen iş günü içerisinde şirket tarafından, işleme konu payların nominal tutarını, işlem fiyatını, sermayeye oranını, varsa bu paylara bağlı imtiyazları ve işlem tarihini içeren bir özel durum açıklaması yapılması suretiyle kamuya duyurulur.

l) Geri alım işlemini müteakip dönemlerde, ilgili paylar elden çıkarılmaya kadar, yatırım ortaklıkları için hesaplanan birim pay değeri, toplam pay sayısından geri alınan payların çıkarılması sonucunda bulunacak tedavüldeki pay sayısı esas alınarak hesaplanır.

m) Şirketlerce açıklanması ertelenmiş içsel bilgiler olması durumunda veya pay fiyatını etkilemesi muhtemel özel durumların varlığı hâlinde herhangi bir alım veya satım işlemi yapılmaz.

n) Makul gerekçelerin varlığı hâlinde yönetim kurulu tarafından genel kurulun yetkilendirmeye ilişkin kararı olmadan da geri alım yapılabilir. Bu kapsamda yapılacak geri alımlara ilişkin olarak;

i. Geri alım işlemlerine başlanmasından en az 2 iş günü önce şirket tarafından yapılacak bir özel durum açıklaması ile, geri alım yapılacağı hususu, söz konusu geri alımın sebep ve amacı, alınması planlanan pay miktarı ve ödenecek maksimum tutar kamuya duyurulur.

ii. İşlem tarihini izleyen iş günü içerisinde, geri alınan payların nominal tutarını, işlem fiyatını, sermayeye oranını, varsa bu paylara bağlı imtiyazları ve işlem tarihini içeren bir özel durum açıklaması yapılarak gerçekleşen alımlar kamuya duyurulur.

iii. Yönetim kurulu tarafından ayrıca, geri alımın sebep ve amacı, geri alınan payların işlem tarihi, nominal tutarı, işlem fiyatı, geri alımın maliyeti, sermayeye oranı ve varsa bu paylara bağlı imtiyazlar hakkında ilk genel kurulda bilgi verilir.

o) Esas sermaye sisteminde olan şirketler tarafından sermaye artırımına ilişkin genel kurul kararının alındığı tarihten, kayıtlı sermaye sisteminde olan şirketler tarafından ise sermaye artırımına ilişkin yönetim kurulu kararının alındığı tarihten sermaye artırım işlemlerinin sona erdiği tarihe kadar geri alım işlemi yapılamaz.

5.3- SPKn HÜKÜMLERİ

(...)

İKİNCİ KISIM

Sermaye Piyasası Araçlarının İhracı, Kamunun Aydınlatılması ve İhraççılara İlişkin Esaslar

(...)

ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

Halka Açık Ortaklıklar

(...)

Ortaklıkların kendi paylarını satın ve rehin alması

MADDE 22 –(1) Halka açık ortaklıklar, kendi paylarını, Kurul tarafından belirlenen şartlar çerçevesinde satın alabilir ve rehin olarak kabul edebilirler. Kurul, halka açık ortaklıkların kendi paylarını satın ve rehin almasına ilişkin şartlara, işlem sınırlarına, geri alınan payların elden çıkarılması veya itfası ve bu hususların kamuya açıklanmasına ilişkin usul ve esasları düzenler.

(2) Halka açık ortaklık paylarının, söz konusu ortaklığın konsolide bilançosuna dâhil edilen ortaklıklar tarafından satın alınması da bu madde hükümlerine tabidir.

(...)

ÜÇÜNCÜ KISIM

Sermaye Piyasası Kurumları ve Faaliyetleri

(...)

DÖRDÜNCÜ BÖLÜM

Kolektif Yatırım Kuruluşları

Yatırım ortaklıkları

MADDE 48 –(1) Yatırım ortaklıkları, sermaye piyasası araçları, gayrimenkul, girişim sermayesi yatırımları ile Kurulca belirlenecek diğer varlık ve haklardan oluşan portföyleri işletmek amacıyla, paylarını ihraç etmek üzere kurulan sabit veya değişken sermayeli anonim ortaklıklardır.

(2) Yatırım ortaklıklarının; kuruluşuna ve kurucularına, anonim ortaklıkların yatırım ortaklığına dönüşümüne, yatırım ortaklığı statüsünden çıkmalarına, asgarî halka açıklık oranına, faaliyet esaslarına, türlerine ve pay devirlerine, izahnameye ve izahnamenin yayımlanmasına, portföyünde bulunan varlıkların ve hakların değerlemesine ve varlıkların saklanmasına, portföy sınırlamalarına, yönetim ilkelerine, sermaye artırımlarına ve azaltımlarına, imtiyazlı pay ihracına, kâr dağıtımına ve paylarını geri almalarına, tasfiye ve sona ermelerine ilişkin usul ve esaslar ile tabi olacakları diğer yükümlülükler Kurulca belirlenir.

(3) Yatırım ortaklıklarının esas sözleşme değişikliklerinde Kurulun uygun görüşünün alınması zorunludur.

(...)

BEŞİNCİ KISIM

Sermaye Piyasalarında Denetim ve Tedbirler

(...)

İKİNCİ BÖLÜM

Tedbirler

(...)

Bilgi suistimali ve piyasa dolandırıcılığı incelemelerinde uygulanacak tedbirler

MADDE 101 –(1) Kurul, 106 ncı ve 107 nci maddelerde sayılan fiilleri işlediğine dair makulşüphe bulunan gerçek veya tüzel kişiler ile tüzel kişilerin yetkilileri ile ilgili sermaye piyasası araçlarına ilişkin olarak;

- a) Borsalarda geçici veya sürekli olarak işlem yapılmasının yasaklanması,
- b) Takas yöntemlerinin değiştirilmesi,
- c) Kredili alım, açığa satış, ödünç alma ve verme işlemlerine ilişkin sınırlamalar getirilmesi,
- ç) Teminat yükümlülüğü getirilmesi veya yükümlülüğün değiştirilmesi,
- d) Farklıpazar veya piyasalarda işlem görmesi veya farklı işlem esaslarının belirlenmesi,
- e) Piyasa verilerinin dağıtım kapsamının sınırlanması,
- f) İşlem veya pozisyon limiti getirilmesi,

dâhil piyasanın etkin ve sağlıklı işleyişini teminen gerekli her türlü tedbiri almaya ve bu tedbirlerin uygulanmasına ilişkin usul ve esasları belirlemeye yetkilidir.

(2) Kurul, 22 nci madde uyarınca kendi paylarını satın almak üzere bir programın uygulamaya konulması hâlinde, ilgili halka açık ortaklıkların yönetim, denetim veya sermaye bakımından doğrudan veya dolaylı olarak ilişkide buldukları gerçek veya tüzel kişiler ile diğer ilgili kişilerin söz konusu halka açık ortaklığın paylarında işlem yapmasına sınırlama getirebilir.

(...)

ALTINCI KISIM

İdari Para Cezası Gerektiren Fiiller ve Sermaye Piyasası Suçları

(...)

İKİNCİ BÖLÜM

Sermaye Piyasası Suçları

(...)

Bilgi suistimali ve piyasa dolandırıcılığı sayılmayan hâller

MADDE 108 –(1) Aşağıdaki hâller bilgi suistimali veya piyasa dolandırıcılığı sayılmaz:

- a) TCMB ya da yetkilendirilmiş başka bir resmî kurum veya bunlar adına hareket eden kişiler tarafından para, döviz kuru, kamu borç yönetim politikalarının uygulanması veya finansal istikrarın sağlanması amacıyla işlem yapılması
- b) Kurul düzenlemelerine göre uygulanan geri alım programları, çalışanlara pay edindirme programları ya da ihraççı veya bağlı ortaklığının çalışanlarına yönelik diğer pay tahsis edilmesi
- c) Kurulun bu Kanun kapsamındaki fiyat istikrarını sağlayıcı işlemlere ve piyasa yapıcılığına ilişkin düzenlemelerine uygun olarak icra edilmeleri kaydıyla, münhasıran bu araçların piyasa fiyatının önceden belirlenmiş bir süre için desteklenmesi amacıyla sermaye piyasası araçlarının alım veya satımının yapılması yahut emir verilmesi veya emir iptal edilmesi

5.4- GERİ ALINAN PAYLAR TEBLİĞİ

3 Ocak 2014 CUMA

Resmî Gazete

Sayı : 28871

TEBLİĞSermaye Piyasası Kurulundan:**GERİ ALINAN PAYLAR TEBLİĞİ
(II-22.1)****BİRİNCİ BÖLÜM****Amaç, Kapsam, Dayanak ve Tanımlar****Amaç**

MADDE 1 – (1) Bu Tebliğin amacı, halka açık ortaklıkların kendi paylarını satın alması veya rehin olarak kabul etmesine ilişkin usul ve esasları düzenlemektir.

Kapsam

MADDE 2 – (1) Bu Tebliğ, ortaklıkların kendi paylarını satın alması veya rehin olarak kabul etmesine, geri alınan payların elden çıkarılması veya itfasına, bu hususların kamuya açıklanmasına ve geri alımların bilgi suistimali veya piyasa dolandırıcılığı sayılmayacağı hallere ilişkin usul ve esasları düzenler. Bu Tebliğ hükümleri, ortaklık tarafından kendi paylarının satın alınması sonucunu doğuracak bir sermaye piyasası aracı satın alınması veya ihraç edilmesi durumlarında da geçerlidir.

(2) Bu Tebliğde yer alan hükümler;

a) Ortaklığın bağlı ortaklığının ortaklık paylarını satın alması,

b) Üçüncü bir kişinin kendi adına ancak ortaklık veya ortaklığın bağlı ortaklığı hesabına ortaklık paylarını satın alması,

c) Üçüncü bir kişinin kendi adına ancak ortaklık hesabına ortaklık paylarını rehin olarak kabul etmesi, hallerinde de uygulanır. Paylarının satın alınması amacıyla ortaklığın ve/veya bağlı ortaklığının üçüncü kişilerle yaptığı konusu avans, ödünç ve teminat verilmesi olan işlemler de bu fıkra kapsamında değerlendirilir.

(3) Bu Tebliğ hükümleri, değişken sermayeli yatırım ortaklıkları ile paylarını nitelikli yatırımcılara arz eden yatırım ortaklıkları için uygulanmaz.

(4) Birleşme amaçlı ortaklıklar gönüllü geri alım programı haricinde paylarını geri alamazlar. Bu ortaklıkların, gönüllü geri alım programı çerçevesinde gerçekleştirecekleri geri alımlar için bu Tebliğ hükümleri uygulanmaz.

(5) Ortaklıkların tabi olduğu özel kanunlarındaki hükümler saklıdır.

Dayanak

MADDE 3 – (1) Bu Tebliğ, 6/12/2012 tarihli ve 6362 sayılı Sermaye Piyasası Kanununun 22 nci, 48 inci, 101 inci ve 108 inci maddelerine dayanılarak hazırlanmıştır.

Tanımlar

MADDE 4 – (1) Bu Tebliğde geçen;

a) Bağlı ortaklık: Kurulun finansal raporlamaya ilişkin düzenlemeleri ile TMS/TFRS hükümleri çerçevesinde ortaklık tarafından kontrol edilen şirketleri,

b) Birleşme amaçlı ortaklık: Kurulun birleşme ve bölünmeye ilişkin düzenlemelerinde tanımlanan ortaklığı,

c) Borsa: Kanunun 3 üncü maddesinde tanımlanan sistemler ve pazar yerlerini,

ç) Değişken sermayeli yatırım ortaklıkları: Kanunun 50 nci maddesinde tanımlanan değişken sermayeli yatırım ortaklıklarını,

d) Geri alım: Bu Tebliğ kapsamında ortaklığın kendisi veya bağlı ortaklıkları tarafından ortaklık paylarının satın alınmasını,

e) Geri alım programı, program: Ortaklık paylarının geri alımına ilişkin bu Tebliğde belirlenen çerçevede hazırlanıp ortaklık genel kurulu tarafından onaylanan usul ve esasları,

f) Geri alınan paylar: Bu Tebliğ kapsamında ortaklığın kendisi veya bağlı ortaklıkları tarafından satın alınan kendi paylarını,

g) Gönüllü geri alım programı: Birleşme amaçlı ortaklığın taraf olduğu birleşme işleminin onaylandığı genel kurul toplantısında olumsuz oy kullanan pay sahiplerine veya birleşme amaçlı ortaklığın

sona ermesi durumunda kurucular dışındaki tüm pay sahiplerine ait payların halka açılma nedeniyle düzenlenen izahnamede belirtilen esas ve usuller çerçevesinde belirlenen fiyatlar üzerinden satın alınmasına imkân veren programı,

ğ) Halka açık ortaklık, ortaklık: Payları halka arz edilmiş olan veya halka arz edilmiş sayılan anonim ortaklıkları,

h) Kanun: 6362 sayılı Sermaye Piyasası Kanununu,

ı) Kurul: Sermaye Piyasası Kurulunu,

i) TMS/TFRS: Kamu Gözetimi, Muhasebe ve Denetim Standartları Kurumu tarafından yürürlüğe konulmuş olan Türkiye Muhasebe/Finansal Raporlama Standartları ile bunlara ilişkin ek ve yorumları,

j) TTK: 13/1/2011 tarihli ve 6102 sayılı Türk Ticaret Kanununu,

ifade eder.

İKİNCİ BÖLÜM

Geri Alım Programına İlişkin Genel Esaslar ve Yetkilendirme

Geri alım programına ilişkin yetkilendirme

MADDE 5 – (1) Bu Tebliğ hükümlerine göre ortaklıkların geri alım yapabilmesi için genel kurulun yönetim kurulunu yetkilendirmesi esastır. Söz konusu yetki, yönetim kurulu tarafından hazırlanan geri alım programının genel kurul toplantısında onaylanması suretiyle verilir. Geri alım programının genel kurul toplantısında onaylanması suretiyle yetkilendirilen yönetim kurulu, bu yetkiyi belirleyeceği gerçek veya tüzel kişilere devredebilir.

(2) Ortaklık paylarının bağlı ortaklıkları tarafından geri alınımının yapılabilmesi için, ortaklık genel kurulunda geri alım programının onaylanması ve bağlı ortaklığın yönetim kurulunun da söz konusu program çerçevesinde geri alım yapacağına ilişkin bir karar alması şarttır. Bağlı ortaklığın da halka açık bir ortaklık olması durumunda; söz konusu bağlı ortaklığın ana ortağı olan ortaklığın paylarında geri alım yapabilmesi için, geri alım programının bağlı ortaklık genel kurulunca da onaylanması zorunludur.

(3) Geri alım programının onaylanacağı genel kurul toplantılarında, ortaklığın esas sözleşmesinde daha ağır nisaplar öngörülmediği takdirde TTK'nın 418 inci maddesinde yer alan toplantı ve karar nisapları uygulanır.

(4) Payları borsada işlem gören ortaklıklar, yakın ve ciddi bir kayıptan kaçınmak amacıyla genel kurulun yetkilendirmeye ilişkin kararı olmadan yönetim kurulu kararıyla da, bu Tebliğin 12 nci maddesindeki kamuyu aydınlatmaya ilişkin yükümlülüklere uymak şartıyla geri alım yapabilir. Bağlı ortaklıklar, ana ortaklığın paylarında geri alım yapabilmek için bu istisnadan yararlanamaz. Genel kurulca onaylanmış bir geri alım programı olmadan yönetim kurulunun yakın ve ciddi bir kayıptan kaçınmak amacıyla aldığı geri alım kararı yapılacak ilk genel kurul toplantısına kadar geçerlidir.

(5) Ortaklık paylarının günlük ağırlıklı ortalama fiyatının yönetim kurulu karar tarihinden önceki son bir ayda,

a) Nominal değerinin altında seyretmesi veya

b) Yüzde yirminin üzerinde değer kaybetmesi, durumlarında yakın ve ciddi bir kaybın varlığı kabul edilir.

(6) Beşinci fıkrada belirtilen haller dışında yönetim kurulu kararı ile geri alım yapılabilmesi için, ortaklık tarafından işlem öncesinde Kurulun onayının alınması gereklidir.

Payları borsada işlem görmeyen ortaklıkların geri alım işlemlerine ilişkin özel hükümler

MADDE 6 – (1) Payları borsada işlem görmeyen ortaklıklar veya bağlı ortaklıkları, yakın ve ciddi bir kaybın önlenmesi gerekçesi ile genel kurul kararı olmaksızın yönetim kurulu kararıyla geri alım yapamazlar.

(2) Geri alım, ortaklık genel kurulu tarafından onaylanmış geri alım programı çerçevesinde ortaklığın kendisi veya paylarını satın alacak bağlı ortaklığı tarafından yönetim kurulu kararıyla ortaklara yapılacak gönüllü pay alım teklifi suretiyle gerçekleştirilir. Bu amaç için yapılacak pay alım teklifinde ödenecek bedelin nakit olması zorunludur. Pay alım teklifine katılmak için talepte bulunulan payların sayısının pay alım teklifine konu pay sayısından fazla olması durumunda, satın alınacak payların belirlenmesi için yapılacak dağıtım pay sahipleri arasında eşitsizlik yaratmayacak şekilde oransal dağıtım yöntemine göre yapılır. Gönüllü pay alım teklifinde bulunmak üzere, geri alım programının uygulanmasına başlanması planlanan tarihten en geç iki ay öncesinde pay alım teklifi bilgi formunun onaylanması talebiyle Kurula başvurulur. Pay alım teklifi Ek-1'de yer alan bilgi formu kullanılarak yapılır.

(3) Pay alım teklifi bilgi formunda yer verilecek geri alım fiyatı, Kurulun ilgili düzenlemelerine göre hazırlanacak değerlendirme raporu ile tespit edilir. Geri alım programının onaylanmasına ilişkin yapılacak genel

kurul gündem ilanında, bu değerlendirme raporuna ulaşılabilecek yerler ve varsa internet sitesi hakkında bilgi verilir.

(4) Kurul düzenlemeleri uyarınca payları borsada işlem gören ortaklıkların altı aylık finansal tablolarının kamuya ilan tarihinden sonra gerçekleştirilecek geri alıma yönelik pay alım tekliflerinde; payları borsada işlem görmeyen ortaklık bağımsız denetime tabi ise, bağımsız denetçi tarafından incelemeye geçirilmiş altı aylık ara dönem finansal tabloların hazırlanması, ortaklık merkezinde incelemeye açık tutulması ve varsa ortaklık internet sitesinde ilanı ile özel durum açıklaması eki olarak Kurula iletilmesi zorunludur.

(5) Kurulca onaylanmış pay alım teklifi bilgi formu; en çok altı iş günü içinde ortaklık merkezinin bulunduğu yerde yayımlanan mahalli ve/veya ülke çapında yayımlanan veya dağıtılan en az bir gazetede ve varsa ortaklığın kendi internet sitesi ile Kurulun internet sitesinde ilan edilir.

(6) Payları borsada işlem görmeyen ortaklıkların genel kurul tarafından onaylanmış geri alım programında, bu Tebliğin 8 inci maddesinin birinci fıkrasının (a), (b), (c), (e), (f), (g), (ğ), (h) ve (i) bentlerinin yanı sıra aşağıdaki hususlara da yer verilir:

- a) Değerleme raporunun özeti,
- b) Geri alıma konu paylar için değerlendirme raporunda tespit edilen birim pay değerine yukarı ve aşağı yönde yüzde on marj uygulanmak suretiyle belirlenen alt ve üst fiyat limitleri,
- c) Payların alım-satımına konu olması durumunda, varsa son yıl ile son üç aydaki en yüksek ve en düşük fiyat bilgisi.

(7) Pay alım teklifine ilişkin bu Tebliğde düzenlenmeyen hallerde Kurulun ilgili düzenlemeleri kıyasen uygulanır.

Geri alım programının süresi

MADDE 7 – (1) Genel kurul tarafından onaylanmış geri alım programının süresi payları borsada işlem gören ortaklıklar için azamî üç yıl, payları borsada işlem görmeyen ortaklıklar için ise azamî bir yıldır. Geri alım programında herhangi bir süre belirtilmemiş olması durumunda azamî süre boyunca, süreli bir programın onaylanması durumunda ise ilgili süre boyunca söz konusu program yürürlükte olacaktır. Süreli geri alım programlarının bitmesini takiben yeni bir programın uygulanabilmesi için yeni bir genel kurul kararı alınması gereklidir.

(2) Birinci fıkrada belirlenen üç yıllık program süresi, amacı ortaklığın kendi veya bağlı ortaklarının çalışanlarına yönelik uygulayacağı pay edindirme planları olan geri alım programlarında beş yıla ve paya dönüştürülebilir veya pay ile değiştirilebilir sermaye piyasası aracı ihracında ilgili sermaye piyasası aracının vadesine kadar uzatılabilir.

Geri alım programının unsurları

MADDE 8 – (1) Yönetim kurulu tarafından hazırlanarak onay için genel kurula sunulacak geri alım programında aşağıdaki hususlara yer verilmesi zorunludur:

- a) Geri alımın amacı.
- b) Varsa geri alım programının uygulanacağı süre.
- c) Geri alıma konu azamî pay sayısı.
- ç) Geri alıma konu azamî pay sayısına ulaşılmasını takiben programın sonlandırılacağı.
- d) Geri alıma konu paylar için belirli bir göstergeye endeksenerek oransal veya sabit olarak belirlenen alt ve üst fiyat limitleri ile fiyatın düzeltilmesini gerektirecek işlemlerin gerçekleşmesi durumunda bu hususun nasıl dikkate alınacağı.
- e) Belirlenmişse program süresince geri alınan payların satış esasları.
- f) Geri alım için ayrılan fonun toplam tutarı ve kaynağı.
- g) Geri alınan ve halen elden çıkarılmamış olan payların sayısı ve sermayeye oranı ile varsa bir önceki programın sonuçları.
- ğ) Geri alım programının ortaklığın finansal durumu ve faaliyet sonuçları üzerindeki muhtemel etkilerine ilişkin açıklamalar.
- h) Program kapsamında varsa geri alımda bulunabilecek bağlı ortaklıklara ilişkin bilgiler.
- ı) Yıllık ve son üç aydaki en yüksek, en düşük ve ağırlıklı ortalama pay fiyatı bilgisi.
- i) Varsa ilişkili tarafların bu işlemde sağlayacağı faydalar.

ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

Sınırlamalar

Geri alınan paylara ilişkin işlem sınırları

MADDE 9 – (1) Ortaklıkların bu Tebliğ hükümleri çerçevesinde geri alınan paylarının nominal değeri, daha önceki alımlar dâhil ortaklıkların ödenmiş veya çıkarılmış sermayesinin yüzde onunu aşamaz. Geri alınan paylardan program süresince elden çıkarılanlar bu oranın hesaplanmasında indirim kalemi olarak dikkate alınmaz.

(2) Payları borsada işlem gören ortaklıkların geri alınan payları borsada işlem gören nitelikte olmalı ve geri alım işlemleri yalnızca borsanın ortaklık paylarının işlem gördüğü pazarda gerçekleştirilmelidir. Önceden Kurulun uygun görüşünün alınması koşuluyla, bu Tebliğin 6 ncı maddesinde düzenlenen pay alım teklifi suretiyle geri alım işlemi kıyasen payları borsada işlem gören ortaklıklar tarafından da uygulanabilir.

(3) Geri alınan payların toplam bedeli, Kurul düzenlemeleri çerçevesinde kâr dağıtımına konu edilebilecek kaynakların toplam tutarını aşamaz. Geri alım programı çerçevesinde gerçekleştirilecek geri alım işlemi öncesinde, Kurul düzenlemelerine uygun olarak hazırlanmış ve genel kurulda onaylanmış son yıllık finansal tablolar üzerinden söz konusu şarta uyum sağlanmasının temini yönetim kurulunun sorumluluğundadır.

Geri alım ve satım işlemlerinin yapılamayacağı haller

MADDE 10 – (1) Ortaklıkça açıklanması ertelenmiş içsel bilgiler olması durumunda, bu Tebliğ kapsamında herhangi bir geri alım veya satım işlemi yapılamaz.

(2) Esas sermaye sisteminde olan ortaklıklar tarafından sermaye artırımına ilişkin genel kurul kararı alındığı tarihten, kayıtlı sermaye sisteminde olan ortaklıklar tarafından ise sermaye artırımına ilişkin yönetim kurulu kararı alındığı tarihten sermaye artırım işlemlerinin tamamlandığı tarihe kadar, ortaklıklar ve/veya bağlı ortaklıkları tarafından bu Tebliğ kapsamında bir geri alım veya satım işlemi yapılamaz.

Kurulun sınırlama yetkisi ve ilk halka arzlardaki kısıtlar

MADDE 11 – (1) Bu Tebliğ hükümleri çerçevesinde genel kurul tarafından onaylanmış bir geri alım programının bulunması hâlinde bu program süresince veya bu Tebliğin 5 inci maddesinin dördüncü fıkrası uyarınca geri alım kararı alınması durumunda, ortaklığın yönetim kontrolünü elinde bulunduran ortakları veya bunlarla yakından ilişkili kişiler tarafından ortaklık paylarının borsada satış işlemi gerçekleştirilemez.

(2) Birinci fıkra hükmü saklı kalmak üzere, bu Tebliğin 12 nci maddesinin dördüncü fıkrası uyarınca açıklanan sürenin başlangıç ve bitiş tarihleri arasında veya bu Tebliğin 5 inci maddesinin dördüncü fıkrası uyarınca geri alım kararı alınması durumunda, ortaklıkta ve/veya bağlı ortaklıklarında Kurulun özel durumlara ilişkin düzenlemelerinde tanımlanan idari sorumluluğu bulunan kişiler ile bunlarla yakından ilişkili kişiler tarafından ortaklık paylarının borsada satış işlemi gerçekleştirilemez.

(3) Payların ilk halka arzında ortaklık ve/veya bağlı ortaklıkları tarafından bu Tebliğ hükümleri çerçevesinde pay satın alınmaz. Bu yasağa aykırı işlemler TTK'nın 388 inci maddesi hükümleri çerçevesinde ortaklığın kendi payını taahhüt etmesi sayılır.

DÖRDÜNCÜ BÖLÜM

Kamuyu Aydınlatma

Payları borsada işlem gören ortaklıkların geri alım işlemlerine ilişkin kamuyu aydınlatma yükümlülükleri

MADDE 12 – (1) Yönetim kurulu tarafından hazırlanan geri alım programı, ilan ve toplantı günleri hariç olmak üzere genel kurul toplantısı tarihinden en az üç hafta önce ortaklık tarafından yapılacak bir özel durum açıklaması ile kamuya duyurulur ve eşanlı olarak ortaklığın internet sitesinde yayımlanır.

(2) Onaya sunulmuş bir geri alım programında genel kurul tarafından herhangi bir değişiklik yapılması durumunda değiştirilmiş program, genel kurul tarihini izleyen ilk iş günü ortaklık tarafından yapılacak bir özel durum açıklaması ile kamuya duyurulur ve eşanlı olarak ortaklığın internet sitesinde yayımlanır.

(3) Bu Tebliğin 5 inci maddesinin ikinci fıkrası uyarınca alınacak yetkili organ kararlarının, ortaklığın bağlı ortaklığının halka açık olması hâlinde ortaklık ve/veya bağlı ortaklığı, halka açık olmaması hâlinde ise ortaklık tarafından kamuya açıklanması gereklidir.

(4) Program uyarınca geri alım işlemlerine başlanmadan iki iş günü önce, ortaklık ve/veya bağlı ortaklığı tarafından, geri alım yapılması planlanan dönemin başlangıç ve bitiş tarihleri, geri alım konu payların nominal tutarı ile sermayeye oranına ilişkin özel durum açıklaması yapılır.

(5) Her bir geri alım işlemi için ortaklık ve/veya bağlı ortaklığı tarafından; işlem tarihini izleyen iş günü seans başlamadan önce, işleme konu payların nominal tutarı, sermayeye oranı, işlem fiyatı, program çerçevesinde daha önce geri alınan payların nominal tutarı, varsa bu paylara bağlı imtiyazlar ve işlem tarihi hususlarını içeren bir özel durum açıklaması yapılır.

(6) Daha önceki alımlar dâhil, geri alınan payların elden çıkarılması durumunda ortaklık ve/veya bağlı ortaklığı tarafından; işlem tarihini izleyen iş günü seans başlamadan önce, işleme konu payların nominal tutarı, işlem fiyatı, sermayeye oranı, kalan payların sermaye oranı, gerçekleşen kazanç/kayıp tutarı, varsa bu paylara bağlı imtiyazlar ve işlem tarihi hususlarını içeren bir özel durum açıklaması yapılır.

(7) Ortaklık ve/veya bağlı ortaklığı tarafından; bu maddenin dördüncü fıkrası uyarınca açıklanan sürenin bitmesini, programın sona ermesini ve program kapsamında veya bu Tebliğin 5 inci maddesinin dördüncü fıkrası uyarınca planlanan geri alımların tamamlanmasını izleyen üç iş günü içerisinde geri alınan paylar için ödenmiş olan azamî ve ortalama bedel, geri alımın maliyeti ile kullanılan kaynak, geri alınan toplam pay sayısı ve bu payların sermayeye oranı kamuya açıklanır. Ortaklık ve/veya bağlı ortaklığı tarafından geri alınan payların program süresince elden çıkarılmış olması durumunda ek olarak aynı şekilde; elden çıkarılan payların toplam nominal tutarı, toplam kazanç/kayıp tutarı ile ortalama satış fiyatı, varsa alım satımına konu paylara bağlı imtiyazlar ve işlem tarihleri açıklanır. Geri alım programı çerçevesinde gerçekleştirilen işlemlerin özeti mahiyetindeki bu bilgiler ayrıca ilk genel kurulda ortakların bilgisine sunulur.

(8) Payları borsada işlem gören ortaklıkların yönetim kurulları tarafından yakın ve ciddi bir kayıptan kaçınmak amacıyla yapılacak geri alım işlemlerine ilişkin olarak;

a) Geri alım işlemlerine başlanmasından en az iki iş günü önce ortaklık tarafından yapılacak bir özel durum açıklaması ile geri alım yapılacağı hususu, söz konusu geri alımın amacı, geri alıma konu pay miktarı ve ödenecek azamî tutar kamuya duyurulur.

b) Geri alımlar kapsamında ve geri alımların tamamlanması üzerine gerekli özel durum açıklamaları yapılır.

c) Yönetim kurulu tarafından ayrıca, geri alımın amacı, kullanılan kaynak ile geri alımların özeti mahiyetindeki yedinci fıkrada belirtilen bilgiler ilk genel kurulda ortakların bilgisine sunulur.

(9) Ortaklıklar ve/veya bağlı ortaklıkları, bu Tebliğ kapsamında yapacakları özel durum açıklamalarına ilişkin olarak bu Tebliğde hüküm bulunmayan hallerde Kurulun özel durumlara ilişkin düzenlemelerine uymakla yükümlüdür.

Payları borsada işlem görmeyen ortaklıkların geri alım işlemlerine ilişkin kamuyu aydınlatma yükümlülükleri

MADDE 13 – (1) 12 nci maddenin birinci, ikinci, üçüncü ve dokuzuncu fıkralarına ek olarak;

a) Genel kurulca onaylanan bir geri alım programı çerçevesinde Kurula gönüllü pay alım teklifi yapmak üzere başvuruda bulunulması durumunda konu hakkında bir özel durum açıklaması yapılır.

b) Gönüllü pay alım teklifi süresinin bitiminde, pay alım teklifi süresince geri alınan payların toplam nominal değeri ile geri alım için ödenen toplam tutar ve pay alım teklifine karşılık veren toplam pay sahibi sayısı bir özel durum açıklamasıyla kamuya duyurulur. Açıklamada, gönüllü pay alım teklifi sonrasında oluşan ortaklık yapısına ve yönetim kontrolü durumuna da yer verilir.

BEŞİNCİ BÖLÜM

Bilgi Suistimali veya Piyasa Dolandırıcılığı Sayılmayan Haller ve İşlem Esasları

Bilgi suistimali veya piyasa dolandırıcılığı sayılmayan haller

MADDE 14 – (1) Payları borsada işlem gören ortaklıklar ve bağlı ortaklıkları, bu Tebliğ hükümlerine uygun olarak gerçekleştirecekleri geri alım işlemlerini aşağıdaki şartların tamamına uymak suretiyle gerçekleştirmeleri durumunda Kanunun 108 inci maddesinin birinci fıkrasının (b) bendindeki istisnadan yararlanırlar:

a) Genel kurulca onaylanmış bir geri alım programı çerçevesinde geri alım yapılması,

b) Sadece ödenmiş veya çıkarılmış sermayenin azaltılması, paya dönüştürülebilir veya pay ile değiştirilebilir sermaye piyasası araçları ihracı veya çalışanlara yönelik pay edindirme programları neticesinde doğan yükümlülüklerin yerine getirilmesi amacıyla geri alım yapılması,

c) Geri alım programı süresi boyunca paylara ilişkin herhangi bir satış işlemi gerçekleştirilmemesi.

(2) Bu Tebliğ hükümleri çerçevesinde gerçekleştirilen işlemlerden birinci fıkradaki esaslara uyulmadan gerçekleştirilenler, Kanunun 101, 106 ve 107 nci maddeleri kapsamında incelemeye tabi olup; söz konusu maddelere aykırılık tespit edilmesi durumunda sorumlular hakkında gerekli yaptırımlar uygulanır.

İşlem esasları

MADDE 15 – (1) Payları borsada işlem gören ortaklıklar ve/veya bağlı ortaklıkları tarafından bu Tebliğ çerçevesinde gerçekleştirilecek tüm geri alım işlemlerinde borsa tarafından belirlenen işlem kurallarına ek olarak aşağıdaki kurallara uyulması zorunludur:

- a) Birinci seansın açılış seansı ve son 15 dakikası ile ikinci seansın açılış ve kapanış seansları içinde, geri alım programı dâhilinde emir verilemez ve işlem gerçekleştirilemez.
- b) Geri alım için verilen fiyat emri, mevcut fiyat tekliflerinden veya en son gerçekleşen satış fiyatından daha yüksek olamaz.
- c) Ortaklık ve/veya bağlı ortaklıkları tarafından bir günde geri alımı yapılabilecek toplam pay miktarı, payların işlem gününden önceki 20 günlük işlem miktarı ortalamasının yüzde yirmi beşini geçemez.
- ç) Program kapsamındaki bir geri alım işleminin türev araçlar aracılığıyla yapılması durumunda; söz konusu türev araçların kullanım fiyatı, mevcut bağımsız fiyat tekliflerinden veya en son gerçekleşen bağımsız satış fiyatından daha yüksek olamaz.
- d) Likiditenin düşük olduğu paylarda (c) bendinde belirtilen limit, Kuruldan önceden onay alınması ve gerekli özel durum açıklamalarının yapılması şartıyla yüzde elliye kadar yükseltilebilir. Likiditenin düşük olduğu paylara ilişkin belirleme Kurul tarafından yapılır.

ALTINCI BÖLÜM

Çeşitli ve Son Hükümler

İstisnalar

MADDE 16 – (1) Ortaklık paylarının;

- a) Ödenmiş veya çıkarılmış sermayenin azaltılması çerçevesinde,
- b) Külli halefiyet kuralının gereği olarak,
- c) Bir kanuni satın alma yükümlülüğü nedeniyle,
- ç) Karşılıksız olarak,
- d) Azınlık haklarının korunmasına yönelik olarak alınmış bir Kurul veya mahkeme kararı neticesinde,
- e) Cebri icradan veya mahkeme kararı ile ortaklığın alacağının tahsili amacına yönelik olarak,
- f) Kurulun ilgili düzenlemeleri uyarınca ayrılma veya ortaklıktan çıkarma/satma hakkının kullandırılması nedeniyle

elde edilmesi durumlarında ortaklıklar veya bağlı ortaklıkları, bu Tebliğin 5 ve 6 ncı maddelerindeki yetkilendirme esasları ile 9 uncu maddesinde yer verilen sınırlamalara tabi olmazlar.

(2) Sabit sermayeli menkul kıymet yatırım ortaklıklarının geri alımda bulunmaları durumunda ise; bu Tebliğin 5 ve 6 ncı maddelerindeki yetkilendirme esasları ile 9 uncu maddesinin birinci fıkrasındaki sınırlama uygulanmaz. Sabit sermayeli menkul kıymet yatırım ortaklıklarının daha önceki alımlar dâhil geri alınan paylarının nominal değeri, ödenmiş veya çıkarılmış sermayelerinin yüzde yirmisini ve fiili dolaşımdaki pay oranının yüzde otuzunu aşamaz.

Aracı kurumların işlemlerinde istisna

MADDE 17 – (1) Yürürlükte bulunan bir geri alım programı olan halka açık aracı kurumların; program kapsamındaki alım satım kararları dâhil doğrudan ve/veya dolaylı olarak işsel bilgilerine erişimi olan personel ile aracı kurumun paylarında müşteri adına işlem yapma yetkisi olan personeli arasında bilgi akışının önlenmesine dair gerekli tedbirlerin alınmış olması kaydıyla, müşterileri hesabına kendi payları üzerinde yapacağı işlemler bu Tebliğin 10 uncu maddesinin birinci fıkrasından muaftır.

(2) Ortaklık yönetim kurulunun, bu Tebliğin 5 inci maddesinin birinci fıkrasındaki yetkiyi doğrudan veya dolaylı olarak sermaye veya yönetim olarak ortaklıkla ilişkisi bulunmayan geniş yetkili bir aracı kuruma devretmesi ve aracı kurumun geri alım programı kapsamındaki alım satım kararlarını tamamen ortaklıktan bağımsız olarak ve ortaklıktan etkilenmeksizin alması şartıyla, ortaklık bu Tebliğin 10 uncu maddesinin birinci fıkrasından muaftır.

Geri alınan paylara ilişkin haklar

MADDE 18 – (1) Geri alınan paylar ortaklıkların genel kurullarında toplantı nisabının hesaplanmasında dikkate alınmaz.

(2) Ortaklıkların geri alınan paylardan kaynaklanan bedelsiz paylara ilişkin hakları saklıdır. Ortaklıkların elde ettikleri bedelsiz paylar dâhil geri alınan payları, kar payı ve yeni pay alma hakkı hariç hiçbir pay sahipliği hakkı vermez. Geri alınan paylara ilişkin yeni pay alma hakları, pazar açılması koşuluyla süresi içerisinde ortaklık tarafından ilgili pazarda satılır. Satılmayan yeni pay alma hakları nedeniyle kalan payların satış süreci ilgili düzenlemeler uyarınca gerçekleştirilir. Bağlı ortaklıkların satın aldığı ana ortaklığın paylarına ait oy hakları ile buna bağlı diğer haklar kendiliğinden donar.

(3) Hakların donması hali, ancak payların ortaklığın veya bağlı ortaklığının elinde bulunduğu süreyle sınırlıdır. Bu payların üçüncü kişilere devri ile birlikte ortaklık hakları kendiliğinden doğar.

Geri alınan payların elden çıkarılması ve itfası

MADDE 19 – (1) Geri alınan paylar ile bu paylar nedeniyle edinilmiş bedelsiz paylar bu Tebliğin 9 uncu maddesinin birinci ve üçüncü fıkrasındaki şartlara uymak şartıyla süresiz olarak elde tutulabilir.

(2) Bu Tebliğ hükümlerine aykırı olarak geri alınan paylar, geri alım tarihinden itibaren en geç bir yıl içinde elden çıkarılır. Bu süre boyunca satılmayan paylar sermaye azaltımı suretiyle itfa edilir.

(3) Bu Tebliğin 16 ncı maddesinin birinci fıkrasının (a) bendi hariç olmak üzere geri alınan payların ortaklığın ödenmiş veya çıkarılmış sermayesinin yüzde onunu aşan kısmı, herhangi bir kayba yol açmadan devirleri mümkün olur olmaz ve her halükarda elde edilmelerinden itibaren üç yıl içinde elden çıkarılır. Bu süre zarfında elden çıkarılmayan paylar sermaye azaltımı suretiyle derhal itfa edilir.

(4) Geri alımda bulunan sabit sermayeli menkul kıymet yatırım ortaklıkları, bu Tebliğin 16 ncı maddesinin ikinci fıkrasındaki şartlara uymak kaydıyla geri alınan payları süresiz olarak elde tutabilir.

(5) Payları borsada işlem görmeyen ortaklıklar tarafından bir geri alım programı çerçevesinde geri alınan paylar ancak programın tamamlanmasını takiben elden çıkarılabilir. Bu ortaklıklar, geri alınan payların satışını sadece ikincil halka arz veya yeni pay alma hakkı kullanılmasına ilişkin usullere uymak suretiyle yapabilir. Geri alınan paylar nedeniyle edinilmiş bedelsiz payların satışında da aynı koşullar aranır. Bu işlemlerin gerçekleştirilmesinden önce Kurula başvuru yapılması zorunludur.

(6) Payları borsada işlem gören ortaklıklar, geri alınan paylarını bu Tebliğin 12 nci maddesinin dördüncü fıkrası uyarınca açıklanan süre hariç olmak üzere ilgili geri alım programı süresince veya program sona erdikten sonra borsada satış yoluyla elden çıkarabilir. Geri alınan paylara ilişkin borsanın toptan satışlar pazarında gerçekleştirilen satış işlemleri de borsada satış olarak kabul edilir. Bu pazarda yapılacak üçüncü kişilere pay satışları ilgili pazardaki marjlar dâhilinde gerçekleştirilir. İlişkili kişilere pay satışında fiyat, borsanın toptan satışlar pazarı düzenlemeleri uyarınca belirlenecek baz fiyattan aşağı olamaz. Geri alınan paylar nedeniyle edinilmiş bedelsiz paylar için de aynı esaslar uygulanır.

(7) Geri alınan payların satışının bağlı ortaklıklar arasında olması durumunda, finansal durum ile yönetim yapısına bir etkisi olmaması ve öncesinde Kurul onayının alınması koşuluyla borsada satış sınırlandırmasına uyulmayabilir.

(8) Geri alım programının amaçları çerçevesinde, ortaklık ve/veya bağlı ortaklığının çalışanlarına yönelik pay edindirme programları ve paya dönüştürülebilir veya pay ile değiştirilebilir sermaye piyasası araçları ile payların değiştirilmesi veya paya dönüştürülmesi durumunda, beşinci fıkradaki koşullar ve altıncı fıkradaki borsada satışa ilişkin kısıtlamalar uygulanmaz.

(9) Geri alınan paylar Kurulun fon çıkışı gerektirmeyen sermaye azaltımı usullerine göre itfa edilir.

Geri alınan payların muhasebeleştirilmesi

MADDE 20 – (1) Geri alınan payların muhasebeleştirilmesinde Kurulun finansal raporlamaya ilişkin düzenlemeleri ile TMS/TFRS'ler esas alınır.

(2) Geri alınan payların geri alım bedeli kadar yedek akçe ayrılarak öz kaynaklar altında kısıtlanmış yedek olarak sınıflandırılır. Geri alınan payların ve söz konusu yedek akçelerin finansal tablolarda gösterimi Kurul tarafından ilan edilen formatlar uyarınca yapılır. Bu fıkra kapsamında ayrılan yedekler, geri alınan paylar satıldıkları veya itfa edildikleri takdirde geri alım değerlerini karşılayan tutarda serbest bırakılır.

Ortaklıkların kendi paylarını rehin olarak kabul etmesi

MADDE 21 – (1) Ortaklıkların kendi paylarını rehin olarak kabul etmesi işlemlerinde; bu Tebliğin 2 nci maddesi, 5 inci maddesi, 6 ncı maddesinin birinci fıkrası, 7 inci maddesi, 8 inci maddesi, 9 uncu maddesinin birinci ve üçüncü fıkraları ile 10, 11, 12, 13, 16, 18, 19 ve 20 nci maddeleri kıyasen uygulanır. Ancak mülkiyetin rehin verende kaldığı rehin sözleşmelerinde bu Tebliğin 18 inci maddesi hükümleri uygulanmaz.

Sorumluluk

MADDE 22 – (1) Ortaklıkların bu Tebliğ kapsamında gerçekleştirecekleri işlemlerden ortaklıkların yönetim kurulu üyeleri sorumludur.

Geçiş hükümleri

GEÇİCİ MADDE 1 – (1) Yürürlük tarihi itibarıyla geçerli olan geri alım programlarının bu Tebliğe aykırı olan hükümleri uygulanamaz. Bu programlar, ortaklık tarafından yapılacak ilk genel kurul toplantısında bu Tebliğ hükümlerine uyumlu hale getirilir.

(2) Tebliğin yürürlük tarihi itibarıyla bu Tebliğin 9 uncu maddesinin birinci fıkrasında yer verilen sınırları aşmış olan ortaklıklar için, bu Tebliğin 19 uncu maddesinin ikinci fıkrasındaki süre bu Tebliğin yürürlük tarihi itibarıyla başlar.

Yürürlük

MADDE 23 – (1) Bu Tebliğ yayımı tarihinde yürürlüğe girer.

Yürütme**MADDE 24** – (1) Bu Tebliğ hükümlerini Kurul yürütür.**EK/1**

..... A.Ş.'NİN
PAY ALIM TEKLİFİ YOLUYLA PAYLARIN GERİ ALINMASINA
İLİŞKİN BİLGİ FORMU

Bilgi formunun Sermaye Piyasası Kurulu tarafından onaylanması, bu belgelerde yer alan bilgilerin doğru olduğunun Kurul veya kamuca tekeffülü anlamına gelmez ve reklam amacıyla kullanılamaz. Bu bilgi formunun onaylanması, Sermaye Piyasası Kurulu tarafından yapılmış bir tavsiye olarak kabul edilemez.

1. Pay Alım Teklifi Suretiyle Geri Alım Yapacak Ortaklığa İlişkin Bilgiler:

- a) Ticaret Unvanı:
- b) Ticaret Sicil Müdürlüğü ve Numarası:
- c) Adresi:
- ç) Tel:
- d) Faks:
- e) Varsa İnternet Sitesi / Diğer iletişim bilgileri:
- f) Ortaklık yapısına ilişkin bilgi:

Son durum itibarıyla ortaklık yapısı			
Adı Soyadı / Ticaret Unvanı	Sermaye Tutarı (TL)	Sermaye Tutarı (Adet)	Sermaye Oranı (%)
Toplam			

(*)Varsa imtiyazlı paylar ve bunların sahipliği hakkında da bilgi sunulacaktır.

- g) Yönetim kurulu üyelerine ilişkin bilgi:

Son durum itibarıyla yönetim kurulu üyelerine ilişkin bilgi			
Adı Soyadı / Ticaret Unvanı	Görevi	Varsa Doğrudan veya Dolaylı Olarak Ortaklık Sermayesinde Sahip Olduğu	
		Pay Tutarı (TL)	Oranı(%)

Geri alım bağlı ortaklık tarafından yapılacaksa, bu bölümdeki bilgilerin ayrı bir başlık altında ayrıca bağlı ortaklık için de sunulması gerekmektedir.

2. Genel Kurul Tarafından Onaylanan Geri Alım Programına İlişkin Bilgi:

Genel kurul tarafından onaylanan geri alım programının detayları hakkında bu bölümde bilgi sunulur.

3. Geri Alıma Konu Paylara İlişkin Bilgi:

- a) Adedi-Nominal değeri:
- b) Tutarı:
- c) Nama veya hamiline yazılı olmaları:
- ç) İmtiyazlı olup olmadığı ve imtiyazlı ise imtiyazın niteliği:
- d) Mevcut sermayeye oranı:
- e) Kurul düzenlemeleri çerçevesinde kar dağıtımına konu edilebilecek kaynakların toplamı ile geri alıma konu payların bedellerinin karşılaştırılmasına ilişkin bilgi:

4. Geri Alım Fiyatına İlişkin Bilgi:

Bu bölümde öncelikle değerlendirme raporuna ortakların ulaşabileceği yerler / internet sitesi hakkında bilgi verilir.

- a) 1 TL nominal değerli pay için teklif edilen geri alım fiyatı:
- b) Fiyatın belirlenmesinde kullanılan değerlendirme raporuna ilişkin bilgiler:
- c) Bedelin ödenme şekli: Nakit

5. Varsa Geri Alım İşlemine Aracılık Yapacak Yatırım Kuruluşuna İlişkin Bilgi:

- a) Ticaret Unvanı:
- b) Adresi:
- c) Tel:
- ç) Faks:
- d) Diğer iletişim bilgileri:
- e) Alınacak ücret, komisyon ya da diğer menfaatler:

6. Pay Alım Teklifi Suretiyle Geri Alım İşlemlerinde Uygulanacak İşlem ve Prosedürler

7. Geri Alımın Başlangıç ve Bitiş Tarihleri:

Başlangıç tarihi ve saati:

Bitiş tarihi ve saati:

Geri alımın kaç gün süreyle açık kalacağı:

("Pay alım teklifi, başlangıç tarihini takiben [.....] gün içerisinde bitecektir.")

8. Diğer Hususlar:

Ortaklık tarafından ara dönem finansal tablolar hazırlandı ise, bu tablolara ortakların ulaşabileceği yerler veya ilan edildikleri internet sitesi hakkında bilgiye burada yer verilir.

Bunun dışında ortaklık yönetimi tarafından ortakların geri alım programına katılım kararını etkileyebileceği düşünülen diğer hususlar veya bilgiler ile ilgili rapor vb. dokümanlara erişebilecek yerler hakkında da bu bölümde bilgi verilir.

Kurulun bilgi formuna eklenmesini uygun gördüğü hususlara da bu bölümde yer verilir.

ÖZGEÇMİŞ

Kişisel Bilgiler

Adı Soyadı : Burak PİRGAİP

Doğum Yeri ve Tarihi : Konya, 1.8.1979

Eğitim Durumu

Lisans Öğrenimi : Orta Doğu Teknik Üniversitesi İktisadî ve İdarî Bilimler Fakültesi İşletme Bölümü

Yüksek Lisans Öğrenimi : Gazi Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü İşletme Ana Bilim Dalı Muhasebe-Finansman Bilim Dalı

Bildiği Yabancı Diller : İngilizce, İtalyanca, Almanca

Bilimsel Faaliyetleri :

- 1- Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları İçin Bir Finansman Önerisi: Kira Sertifikaları, Sermaye Piyasası Dergisi, Ocak-Mart, Sayı: 9, sf. 69-73, 2012.
- 2- Konut Finansmanı Sisteminde Yeni Bir Ürün:İpotekli Emeklilik Kredileri (Reverse Mortgage), Sermaye Piyasası Dergisi, Nisan-Haziran, Sayı: 6, sf. 40-44, 2011.
- 3- Yatırım Ortaklıklarının Kendi Paylarını Geri Satın Alması İşlemlerinin Muhasebeleştirilmesi, Makale, Sermaye Piyasası Dergisi, Ocak-Mart, Sayı: 1, sf. 47-53, 2010.
- 4- Uluslararası Finansal Raporlama Standartlarının Türk Sermaye Piyasasının Şeffaflık Seviyesine Etkisi ve Ampirik Bir Çalışma, Yayımlanmamış Yüksek Lisans Tezi, 2008.
- 5- Konut Finansmanı Sisteminde Menkul Kıymetleştirme İşlemlerine İlişkin Temel Muhasebe Esasları, Makale, Atatürk'ün 125. Doğum Yılına Armağan, Cilt 2, SPK Yayınları, sf. 509-539, 2007.
- 6- Parmalat Olayının Gösterdikleri: IOSCO Tarafından Benimsenen Yol Haritası ve SPK, Yayımlanmamış SPK Araştırma Raporu, 2005.

- 7- Sermaye Piyasası Mevzuatına Göre Enflasyon Düzeltmesi Uygulamasında Geçmiş Yıl Zararlarının Yeri, Makale, Yaklaşım Dergisi, Sayı: 151, sf. 34-38, 2005.
- 8- Sermaye Piyasasında Bağımsız Denetim Standartlarının Uluslararası Denetim Standartları İle Harmonizasyonu, SPK Yeterlik Etütü, www.spk.gov.tr, 2004.
- 9- Türk Sermaye Piyasasında Uluslararası Muhasebe Standartlarına Uyum, Makale, SPK Meslek Personeli Derneği Dergisi, 2003.

İş Deneyimi

Stajlar : Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası (1999)

Projeler : -

Çalıştığı Kurumlar : Sermaye Piyasası Kurulu (2001 – Devam)

İletişim

E-Posta Adresi : burak.pirgaip@spk.gov.tr

Tarih : 21.10.2014