

T.C.
KADİR HAS ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ
FİNANS ve BANKACILIK ANABİLİM DALI

**HİSSE SENEDİ GERİ ALIMININ NEDENLERİ, TÜRLERİ,
FİYATLARA OLAN ETKİSİ, MUHASEBELEŞTİRİLMESİ ve
VERGİLENDİRİLMESİ**

Doktora Tezi

KEREM GÜNAY

İstanbul, 2012
T.C.
KADİR HAS ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ
FİNANS ve BANKACILIK ANABİLİM DALI

**HİSSE SENEDİ GERİ ALIMININ NEDENLERİ, TÜRLERİ,
FİYATLARA OLAN ETKİSİ, MUHASEBELEŞTİRİLMESİ ve
VERGİLENDİRİLMESİ**

Doktora Tezi

KEREM GÜNAY

Danışman: PROF.DR.GÜRBÜZ GÖKÇEN

İstanbul, 2012

İÇİNDEKİLER

	Sayfa No.
ÖZET	iii
ABSTRACT	v
TABLO LİSTESİ	vii
ŞEKİL LİSTESİ	viii
KISALTMALAR	ix
0.GİRİŞ	
1. TEMEL KAVRAMLAR	
1.1 Ortaklık Kavramının Doğuşu.....	5
1.1.1 Ortaklıklara Ekonomik Yaklaşım.....	5
1.1.1.1 İşlem Maliyetleri ve Belirsizlik Teorisi.....	6
1.1.1.2 Sahiplik ve Kontrolün Ayrışması.....	7
1.1.1.3 Sözleşmeler Bütünü Teorisi.....	9
1.1.2 Ortaklıklara Hukuki Yaklaşım.....	10
1.1.2.1 İmtiyaz Teorisi.....	11
1.1.2.2 Toplam Teorisi.....	11
1.1.2.3 Tüzel Kişilik Teorisi.....	11
1.1.3 Sınırlı Sorumluluk ve Anonim Ortaklığın Doğuşu.....	12
1.2 Anonim Ortaklığın Temel Unsurları.....	14
1.3 Pay Kavramı.....	16
1.3.1 Payın Değişik Anlamları.....	16
1.3.1.1 Esas ve Çıkarılmış Sermayenin Bir Bölümü...	16
1.3.1.2 Hak ve Borçların Bir Bütünü.....	17
1.3.1.3 Pay (Hisse) Senedi.....	18
1.4 Anonim Ortaklığın Paylarını Geri Alması.....	19
1.4.1 Eski TTK Hükümleri.....	19
1.4.2 Yeni TTK Hükümleri.....	22
1.4.2.1 Yetkilendirme.....	23
1.4.2.2 Yedek Akçe Ayrılması.....	23
1.4.2.3 Pay Bedellerinin Ödenmesi.....	25
1.4.2.4 Ortaklığın Tek Pay Sahibi Olması.....	25
1.4.3 SerPK Hükümleri.....	25
1.4.4 Avrupa Birliği Direktifi ve Çeşitli Ülke Uygulamaları..	26
1.4.4.1 İspanya.....	27
1.4.4.2 Japonya.....	27
1.4.4.3 İngiltere.....	28
1.4.4.4 Fransa.....	29
1.4.4.5 Almanya.....	29
1.4.4.6 Kanada.....	30
1.4.4.7 İtalya.....	30
1.4.4.8 Hollanda.....	31
1.4.4.9 İsviçre.....	31

1.4.5 ABD SerPK Uygulaması.....	31
---------------------------------	----

2. HİSSE SENEDİ GERİ ALIMININ NEDENLERİ, TÜRLERİ ve HİSSE SENEDİ FİYATLARINA ETKİSİ

2.1 Hisse Senedi Geri Alımının Nedenleri.....	36
2.1.1 Ekonomik Nedenler.....	36
2.1.1.1 Atıl Nakit Değerlerin Dağıtımı.....	36
2.1.1.1.1 Esneklik Hipotezi.....	36
2.1.1.1.2 İkame Hipotezi.....	39
2.1.1.2 Sermaye Yapısını Değiştirmek.....	39
2.1.1.3 Hisse Başına Kazancı Artırmak.....	40
2.1.1.3.1 Hisse Başına Kazanç ve Pay Geri Alımı	42
2.1.1.4 Alternatif Bir Yatırım Aracı.....	44
2.1.1.5 Pay Değeri ile ilgili Sinyal Göndermek.....	45
2.1.1.5.1 Ampirik Çalışmalar.....	46
2.1.2 Ekonomik Olmayan Nedenler.....	47
2.1.2.1 Satın Almaya Karşı Savunma.....	47
2.1.2.1.1 Genel Savunma.....	48
2.1.2.1.2 Özel Savunma.....	49
2.1.2.2 Hisse Senedi Opsiyon Yükümlülüğü.....	49
2.1.2.2.1 Opsiyon Fonlama Hipotezi.....	50
2.1.2.2.2 İkame Hipotezi.....	51
2.2 Hisse Senedi Geri Alımının Türleri.....	52
2.2.1 Sabit Fiyat Geri Alım İhalesi.....	52
2.2.2 Hollanda Tipi Geri Alım ihalesi.....	53
2.2.3 Açık Piyasa Geri Alımı.....	54
2.2.4 Özey veya Hedeflenmiş Geri Alım.....	55
2.2.5 Türev Araçlar Kullanmak Sureti ile Geri Alım.....	55
2.3 Hisse Senedi Geri Alım Nedenleri ve Türlerinin Karşılaştırılması	57
2.4 Hisse Senedi Geri Alımının Hisse Senedi Fiyatlarına Etkisi....	59
2.4.1 Hisse Senedi Fiyatları ve Değerleme İlişkisi.....	61
2.4.2 İndirgenmiş Nakit Akımı Modeli.....	63
2.4.2.1 Beklenen Getiri (Sermaye Maliyeti) ve Risk....	63
2.4.2.1.1 CAPM Yaklaşımı.....	64
2.4.2.1.2 Arbitraj Fiyatlama Modeli.....	66
2.4.2.2 Yabancı Kaynakların Maliyeti.....	67
2.4.2.3 Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti.....	67
2.4.3 Hisse Senedi Fiyatları ve Bilgi İlişkisi.....	68
2.4.4 Hisse Senedi Fiyatları ve Yatırımcı Davranışları.....	70
2.4.5 Hisse Senedi Fiyatları ve Hisse Senedi Geri Alımı İlişkisi.	72
2.4.5.1 Sinyal Teorisi.....	72
2.4.5.2 Reel Opsiyon Hipotezi.....	75
2.4.5.3 Nakit Akışı Maliyeti ve Risk Seviyesinde Değişim.	76
2.4.5.4 Vergi Avantajı Etkisi.....	77
2.4.5.5 Sermaye Yapısının Değiştirilmesi.....	78

3.HİSSE SENEDİ GERİ ALIMININ FİYATLAR ÜZERİNDEKİ ETKİSİNE İLİŞKİN AMPİRİK ÇALIŞMA

3.1 Veri Setinin Hazırlanması.....	80
3.2 Veri Setinin İstatistikî Analizi.....	84
3.2.1 T-Testi Kullanılarak Hipotez Testinin Yapılması.....	86
3.2.2 Wilcoxon Rank Sum Testi Kullanılarak Hipotez Testinin Yapılması.....	89
3.3 İstatistikî Analizin Değerlendirilmesi.....	93

4. HİSSE SENEDİ GERİ ALIMLARININ MUHASEBELEŞTİRİLMESİ, VERGİLENDİRİLMESİ ve ÖNERİLER

4.1 Muhasebeleştirme Yöntemleri.....	95
4.1.1 Muhasebe Yöntemine Tarihsel Bir Bakış.....	95
4.1.1.1 43 Numaralı Bülten.....	96
4.1.1.2 APB 6 Numaralı Görüş.....	97
4.1.1.3 FASB 85-6 Teknik Bülten.....	98
4.1.2 Uluslararası Finansal Raporlama Standartları (UFRS)...	99
4.1.3 Türkiye Muhasebe Standartları.....	99
4.1.4 Muhasebeleştirme Yöntemi.....	101
4.1.4.1 Maliyet Yöntemi.....	101
4.1.4.2 İtibari Değer Yöntemi.....	103
4.1.5 Geri Alınan Hisse Senetlerinin Bilançoda Gösterimi.....	105
4.2 Vergileme Yöntemleri ve Ülke Örnekleri.....	112
4.2.1 Literatür Taraması.....	113
4.2.2 Kar Payı Modelleri.....	115
4.2.2.1 Çifte Vergileme ve Farklı Vergileme Sistemleri.	118
4.2.2.1.1 Klasik Sistem.....	119
4.2.2.1.2 Bütünleştirici Sistemler.....	120
4.2.2.2 Hisse Senedi Geri Alımının Kar Payı Olarak Değerlendirilmesi.....	123
4.2.3 Değer Artış Kazancı Modelleri.....	124
4.2.3.1 Değer Artış Kazancının Özellikleri.....	125
4.2.3.2 Hisse Senedi Geri Alımının Değer Artış Kazancı Olarak Değerlendirilmesi.....	127
4.2.4 Ülke Örnekleri.....	128
4.2.4.1 Belçika.....	128
4.2.4.2 Bulgaristan.....	129
4.2.4.3 Avusturalya.....	129
4.2.4.4 Almanya.....	130
4.2.4.5 Estonya.....	130
4.2.4.6 Finlandiya.....	131
4.2.4.7 Fransa.....	131
4.2.4.8 Hollanda.....	132
4.2.4.9 İrlanda.....	133

4.2.4.10 İngiltere.....	134
4.2.4.11 İspanya.....	135
4.2.4.12 İsveç.....	136
4.2.4.13 İsviçre, İtalya, Malta, Portekiz, Sırbistan Macaristan.....	136
4.2.4.14 ABD.....	136
4.3 Hukuki Açısından Öneriler.....	138
4.4 Muhasebeleştirme Açısından Öneriler.....	139
4.4.1 Kullanılacak Hesaplar.....	139
4.4.2 Muhasebeleştirme Yöntemleri.....	142
4.4.3 Tekrar satış işleminde kullanılacak hesaplar.....	142
4.4.4 Yedeklerin muhasebeleştirilmesi.....	143
4.4.5 Program bazında muhasebeleştirilme.....	144
4.4.6 Örnek Çalışmalar.....	144
4.5 Vergileme Açısından Öneriler.....	148
5. SONUÇ.....	151

KAYNAKÇA

GENEL BİLGİLER

Anahtar Kelimeler : Hisse Senedi Geri Alımı, Türk Ticaret Kanunu, Açık Piyasa Geri Alımı

ÖZET

HİSSE SENEDİ GERİ ALIMININ NEDENLERİ, TÜRLERİ, FİYATLARA OLAN ETKİSİ, MUHASEBELEŞTİRİLMESİ ve VERGİLENDİRİLMESİ

Bu çalışmada, yakın bir gelecekte uygulamaya girecek hisse senedi geri alımı işlemlerinin nedenleri ve türleri açıklanarak bu işlem ile hisse senedi fiyat performansı arasında pozitif bir ilişki olup olmadığı tespit edilmeye çalışılmıştır. Hisse senedi geri alımı ile piyasadaki fiyat performansı arasında olumlu bir ilişki bulunduğu literatürde çeşitli çalışmalar ile tespit edilmiştir. Bu çalışmalarda hisse senedini geri alan firmaların piyasa fiyatlarında normalin üzerinde bir getiriye sahip olduğu belirtilerek bunun en önemli nedeni olarak geri alım işlemi ile piyasalara ‘sinyal’ gönderilmesi gösterilmiştir.

Çalışmada hisse senedi geri alımının sebepleri üzerinde durulmuş ve bu sebeplerin arasında başlıca ekonomik gayelerin olduğu gözlemlenmiştir. Ekonomik gayeler arasında şirketlerde yer alan atıl nakit değerlerin ortaklara dağıtılması, sermaye yapısının değiştirilerek şirketin istenen borç-sermaye oranına sahip olması, dolaşımda yer alan hisselerin birim başına düşen kazancının artırılması ve piyasalara şirketin durumu ile ilgili sinyallerin verilmesi sayılmıştır. Ekonomik olmayan nedenler arasında ise şirketlerin kendini olası satınalmalara karşı savunması, ortaklar arasında servet transferi yapılması ve çalışanlar ile yöneticilere verilen hisse senedi opsiyon yükümlülüklerin yerine getirilmesi yer almaktadır. Hisse senedi geri alımlarının türleri arasında ise açık piyasa geri alım programları, sabit fiyat ihaleleri, Hollanda tipi ihaleler ve özel geri alımlar yer almaktadır.

Hisse senedi geri alımlarının hisse senedini geri alan şirket tarafından ne şekilde muhasebeleştirileceği de çalışmada analiz edilmiştir. Uluslararası muhasebe

uygulamaları ve Türkiye’deki uygulamalarda genel olarak hisse senedi geri alımı yapan şirketin özkaynaklarında bir azalma olması gerektiği ve muhasebe işleminin buna göre yapılması gerektiği düzenlenmiştir. Hisse senedi geri alım işleminin ne şekilde vergilendirilmesi gerektiğinin tespiti için çeşitli ülke uygulamaları incelenmiş ve ülkelerde farklı uygulamaların olduğu gözlemlenmiştir. Hisse senedinin geri alımı ortaklar açısından kimi uygulamalarda ‘değer artış kazancı’ olarak tanımlanmışken kimi uygulamalarda ‘temettü kazancı’ olarak tanımlanmıştır. Türkiye’de henüz bu işlemlerin vergisel durumu netleştirilmemiştir.

Çalışmada ayrıca hipotez testi yolu ile hisse senedini geri alan firmalar ile almayan firmaların belirli vadelerdeli hisse senedi getirileri arasında istatistiki olarak anlamlı bir fark olup olmadığı tespit edilmeye çalışılmıştır. Türkiye’de henüz uygulaması bulunmadığı için istatistiki analiz için veri setine dahil edilen firmalar ABD’de NYSE Borsasına kote şirketler arasından geçmiş 4 yıla dönecek şekilde seçilmiştir. Çalışmanın sonucunda hisse senedi geri alım programı açıklayan şirketlerin hisse senetlerinin 1 günlük bir zaman periyodunda NYSE endeks getirisinden daha fazla bir getiri sağladığı görülmüş ancak daha uzun vadelerde aynı sonuca ulaşılamamıştır.

GENERAL INFORMATION

Key Words : Share Buy Back, Turkish Commercial Code, Open Market Buy Back

ABSTRACT

THE REASONS, TYPES, IMPACTS ON PRICES, ACCOUNTING and TAXATION OF SHARE BUY BACKS

It is attempted in this study to determine an existence of a positive relationship between share buy backs - which is due to be in effect in the near future - and the price performance of the shares by explaining the reasons and types of share buy backs. The existence of a positive relationship between share buy backs and the price performance has been determined in the literature by various analysis. These analysis point out the 'signalling' as the most important reason explaining the abnormal share returns of those companies buying back their shares.

The study is also focusing on the reasons of buy backs and it has been observed that the economic reasons are the major one among others. The economic reasons consist of distribution of free cash reserves to the shareholders, reaching the desired level of debt-capital via changing the capital structure, increasing the earnings per share that are in circulation and conveying signals to the markets about the situation of the company. The reasons that are not mainly economic consist of defending against an undesired take-over, transfer of wealth between the shareholders and meeting the commitment of share options that are granted to managers and employees of the company. The types of share buy backs consist of open market buy back programs, fixed price tender offers and the Dutch Auctions.

The accounting methodology to be used by the company buying back her shares is also analysed in the study. The international and Turkish standards regulate that the accounting transaction must be done to result in a decrease in the total equity of the company buying back her shares. The various country applications are also analysed to determine how the share buy backs must be taxed and it has been observed that there

are different applications accepted by the countries. Some of the countries treat the share buy back as a ‘capital gain’ whereas some other treat it as ‘dividend income’. The taxation rule of this transaction is not yet clarified in Turkey.

The study also aims to determine through a hypothesis testing methodology whether there is a statistically significant difference in the returns of the companies buying back their shares versus the others that do not. As there is no data for the analysis from the Turkish markets, the companies included into the study have been selected from NYSE in USA dating back to 4 years from now. The study reveals that the share returns of the companies having bought back their shares is higher than those that did not within a period of 1 day. However, the same finding was not validated for share returns within periods longer than 1 day.

TABLO LİSTESİ

	Sayfa No.
Tablo 1 : S&P 500 Endeksine Dahil Şirketlerin Temettü ve Hisse Senedi Geri Alım Tutarları.....	35
Tablo 2 : Hiç Kar Dağıtmayan Firmanın Yıllar İtibari ile Değeri.....	42
Tablo 3 : Sürekli Hisse Senedi Alan Firmanın Yıllar İtibari ile Değeri.....	43
Tablo 4 : NYSE Kote Şirketler Arasında Geri Alım Programı Açıklayan Şirketler Listesi.....	81
Tablo 5 : Geri Alım Programı Açıklayan Şirketler ve NYSE Endeksinin Getiri Oranları.....	83
Tablo 6 : T-Testi- Bağımlı İki Örneklem Testi (Günlük Getiri).....	87
Tablo 7 : T-Testi- Bağımlı İki Örneklem Testi (Haftalık Getiri).....	88
Tablo 8 : T-Testi- Bağımlı İki Örneklem Testi (Aylık Getiri).....	88
Tablo 9 : T-Testi- Bağımlı İki Örneklem Testi (Üç Aylık Getiri).....	89
Tablo 10 : Wilcoxon Rank Sum Testi: (Günlük Getiri).....	90
Tablo 11 : Wilcoxon Rank Sum Testi: (Haftalık Getiri).....	91
Tablo 12 : Wilcoxon Rank Sum Testi: (Aylık Getiri).....	92
Tablo 13 : Wilcoxon Rank Sum Testi: (Üç Aylık Getiri).....	92
Tablo 14 : Maliyet ve İtibari Değer Yöntemlerinin Karşılaştırılması.....	106
Tablo 15 : Hisse Senedi Geri Alımı İşleminin Muhasebeleştirilmesinde Değişik Standartların Karşılaştırılması.....	109
Tablo 16 : Seçilmiş Ülkelerdeki Vergi Sistemleri ve Toplam Kurumlar ile Gelir Vergisi Yüğü.....	122

ŞEKİL LİSTESİ

	Sayfa No.
Şekil 1 : CAPM Yaklaşımında Menkul Kıymet Pazar Doğrusu.....	64

KISALTMALAR

AB	Avrupa Birliği
ABD	Amerika Birleşik Devletleri
AMEX	American Stock Exchange (ABD Borsası)
APB	Accounting Principles Board
AR-GE	Araştırma Geliştirme
A.Ş.	Anonim Şirket
Bkz.	Bakınız
CAPM	Capital Asset Pricing Model
GAAP	Genel Kabul Görmüş Muhasebe İlkeleri
GVK	Gelir Vergisi Kanunu
IBFD	International Bureau of Fiscal Documentation
IMKB	Istanbul Menkul Kıymetler Borsası
KDV	Katma Değer Vergisi
KDVK	Katma Değer Vergisi Kanunu
KVK	Kurumlar Vergisi Kanunu
m.	Madde
NYSE	New York Stock Exchange (New York Borsası)
SEC	Securities and Exchange Commission
SerPK	Sermaye Piyasası Kanunu
SPK	Sermaye Piyasası Kurulu
TL	Türk Lirası
TTK	Türk Ticaret Kanunu
WACC	Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti
\$	Amerikan Doları

0 GİRİŞ

13 Ocak 2011 tarihinde kabul edilen 6102 Sayılı Türk Ticaret Kanunu ile eski Türk Ticaret Kanunu hükümlerinden farklı olarak Anonim Ortaklıkların kendi hisse senetlerini geri alması mümkün hale gelmiştir. Hisse senedi geri alımına ilişkin hükümler 01 Temmuz 2012 tarihi itibari ile yürürlüğe girecektir. Yeni yürürlüğe girecek hükümler kapsamında Anonim Ortaklıklar kendi hisse senetlerine belirli kurallar çerçevesinde sahip olabileceklerdir. Bu kurallar arasında Genel Kurul'un Yönetim Kurulu'na bu konuda özel bir yetki vermesi, geri alınacak hisse senedi için ödenecek bedel için yedek akçe ayrılması ve geri alınacak hisselerin nominal bedelinin sermayenin belirli bir yüzdesi ile sınırlı olması yer almaktadır.

Ülkemizde ilk kez uygulamaya girecek bu işlemin Dünya'da birçok ülkede uygulaması mevcuttur. Dolayısıyla bu işlemin yapılmasının nedenleri ve türleri hakkında literatürde yer alan bilgilerin araştırılması ve sınıflandırılması amaçlanmıştır. Literatür ve uygulamaya bakıldığında şirketlerin kendi hisse senetlerini ekonomik ve finansal nedenlerden dolayı geri aldıkları görülmektedir. Bunlar arasında Şirketin yeni yatırım projelerinin bulunmadığı durumda atıl durumdaki nakit değerlerini ortaklarına dağıtması, borçlanma yolu ile kendi hisse senetlerini geri alarak sermaye yapısını uygun bir orana getirmek istemesi, tedavüldeki hisse senedi adedini azaltarak hisse başına kazanç tutarını artırması ve hisse senedinin değeri ile ilgili piyasalara sinyal göndermesi yer almaktadır. Özellikle şirket yöneticileri ile sermayedarlar arasında bilgi asimetrisi olduğu durumlarda şirketin gerçek durumu hisse senedinin piyasa fiyatına yansımayabilmektedir. Bu tip durumlarda şirket kendi hisse senedini geri alarak piyasalara hisse senedi fiyatının olması gerekenin altında olduğuna dair sinyal gönderebilir. Ekonomik ve finansal nedenler dışında Şirketler kendi hisse senetlerini geri alarak kendilerini olası bir satın alma hedefi haline gelmekten koruyabilirler.

Hisse senedi geri alım türleri arasında en bilineni açık piyasa geri alımlarıdır. Bu tip geri alımlarda şirketler belirli bir dönem içinde ne kadarlık bir hisse senedini ne kadarlık bir bedel üzerinden geri alacaklarına dair bir program açıklarlar. Bu program bir taahhüt özelliğini taşımamaktadır. Şirketler bu programa uyup uymama konusunda serbesttirler. Şirketleri taahhüt altına sokan geri alım türleri 'Sabit Fiyat İhaleleri' ile

‘Hollanda Tipi Geri Alımlar’dır. Sabit Fiyat İhalesinde Şirketler belirli bir fiyattan hisse senedini geri almayı taahhüt eder ve o fiyattan geri alımı yaparlar. Piyasalara hisse senedi ile ilgili en kuvvetli sinyali gönderen geri alım türü sabit fiyat ihalesidir. Nitekim bu tür geri alımlarda hem geri alım taahhüdü hem de geri alım için ödenecek sabit fiyat bulunmaktadır. Hollanda Tipi Geri Alımlarda ise şirketler ne kadar adet hisse senedini geri alacağını belirlemekte ve bu adet için ödenecek en alt ve en yüksek bedel aralığını açıklamaktadırlar. Yatırımcıların bu aralıkta şirkete satmak istedikleri fiyat ve adet toplandıktan sonra oluşan piyasa fiyatı üzerinden geri alım işlemi yapılmaktadır. Hollanda Tipi Geri Alımların sabit fiyat ihalesine göre farkı fiyatın daha önce açıklanan aralıkta bir yerde oluşması olup baştan bilinmemesidir. Uygulamada kendi hisse senedi geri alan firmaların birçok nedene dayanarak bu işlemi yaptıkları görülmektedir. Bu yüzden ki farklı nedenler ile geri alım işlemi yapan firmaların geri alım için uyguladıkları yöntemler de birbirinden farklı olmaktadır.

Hisse senedi geri alımının hisse senedi fiyatları üzerinde olumlu etkiye sahip olup olmadığı literatürde çok geniş bir şekilde tartışılmış ve araştırmaların bir çoğunda geri alım işlemi ile hisse senedi fiyatları arasında pozitif bir ilişki tespit edilmiştir. Bu pozitif ilişkiyi açıklayan en önemli hipotez hisse senedi geri alımının piyasalara sinyal gönderdiği hipotezidir. Şirket hakkında her türlü bilgiye ulaşamayan yatırımcı şirketin kendi hisse senedi fiyatını yükseltmek amacı ile yapılan geri alım işlemini olumlu bir sinyal olarak algılamaktadır. Bunun dışında çok fazla yatırım seçeneği bulunmayan, büyüme evresini tamamlamış ve çok fazla nakit girişi yaratan firmaların kendi hisse senetlerini alarak bu fazla nakdi ortaklara dağıtması, ‘Nakdin Aracılık Maliyeti’ni düşürerek fiyatlar üzerinde olumlu etkiye sahip olmaktadır.

Bu çalışmada hisse senedi geri alımının hisse senedi fiyatları üzerinde olumlu etkiye sahip olup olmadığı konusunda ampirik bir çalışma yapılması hedeflenmiştir. Bu hedef doğrultusunda geçtiğimiz 4 yıl boyunca ABD borsasında (NYSE) işlem gören en büyük şirketlerin halka açıkladıkları geri alım programları incelenmiş ve bu şirketlerin hisse senetlerinde geri alım programının açıklandığı gün ve izleyen dönemlerde beklenenin üzerinde bir getiri oluşup oluşmadığı tespit edilmeye çalışılmıştır. Bu tespit yapılırken T-Testi ve Wilcoxon Rank Sum testlerinden yararlanılarak hisse senedini geri

alan şirketler ile almayan şirketlerin hisse senetleri arasında istatistiki olarak anlamlı bir fark olup olmadığı araştırılmıştır. Yapılan analiz sonucunda hisse senedi geri alım işleminin yapıldığı gün NYSE endeksinin üzerinden bir getiri olduğu sonucuna ulaşılmıştır. Aynı analiz haftalık, aylık ve üç aylık zaman dilimlerinde tekrarlanmasına rağmen istatistiki olarak bu zaman dilimlerinde geri alım programı açıklayan firmaların hisse senedi getirisinde anlamlı bir yükseliş tespit edilmemiştir. Ülkemizde henüz uygulamaya geçmediği için ampirik çalışmada Türkiye Borsası'ndan herhangi bir veri alınamamıştır. Ancak uygulama başladıktan sonra izleyen dönemlerde benzer bir çalışma Türkiye Borsası'na kote şirketler için de yapılabilecektir.

Hisse senedi geri alımlarının ne şekilde muhasebeleştirileceği – özellikle geri alınan hisse senetlerinin şirket bilançosunda aktif bir varlık olarak mı gösterileceği – konusu literatürde tartışılan konulardan bir tanesidir. Uluslararası muhasebe uygulamalarında geri alınan hisse senetlerinin özkaynak hesap grubunda indirim kalemi olarak dikkate alınması gerektiği belirtilmekte ve pratik uygulamalar bu yönde şekillenmektedir. Şirketlerin hisse senedi geri alım işlemleri ve akabinde yaptıkları geri satım işlemlerinden kar veya zarar beyan etmelerine izin verilmemektedir. Gerçekleşen işlemler hep özkaynak kalemlerinde yer alıp dönem içinde meydana gelen faaliyetlerden elde edilen kar veya zarar üzerinde bir etkisi bulunmamaktadır. Türkiye Muhasebe Standartlarında da konu bu şekilde çözümlenmiştir.

Hisse senedi geri alım işlemlerinin vergilendirilme kurallı incelendiği zaman ortak bir uygulama görülmemiş olup Ülke uygulamalarının farklı vergilendirme rejimlerine sahip oldukları göze çarpmaktadır. Hatta bazı ülkelerde hisse senedi geri alım işlemlerinin vergi kaçırma aracı olarak kullanılmamasını teminen vergi kanunlarındaki yasal boşlukların doldurulmasının hedeflendiği göze çarpmıştır. Hisse senedi geri alım işlemleri çoğu ülkelerde ya 'Kar Payı' kazancı olarak işlem görmekte ya da 'Değer Artış Kazancı' olarak işlem görmektedir.

Sonuç olarak araştırmanın genel amacı yakın bir gelecekte yürürlüğe girecek 'hisse senedi geri alım' işlemlerinin genel bir tanımını ortaya koyarak, bu işlemin amaçlarını ve türlerini açıklamak, hisse senedi geri alımları ile fiyat performansı arasında bir ilişki olup olmadığı konusunu analiz etmek, muhasebe ve vergileme

rejimini konularında öğretiyeye açık olabilecek konularda tartişma ve sonuca varmaya yarayacak kaynakları literatüre kazandırmaya çalışmaktır.

Çalışmanın birinci bölümünde konuya ilişkin temel kavramlar, özellikle Anonim Ortaklık ve Pay kavramı ile Hisse Senedi Geri Alımı işlemleri incelenmiş, ikinci bölümde Hisse Senedi Geri Alımının nedenleri ve türleri ile hisse senedi fiyatlarına olan etkisi teorik olarak ele alınmış, üçüncü bölümde hisse senedi geri alımının fiyatlar üzerindeki etkisi ampirik olarak araştırılmış, dördüncü bölümde hisse senedi geri alımının muhasebeleştirilmesi, vergilendirilmesi ile bu konulardaki önerilere yer verilmiştir.

1 TEMEL KAVRAMLAR

1.1 ORTAKLIK KAVRAMININ DOĞUŞU

1.1.1 Ortaklıklara Ekonomik Yaklaşım

Hanehalkı gibi ortaklıklar (firmalar) da ekonominin açıklayıcı unsurlarından birisi olmuştur. 1970’li yıllara kadar firmaları içeren bir ekonomi teorisi varolmuş ancak ‘firma ekonomisi’nin detaylı bir analizi yapılmamıştır. Ancak bu yıllarda firmaların neden varolduğu, piyasa ile olan sınırları ve içsel yapılanması modern ‘firma ekonomisi’nin ana tartışma konularını oluşturmuştur.¹

1776 yılında başlayan klasik iktisat akımının temsilcileri ve takiben neo-klasik iktisatçılar bireyin zenginliğini ve gücünü destekleyen politik ve iktisadi bir sistemi savunmuşlar ve devletin ekonomik faaliyetleri kontrol etmesinin en aza indirgenmesi gerektiğini ifade etmişlerdir. Bu görüşün bir ürünü olan ‘tam rekabet modeli’ mükemmel rekabetçi bir serbest piyasada bireysel üreticilerin ve tüketicilerin kendi faydalarını maksimize ettikleri zaman nasıl ekonomik kaynakları mümkün olan en etkin şekilde dağıldığını göstermektedir. Bu modelde davranışları tetikleyici en önemli güç ‘fiyat mekanizması’dır.²

Tam rekabet teorisi piyasada bütün aktörlerin fiyatlar, talep ve ürün kalitesi ile ilgili herşeyi bildiğini varsayar. Bu modelde bir ‘girişimci’ye ihtiyaç bulunmamaktadır.³ Neo-klasik ekonomide ise firma, girdi ve çıktılarının gerekli marjinal şartları sağlayarak karı maksimize ettikleri bir ‘kara kutu’dan ibarettir. Bu yaklaşımda firma, üretim seti ya da üretim fonksiyonu işlevi gören ve girdinin ürüne dönüşmesi anlamında teknolojik transformasyonu gerçekleştiren birim olarak tanımlanmaktadır. Firmalar, tıpkı tüketiciler gibi, birimsel aktörlerdir ve rasyonel davranış sergilerler. Firmanın faaliyeti için gerekli olan sözleşme ilişkileri ve diğer kurumsal çevrelerin maliyetsiz ve sorunsuz olarak varlığı kabul edilir ki bunun anlamı ilgili konuların tartışma alanına asla

¹ Nicolai J Foss, Henrik Lando ve Steen Thomsen, “The Theory of the Firm”, 1999, <http://encyclo.findlaw.com/5610book.pdf> (17 Mart 2012)

² Charles R.T O’Kelley, “The Entrepreneur and the Theory of the Modern Corporation”, **Journal of Corporation Law**, Cilt. 31, Sayı.3: (2006), s.757-758.

³ Kelley, s.757.

girmemeleri demektir. İktisadın kendi kavramını yeniden ele alışı, işte bu ‘kara kutu’yu açma çabası olarak firma teorisi tartışmaları çerçevesinde ortaya çıkmıştır.⁴

1.1.1.1 İşlem Maliyetleri ve Belirsizlik Teorisi

Tam rekabetçi piyasada kaynak dağılımı ‘fiyat mekanizması’ yolu ile sağlanır. Üretim sürecinde de üretim faktörleri fiyat mekanizması yolu ile sektörlere dağılırlar. Ancak üretim sürecinin ‘firma’ kurularak yürütülmesi ‘fiyat mekanizması’nın içerdiği maliyetlerden kaynaklanmaktadır. Fiyat mekanizmasının en önemli maliyet unsuru fiyatların ne olduğunun öğrenilmesidir. Bunun yanında pazarlık etme ve her farklı işlem için ayrı sözleşme yapma maliyeti de göz önüne alınmalıdır.⁵ Fiyat mekanizmasının içerdiği içsel maliyetlere ilaveten işlemlerin farklı aktörler arasında gerçekleşmesinin yarattığı vergisel sonuçlar (satış vergileri gibi) ve kotaların olduğu durumlarda firma şeklinde örgütlenmiş yapıların kendileri için ürettikleri mal/hizmetler için bu kotaların uygulanmıyor oluşu firmaların varlık nedenlerini oluşturmaktadır.⁶ Eğer firmaların yaptığı işlemler serbest piyasaya göre maliyet avantajı sağlıyor ise o zaman neden her türlü işlem için firma kurulmadığı sorusunun cevabı ise ‘artan marjinal maliyet’ler ile açıklanır. Firmanın hacmi ve barındırdığı üretim faktörleri arttıkça meydana gelen marjinal maliyet o işlemin serbest piyasada tek başına veya başka bir firma tarafından yapılması maliyetinden fazla olabilir.⁷

Tam rekabetçi piyasalarda her aktörün talep, arz ve kalite ile ilgili tam ve eşit bir şekilde bilgiye sahip olduğu varsayımı gerçek hayatta yerini risk ve belirsizliğe bırakır. Bu iki kurum arasındaki fark birincisinin hesaplanabilir ve korunabilir olması ve fakat ikincisinde herhangi bir hesabın ve korumanın olmayışıdır. İşte bu anlamdaki ‘belirsizlik’ girişimci faaliyetlerinin temelini oluşturmaktadır.⁸ Belirsizlik ortamında geleceği diğerlerinden daha iyi tahmin edebilen ve bu belirsizliğin sorumluluğunu

⁴ Ferudun Yılmaz, “Güç İlişkileri ve Firma Teorisi”, **Ankara Üniversitesi Siyasal Bilgiler Fakültesi Dergisi**, Cilt. 57, Sayı.1 (2002), s.158.

⁵ Ronald Coase, “The nature of the Firm”, **Economica**, Cilt.4, Sayı.16 (1937), s.391.

⁶ Coase, s.397.

⁷ Coase, s.395.

⁸ Geoffrey T.F Brooke, “Uncertainty, Profit and Entrepreneurial Action: Frank Knight’s Contribution Reconsidered”, **The Journal of the History of Economic Thought**, Cilt.32, Sayı.2 (2010), s.221.

alabilen aktörler ‘girişimci’ sıfatını kazanırlar.⁹ Girişimci kişinin diğer kişilere göre müşteri taleplerini tahmin etmekte, kontrol etmekte ve çalışanların faaliyetlerini idare etmekte daha fazla kabiliyete sahip olduğu söylenebilir.¹⁰ Firmada çalışan kişi ise girişimci olmak için gerekli olan kabiliyet, bilgi, sermaye ve kendine güven özelliklerini taşımayan kişidir. Çalışanlar girişimcinin yönlendirmesi ve kontrolü altında taahhüt edilen bir maaş ile çalışmayı kabul eder. Çalışanlar girişimcinin başarılı olup kendilerine taahhüt edilen maaşın ödeneceği konusunda öngörüsü olan ve bu konuda girişimciye inanan kişilerdir.¹¹ Dolayısıyla bu modelde işin kontrol edilmesi ile sahiplik durumları birleşmiş durumdadır. Diğer bir deyişle girişimci işi hem kontrol eder hem de işin sahibi sıfatını taşıyarak ‘belirsiz’ bir ortamda kar etmeye çalışır. Çalışanlar sadece kendilerine söylenen işleri yaparak gerçek anlamda bir ‘kontrol’ eylemi gerçekleştirmezler. İşin kontrolü ve sahipliği girişimci kavramında birleşir.¹²

1.1.1.2 Sahiplik ve Kontrolün Ayrışması

Sahiplik ve kontrolün ayrışması teorisi etraflı olarak Berle ve Means tarafından ortaya konmuştur. Bu teoriye göre sahiplik ile kontrol ayrımı şirkette hiç sahiplik hakkı olmayan veya çok az olan yöneticiler ile şirketin sahibi olan kişilerin yönetimden uzak kalması şeklinde ortaya çıkar.¹³ Klasik ekonomi kuramındaki girişimci ile şirketi yönetenler birbirinden ayrılmış durumdadır. Bu ayrım şirketin sahibi konumundaki kişiler ile yöneticilerin menfaatlerinin farklılaşmasına yol açmakta ve şirket sahiplerinin elinde bulunan kontrollerin etkinliğini azaltmaktadır. Sahiplik, parçalara ayrılabilen nominal bir sahipliğe bölünmüş olup sahiplikten kaynaklanan güç de aynı oranda bölünmüş durumdadır. Dolayısı ile şirketler kar maksimizasyonu gerçekleştirme güdüsünden gittikçe uzaklaşmıştır.¹⁴

⁹ Brooke, s.234.

¹⁰ Kelley, s.768.

¹¹ Kelley, s.769.

¹² Kelley, s.770.

¹³ Ayşegül Ö. Yılmaz, “Halka Açık Anonim Ortaklıklarda Yöneticilerin Mali Hakları”, (Yüksek Lisans Tezi, T.C. Ankara Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Özel Hukuk Anabilim Dalı, 2009), s.11. <http://www.spk.gov.tr/displayfile.aspx?action=displayfile&pageid=745&fn=...> (17 Mart 2012)

¹⁴ Harold Demsetz, “The Structure of Ownership and the Theory of the Firm”, **Journal of Law and Economics**, Cilt. 26, Sayı.2 (1983), s.375.

Klasik ekonomistler sahiplik ve kontrolün ayrışmasını ekonomik ve sosyal bir problem olarak görürken; neo-klasik ekonomistler bu ayrışmayı etkin bir şirket davranışının temel bir prensibi olarak kabul etmektedirler.¹⁵ Bunun nedeni şirketin üretim fonksiyonu içinde amacının kar maksimizasyonu olduğu ve bu amacın şirket sahiplerinin amacı ile birebir örtüştüğü varsayımdır. Diğer bir ifade ile yönetim ve sahiplik ayrışsa bile her iki tarafın menfaati aynı olup bu menfaat karın maksimize edilmesidir.¹⁶ Ortakların menfaatleri doğrultusunda hareket etmeyen yöneticiler bu hareketlerinin olumsuz sonuçlarını piyasa tarafından cezalandırılarak yaşarlar. Etkin işleyen piyasalarda yöneticilerin aldıkları kararlar şirketin hisse fiyatına hemen yansıtacağı için yöneticilerin nasıl davrandığının bir önemi kalmamaktadır.¹⁷

Neo-klasik ekonomi kuramında yer alan yöneticiler ile şirket sahiplerinin menfaatlerinin birleştiği öngörüsü ‘aracılık maliyetleri’ teorisinde tekrar gözden geçirilmiştir. Yöneticilik ve sahipliğin ayrışmasının bir sonucu şirketi yönetenler ile sahipleri arasında menfaat çatışmasından ortaya çıkan ‘aracılık maliyetleri’dir. Aracılık ilişkisi bir veya birden fazla kişinin sözleşmesel bir bağ ile başka bir kişiyi kendi hesabına bazı hizmetler görmesi için yetkili kıldıkları ve karar verme hürriyetini kısmen devrettikleri bir ilişkidir. Bu ilişkide her bir taraf fayda maksimizasyonu yapıyor ise yetkili kılınan aracının her zaman yetki verenin faydasına davranmayacağı açıktır. Taraflar arasında oluşan bu menfaat veya fayda açığı yetkili kılınanın faaliyetlerinin denetlenmek sureti ile kısmen kapatılabilir. Buna ilaveten bazı durumlarda yetkili kılınana talep edildiği şekilde davranması için ödeme yapılmakta veya yetkili kılınanın alınan bir karar sonucu zarara uğramaları durumunda bu zararın tazmini istenebilmektedir. Bütün bu önlemlere rağmen yetkili kılınan aracılardan aldığı kararlar yetkili kılınanların faydasını maksimize etmeyecektir. Bu ayırımdan dolayı yetkili kılınanların malvarlığında meydana gelecek azalmaya ‘artık zarar’ denmektedir. Sonuç

¹⁵ Herbert Hovenkamp, “Neoclassicism and the Separation of Ownership and Control”, **Virginia Law & Business Review**, Cilt. 4, Sayı.2 (2009), s.375.

¹⁶ Hovenkamp, s.384.

¹⁷ Hovenkamp, s.402.

olarak aracılık maliyetleri denetim maliyeti, ilave ödeme maliyetleri ve artık zararın toplamından oluşmaktadır.¹⁸

1.1.1.3 Sözleşmeler Bütünü Teorisi

Bu teorinin kökeni Jensen ve Meckling'in (1976) yayımladıkları bir makalede atılmıştır. Bu makalede yazarlar firmayı gerçek veya tüzel bir kişilik olarak ayrıca tanımlamayıp bireyler arasındaki sözleşmesel ilişkiler bütününden oluşan bir yapı olarak ele almışlardır. Dolayısıyla firma karmaşık ilişkilerin düzenlendiği bir varlık olup işi yapan işçiler, tedarikçiler, sermaye sağlayanlar ve tüketiciler ile ayrı ayrı sözleşmesel ilişkilere sahip bir yapıdır.¹⁹ Bu teori çerçevesinde sermaye sahipliği ile firma sahipliği birbirine karıştırılmamalıdır. Firma içinde yer alan her üretim faktörü birileri tarafından sahiplenilmektedir. Firma ise üretim faktörleri ve girdileri birleştirip üretilen çıktılar sonucu elde edilen kazancın üretim faktörleri arasında bölüşümünü sağlayan sözleşmeler bütünüdür. Bu teoriye göre firmanın sahipliği veya firmanın kimin mülkiyetinde olduğunun bir önemi bulunmamaktadır.²⁰ Ekonomik aktörler arasındaki ilişkileri düzenleyen sözleşmeler bütünü olarak tanımlanan bir yapıda kurallar ve kanunlar sözleşme serbestisi ilkesine göre firmalar üzerinde kısıtlayıcı bir biçimde uygulanmamalıdır. Devletin firma oluşumu ve yönetimi sırasında çok kısıtlı bir rolünün olması gerektiği ileri sürülmektedir.²¹

Firmanın ekonomi düzleminde sahip olduğu özellikler; sermaye tedarik edenler, yöneticiler ve çalışanlar arasında kurulmuş olan bir sözleşmeler bütününden oluşması, serbest piyasada mevcut bazı maliyetlerden tasarruf etmek amacı ile girişimcilerin otoritesinin kabul edildiği bir organizasyon olması ve yöneticiler ile çalışanların kendi işlemlerini yaparken firmanın sahiplerinin çıkarlarının maksimize etme amacında olmalarının bir zorunluluk olmasıdır.²² Bu veriler ışığında firmalar ve

¹⁸ Michael C Jensen ve William Meckling, "Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure", **Journal of Financial Economics**, Cilt.3, Sayı.4 (1976), s.311.

¹⁹ Kelley, s.764.

²⁰ Eugen Fama, "Agency Problems and the Theory of the Firm", **Journal of Political Economy**, Cilt.88, Sayı.2 (1980), s.289-290.

²¹ Zubair Abbasi, "Legal Analysis of Agency Theory: an inquiry into the nature of corporation", **International Journal of Law and Management**, Cilt. 51, Sayı.6 (2009), s.404.

²² Abbasi, s.410.

piyasaları birbirinden kalın çizgiler ile ayırmak doğru değildir. Firmalar ayrı bir tüzel kişiliğe sahip olsalar da piyasalarda gerçekleşen sözleşmelerden tek farkı firmaya girdi sağlayan aktörlerin firmaya bu girdileri sağlama konusundaki devamlılığıdır. Bunun dışında firmalar ile piyasalar arasında çok büyük bir fark bulunmamaktadır.²³

1.1.2 Ortaklıklara Hukuki Yaklaşım

Ekonomik yaklaşımda ortaklığın (firmanın) kendisi tek başına ayrı bir kişilik olarak incelenmemiş, daha ziyade belirli bazı piyasa maliyetlerinden tasarruf etmek için üretim aktörleri arasında kurulan bir sözleşmeler bütünü olarak ele alınmıştır. Hataa manfaat çatışması teorisinde firmayı yönetenler ile sahiplerinin menfaatlerinin çatışmasından bahsedilmiş ancak firmanın kendisinin ayrı bir kişilik olarak menfaatlerinden söz edilmemiştir.

Hukuki yaklaşımın en temel özelliği ise ekonomik yaklaşımdan farklı olarak firmaya ayrı bir tüzel ve yasal kişilik atfetmiş olmasıdır. Ayrı bir tüzel kişilik olarak firmanın bazı hakları ve yükümlülükleri bulunmaktadır. Firma dava edebilir ve edilebilir ve kendi nam ve hesabına varlık ve borçlara sahip olabilir. Firmanın ortakları firmaya sermaye tedarik edip firmanın hisselerine sahip olurlar. Bu hisselerle bağlı olarak firmaların ana sözleşme ve hukuk düzleminde tanınan haklar doğrultusunda yönetsel ve mali haklara sahip olurlar.²⁴

Hukuki yaklaşımdaki kural ve düzenlemeler gerçek hayattaki gelişmeler ışığında sadece firmaları ayrı bir kişilik olarak düzenlememiş, firma sahiplerinin de hukuki statüsünü zaman içerisinde değiştirmiştir. Örnek vermek gerekirse ‘ortaklık’ yapısındaki firmalarda hakim olan ortakların şahsiyetleri ve faaliyetleri günümüzde anonim ortaklık türünde yerini profesyonel yöneticiler tarafından yönetilen bir yapıya bırakmış durumdadır.²⁵

²³ Foss, s.636.

²⁴ Abbasi, s.415.

²⁵ Stephen M Bainbridge, “Director vs Shareholder Primacy in the Convergence Debate”, **University of California, Los Angeles School of Law Research Paper**, Cilt.2, Sayı.4 (2002) UCLA School of Law, <http://www.ragm.com/grasso/biblio/SSRN-id317121.pdf> (24 Mart 2012)

1.1.2.1 İmtiyaz Teorisi

Bu teoriye göre firmalar varlıklarını devletin tanıdığı imtiyaz sonucu kazanırlar. Bu ifadenin doğal bir sonucu olarak firmalar soyut, yapay, görünmez ve kurgusal yapılardır. 1800’li yılların başında firmalar genellikle kamusal hizmet görmek için özel izin ve imtiyazlar sonucu kurulmuşlardır. Bu yüzden firmalar devletin yarattığı bir varlık olarak algılanmıştır. Devlet vermiş olduğu izni veya kapsamını iptal etmek veya değiştirmek yetkisine her zaman sahiptir.²⁶ Ancak günümüzde firmaların kurulması rutin ve mekanin bir hal aldığı için bu teori yerini sadece doktrinde korur hale gelmiştir.²⁷

1.1.2.2 Toplam Teorisi

1800’li yılların sonlarına doğru özellikle ‘ortaklık’ yapısına dayanarak bazı teorisyenler firmaları bireylerin bir araya gelerek kendi aralarında oluşturdukları ilişkilerin toplamı olarak tanımlamışlardır. İlk başlarda bu toplam sadece ortakların toplamından oluşmaktayken daha sonra yöneticiler, çalışanlar, ilgili diğer bireyler ve hatta diğer varlıklar da bu toplam denklemi içinde dahil edilmişlerdir. Çeşitli unsurların toplamına eşit olan firmanın ayrı bir tüzel kişiliği yoktur.²⁸

1.1.2.3 Tüzel Kişilik Teorisi

Toplam teorisinin aksine bu teoriye göre birden fazla bireyden oluşan bir grubun faaliyetleri sanki o grup ayrı bir kişiymiş gibi değerlendirilir. Bir başka deyişle faaliyetler grup içindeki bireylere değil o grubun oluşturduğu farklı bir kişiliğe atfedilir. Bu faaliyetlerden doğan hak ve yükümlülükler ise grubun bireylerinin kişisel hak ve yükümlülükleri değil ayrı bir kişilik olan grubun hak ve yükümlülükleridir. Grubu oluşturan bireylerden farklı bir kişiliğe sahip olduğu öngörülen kişi bir insan olmayıp tüzel bir kişi olarak değerlendirilir. Bu kişilik hukuk kuramında kurgusal olarak

²⁶ Jess M Krannich, “The Corporate Person: A New Analytic Approach to a Flawed Method of Constitutional Interpretation”, **Loyola University of Chicago Law Journal**, Cilt, 37 (2005), s.62.

²⁷ Michael J Philipps, “Reappraising the Real Entity Theory of the Corporation”, **Florida State University Law Review**, Cilt.21 (1994), s.1065.

²⁸ Jan Dejnozkaa, **Corporate Entity** (Basılmamış Kitap Baskısı), 2007, s.7.
http://www.members.tripod.com/~Jan_Dejnozka/corporate_entity_book.pdf (18 Mart 2012)

tanımlanmıştır. Bu kurgu gerçeklikten uzak herhangi bir hayal ürünü, varsayım ve çıkarım olmayıp hukuk düzlemi dışında toplum tarafından da kabul edilen bir varlıktan meydana gelir.²⁹

Firma ortaklardan bağımsız ve ortakların toplamından daha fazlasını ifade eden sosyal bir gerçektir. Firmanın ortakları ve yönetimi farklılaştıkça firmanın ortaklarının yönetim üzerindeki kontrolü gittikçe azalmıştır. Yönetim gücü arttıkça firmanın kendisi – ortaklar değil – üretim ve dağıtım faaliyetleri sonucu mal ve hizmet akışı süreçlerini kontrol eder hale gelmiştir. Firmaların ayrı bir kişiliğe sahip olduğu teorisi firmanın ortaklarının firma işlemleri ile olan ilişkisi azaldıkça daha da açık hale gelmiştir. Firmanın ömrü ortaklardan ve yöneticilerden daha uzun olduğu için firmayı ayrı bir tüzel kişilik olarak görme ihtiyacı ortaya çıkmıştır.³⁰

1.1.3 Sınırlı Sorumluluk ve Anonim Ortaklığın Doğuşu

Anonim ortaklıkları diğer ortaklık türlerinden ayıran özellikleri başlıca ortaklardan ayrı bir tüzel kişiliğe sahip olması ve bu kişiliğin kendi nam ve hesabına bağlayıcı sözleşmeler yapabilmesi, ortaklar ve yöneticiler için sınırlı sorumluluk getirmesi, yönetimin bir kurul örgütlenmesi şeklinde bir gruba bırakılması ve transfer edilebilir ortaklık paylarına sahip olmasıdır.³¹

Anonim ortaklığın tarihçesi 16.yüzyılın sonlarına doğru başlar. Bu dönemde ortaklık şeklinde örgütlenme kralların bir kuruluş imtiyazı vermesi ile mümkün olmaktadır. 1601 yılında Kraliçe 1.Elizabeth tarafından “East India Trading Company” (Batı Hindistan Ticaret Şirketi) kurulmuştur. Bu şirket modern anlamdaki şirketin bilinen ilk örneği olma özelliğini taşır. O zamandaki şirketler yarı devlet kurumu niteliğinde belirli bir amaç için kurulmaktaydılar. Bu kurumun altında yatan mantık deniz aşırı keşif gibi çok büyük finansman gerektiren projelerin finansmanı için istekli

²⁹ George F Canfield, “The Scope and Limits of the Corporate Entity Theory”, **Columbia Law Review**, Cilt. 17, Sayı.2 (1917), s.128.

³⁰ Krannich, s.82.

³¹ Henry Hansmann ve Reinier Krackman, “The End of History for Corporate Law”, **Yale Law School Working Paper**, Sayı. 235 (2000), s.1.

yatırımcıların bir araya getirilmesi idi. Amerikan kolonilerinin çoğu ilk başlarda bu şekilde kurulan şirketler tarafından yönetilmekteydi.³²

Bu örgütlenme türünde de anonim ortaklıklarda olduğu gibi ayrı bir kişilik ve sınırlı sorumluluk bulunmaktaydı. Ancak ihtiyaç halindeki ortaklığın borçlarını karşılayamadığı durumda ortaklığa üye olan kişiler borcun karşılanması için sorumlu tutulabilmekteydiler. Bunun sonucu olarak sınırlı sorumluluk ilkesi gerçek hayatta aslen uygulanan bir ilke olmaktan çıkmaktaydı. İngiltere’de çıkartılan 1844 yılındaki ‘Anonim Ortaklık Yasası’ ile ortaklıklara ayrı bir tüzel kişilik tanınmış ve ortaklığın kurulması için krallık imtiyazına gerek olmadığı hükme bağlanmıştır. Ancak bu kanunda ortakların şirket borcundan dolayı sınırsız bir biçimde sorumlu oldukları belirtilmiştir. 11 yıl sonra 1855 tarihinde çıkartılan yeni bir yasa ile anonim ortaklıklara sınırlı sorumluluk ilkesi getirilmiştir.³³

Sınırlı sorumluluk özelliğinin anonim ortaklığın doğuşuna yol açtığı hipotezi standart bir hipotez olup sınırlı sorumluluğu olmayan örgütlenmelere göre sınırlı sorumluluğa sahip anonim ortaklıkların daha kolay sermaye tedarik ettiği ileri sürülmüştür. İlk başlarda deniz aşırı seyahatlerin finansmanı diğer seyahatlerden bağımsız karşılanıyor ve seyahat dönüşü elde edilen kazanç paylaştırılıyordu. Daha sonraları seyahatlerin sıklığı arttıkça ve ticari işlemler standart bir şekilde uygulanır hale geldikçe şirketlerin hukuki formunda bir değişiklik yapılması ihtiyacı ortaya çıktı.³⁴

Sınırlı sorumluluk dışında anonim ortaklığın ortaklık hakkını temsil eden payların serbestçe transfer edilebilir olması anonim şirketlerdeki üretim sürecinin ve dolayısıyla karın maksimize edilmesine neden olmaktadır. İlk başlarda ortak bir üretim sürecine sahip olan ve ortaklar ile idarecilerin aynı olduğu anonim şirketlerde bir ortağın diğer ortaklardan daha fazla ve etkin çalışmasından kaynaklanan artık kara herhangi bir çaba sarfetmeden ulaşabiliyor oluşu şirketin etkin bir yönetimden uzak kalma ihtimalini doğurmaktadır. Bu etkinliği artırmanın yolu sınırlı sorumluluk ilkesi değildir. Etkinliği

³²Lee Drutman, “The History of the Corporation”, **Citizen Works Corporate Power Discussion Groups**, s.1. <http://citizenworks.org/corp/dg/s2r1.pdf> (18 Mart 2012)

³³Duncan Mackenzie, “Abusing the Corporate Form: Limited Liability, Phoenix Companies and a Misguided Response”, **Dissertation of Bachelor of Laws**, (2008), s.8.

³⁴Ekelund ve Tollison, s.716.

artırmanın yolu şirketteki ortaklık haklarının transfer edilebileceği bir piyasanın varlığıdır. Bu piyasanın varlığı sayesinde her ortak etkinliği ve karı artırmak amacı güderler. Dolayısıyla anonim şirketin doğuşuna sınırlı sorumluluk kadar etkinlik artırıcı mekanizmalar (ortaklık haklarının transfer edilebiliyor olması) da etkili olmuştur.³⁵

1.2 ANONİM ORTAKLIĞIN TEMEL UNSURLARI

Anonim ortaklık TTK'nın dördüncü kısmının birinci bölümünde 329. ile 563.maddeleri arasında düzenlenmiştir. TTK'nın 329.maddesinde anonim ortaklık "...sermayesi belirli ve paylara bölünmüş olan, borçlarından dolayı yalnız malvarlığıyla sorumlu bulunan şirkettir" ifadesi ile tanımlanmıştır. Sermayenin belirli olması ortaklığın alacaklılarının haklarının korunması bakımından önemlidir. Alacaklılar sadece ortaklık malvarlığına müracaat edebildiklerinden, pasifte itibari bir rakam olarak bulunan sermaye ve bunun karşılığındaki aktiflerin korunması ile ilgili hükümler alacaklıların teminatını teşkil eder.³⁶

Sermayenin belirli olmasından başka sermayenin paylara bölünmüş olması da anonim ortaklığı tanımlayan unsurlardan bir tanesidir. Pay kavramı sermayenin belirli sayıda birim değere bölünmüş bir kesiri anlamını taşır. Aynı zamanda her pay bir ortaklık mevkiine karşılık gelir. Anonim ortaklık için kişiliği çoğu zaman önem taşımayan payların sahipleri değişken olup anonim ortaklık için esas olan pay'ın kendisidir.³⁷

Anonim Ortaklık borçlarından dolayı sadece malvarlığı ile sorumludur. Pay sahipleri ise sadece taahhüt etmiş oldukları sermaye payları ile ortaklığa karşı sorumludurlar.³⁸ Diğer bir deyişle anonim ortaklıklarda pay sahiplerinin sorumluluğu sermaye koyma yükümlülüğünün tamamen yerine getirilmiş olması ile sona erer.³⁹ Dolayısıyla ortaklığın alacaklıları vermiş oldukları borçlar için pay sahiplerini takip edemezler. Anonim ortaklık ise borçlarına karşı ortaklığın mali durumunun gösterildiği

³⁵ Ekelund ve Tollison, s.718.

³⁶ Reha Poroy, Ünal Tekinalp ve Ersin Çamoğlu, **Ortaklıklar ve Kooperatif Hukuku**, 10.Basım, Denizli: Arıkan Yayınevi, 2005, s. 240.

³⁷ Abuzer Kendigelen, **Anonim Ortaklık Payı Üzerinde İntifa Hakkı**, İstanbul: Beta, 1994, s.7.

³⁸ **TTK**, m.329/2.

³⁹ İsmail Doğanay, **Türk Ticaret Kanunu Şerhi**, Ankara: Feryal, 1990, s.737.

bilançonun aktif kısmında yer alan değerler ile sorumludur. Ortaklığın alacaklılarına karşı sorumluluğu sadece sermaye ile değil fakat bilançonun aktif kısmında yer alan değer ile sınırlanmıştır.⁴⁰

Özet olarak anonim ortaklık; esas sermayesi önceden belirli paylara bölünmüş olan, borçlarından dolayı malvarlığı ile sorumlu olan, pay sahiplerinin sorumluluğu taahhüt edilen sermaye ile sınırlı olan, ortaklık sıfatı paya göre belirli olan ve tüzel kişiliğe sahip bir topluluk türüdür.⁴¹

Anonim ortaklıkların sınırlı sorumluluk taşımaları ve böylece ortak olanların sadece katılma payını tehlikeye atmaları büyük meblağların toplanması imkanını yaratmaktadır. Az bir para ile ve bilgi ve tecrübeye ihtiyaç olmaksızın, küçük tasarruf sahipleri, büyük işlere katılabilmektedir.⁴² Özellikle payları borsada işlem gören anonim ortaklıkların pay sahipleri riski çok büyük ölçüde dağıtmış oldukları için işlerin kötü gittiği zamanlarda ortaya çıkacak zarardan çok olumsuz bir biçimde etkilenmeyecektir. Bu sayede ortaklığın riski birçok kişi ve grup arasında dağılmış olacaktır.⁴³

Anonim ortaklıkların günümüz ekonomik hayatında bu kadar yaygın olmalarının nedenleri arasında anonim ortaklıkların paylarının kolayca devredilebiliyor olması de yer almaktadır. Payların devri ile o işi yapmakla ehil olmayan kişilerin varlıklarını dolaylı olarak o işten anlayan profesyonel kişilere aktarmasında büyük kolaylık sağlamaktadır.⁴⁴

Anonim ortaklık türünün temelleri ortaklıkların oluşması ile birlikte zaman içerisinde atılmıştır. Anonim ortaklık türü ortaya çıkmadan önce ekonomik faaliyetlerin bir araya gelinerek ortak bir şekilde yapılması türü ortaya çıkmıştır. Ekonomik faaliyetlerin bireysel üretim yerine ortak bir örgüt şeklinde yapılması iş bölümü ve ölçek

⁴⁰ Poroy, Tekinalp, Çamoğlu, s.240.

⁴¹ Doğanay, s.738.

⁴² Poroy, Tekinalp, Çamoğlu, s.245.

⁴³ Donald Hay, "The Public Joint-Stock Company: Blessing or Curse ?", 1990, University of Oxford, http://www.gordon.edu/ace/pdf/Hay_JointStockCo.pdf (17 Mart 2012)

⁴⁴ Robert Burton Ekelund ve Robert Tollison, "Mercantilist Origins of the Corporation", **The Bell Journal of Economics**, Cilt.11, Sayı.2 (1980), s.718.

ekonomileri yüzünden daha verimli sonuçlara yol açmıştır.⁴⁵ Ancak aynı sonuca ayrı bir kişilik olan ortaklık örgütlenmesine ihtiyaç olmadan kişilerin sadece sözleşmeler ile bir araya gelerek ulaşamamış olmaları sözleşme yapma ve sürdürme maliyetleri ile açıklanmaktadır.⁴⁶

1.3 PAY KAVRAMI

1.3.1 Payın Değişik Anlamları

Pay kavramı anonim ortaklık hukukunun ve aslen anonim ortaklığın en önemli temel taşlarından birisidir. TTK'nın 329.maddesinde anonim ortaklık “.....*sermayesi belirli ve paylara bölünmüş olan, borçlarından dolayı yalnız malvarlığıyla sorumlu bulunan şirkettir.*” şeklinde tanımlanmıştır. Bu tanımdan hareketle pay kavramının konumu belirlenmiş olur ki bu da payın esas sermayenin belirli sayıda birim değere bölünmüş olan bir parçası olduğudur. Öğretide anonim ortaklıkları diğer ortaklıklardan ayıran en önemli özelliklerden birisi sermayenin paylara bölünmüş olmasıdır. Böylece anonim ortaklıkların pay sahipleri diğer ortaklıklarla karşılaştırıldığında ortaklık haklarını daha kolay ve hızlı bir şekilde devredebilmektedirler. Hatta diğer ortaklıkların aksine anonim ortaklıklarda payların kıymetli evrak niteliğindeki senetlere bağlanması bu payların devredilebilme özelliğini pekiştirmektedir.⁴⁷

1.3.1.1 Esas veya Çıkarılmış Sermayenin Bir Bölümü

Pay, esas sermayenin belirli bir bölümüdür. Ortaklık sermayesinin belirli ve kural olarak birbiriyle aynı görünümde, dolayısıyla aynı hak ve borçlara sahip parçalara ayrılması, anonim ortaklıkların ortaya çıkışındaki, küçük tasarrufların birleştirilmesi düşüncesini bir başka yönden kolaylaştırır. Sermayenin bu şekilde sabit ve çerçevesi belirli parçalara ayrılması, ortaklık hakkının teşkilatlanmış piyasalarda belirli bir değerinin kolaylıkla oluşabilmesine imkân tanır. Bu da yatırımcıya bir başka olanak sağlar. Yatırımcı, elindeki payı, belirlenmiş değer üzerinden bir başkasına daha kolayca satabilme ve nakde kavuşabilme imkânını elde eder. Oysa sermaye bu şekildeki küçük

⁴⁵ Hay, s.9.

⁴⁶ Hay, s.9.

⁴⁷ Ali Murat Sevi, **Anonim Ortaklıkta Payın Devri**, 1.bası, Ankara: Seçkin, 2004, s.21.

parçalara bölünmemiş olsaydı, o zaman her bir pay sahibinin elindeki payın değeri farklı şekilde ve her bir işlem sırasında ayrı ayrı belirleneceğinden, bu şekilde bir teşkilatlanmış bir piyasadaki fiyat oluşumu ve buna bağlı olarak payların rahatlıkla el değiştirilebilirliği de son derece güçleşirdi.⁴⁸

TTK'nın 339.maddesinde ortaklığın sermayesinin miktarı ile her payın itibari kıymetinin ana sözleşmede yer alması hükme bağlanmıştır. Ancak çoğu zaman paylar için belirlenen bu değer, payın gerçek değeri ile örtüşmeyebilir.⁴⁹

1.3.1.2 Hak ve Borçların bir Bütünü

Pay kavramı ortaklığa karşı kazanılan haklar ve yüklenilen borçların bütünü olarak da değerlendirilmektedir. Pay sahibi olmaktan kaynaklanan hakla malvarlığı hakları ve yönetim hakları olarak ikiye ayrılabilir. Malvarlığı hakları kar payı alma, hazırlık devresi faizi, tasfiye bakiyesine katılma ve yeni çıkarılan payları öncelikle olarak alma haklarından oluşur. Yönetime ilişkin haklar ise genel kurula katılma, oy kullanma, bilgi alma, denetleme ve iptal davası açma gibi pay sahibine ortaklığın yönetim ve işleyişinin gerçekleştirilmesinde söz sahibi olabilmesine olanak sağlayan haklardır.

Ortaklığa karşı kazanılan hakların ve yüklenilen borçların bütünü niteliğindeki pay sahipliği bölünemez bir karaktere sahiptir. Bu nedenle pay sahipliğinin sağladığı hakların bağımsızlaştırılarak, farklı kişiler tarafından ortaklığa karşı ileri sürülebilmesi mümkün olmaz. Pay sahipliğinin bölünemezliği nedeniyle, payın sağladığı haklarla yüklediği borçların ortaklığa karşı farklı kişilere ait olması da olanaksızdır. Pay üzerinde birden fazla kişinin hak sahipliğinin (elbirliği mülkiyeti veya paylı mülkiyet gereğince) bulunduğu durumda bu hakların ortaklığa karşı kullanılabilmesi ancak tüm hak sahiplerinin atayacağı müşterek bir temsilci aracılığıyla gerçekleştirilebilir.⁵⁰

⁴⁸ Alihan Aydın, **Anonim Ortaklığın Kendi Paylarını Edinmesi**, 1.bası, İstanbul: Vedat Kitapçılık, 2008, s.26.

⁴⁹ Aydın, s.27.

⁵⁰ Sevi, s.29. ve TTK, m.477.

1.3.1.3 Pay (Hisse) Senedi

Uygulamada pay kavramı en çok hisse senedi ile aynı anlama gelecek şekilde kullanılmaktadır.

TTK'nın 486.maddesinde "pay senedi bastırılması" düzenlenmekte ve anonim şirketlere hamiline yazılı pay senetlerini mutlak surette, nama yazılı pay senetlerinin ise koşullu olarak çıkarma zorunluluğu getirmektedir. Dolayısıyla, hamiline yazılı pay senetlerinin, pay bedelinin tamamen ödendiği tarihten itibaren en geç üç ay içerisinde bastırılması ve pay sahiplerine dağıtılması zorunludur . Nama yazılı pay senetlerin bastırılması için ise, azlığın talebi aranacak, böyle bir talebin varlığında, nama yazılı pay senetleri bastırılacak ve bütün nama yazılı pay senedi sahiplerine dağıtılacaktır.⁵¹

Kanuni zorunluluk dışında payın ve buna bağlı hakların tedavülünü (dolaşımını) kolaylaştırmak için paylar senede bağlanabilir. Bu sayede payını devreden kişi açısından çabukluk, devralan kişi açısından güvence sağlanacağından, pay sahipliğinin el değiştirmesi kolaylaşır. Pay kavramının pay sahipliği haklarının kendisinde cisimlendiği kıymetli evrak niteliğindeki senet, yani pay senedi anlamına geldiği durum da bu şekilde oluşmaktadır.

Payları temsilen hisse senedi bastırmanın özellikle vergisel açıdan bir takım avantajları bulunmaktadır. Bunların başında anonim ortaklık paylarının elden çıkarılması karşılığında elde edilen kazanç istisnası için iki yıllık süre avantajı* ve hisse senedi teslimlerinde geçerli olan Katma Değer Vergisi istisnası** yer almaktadır. Bahsi geçen vergi avantajlarından yararlanmak amacı ile hisse senedi yerine geçici olarak ilmühaber bastırılması da yeterli görülmektedir***.

⁵¹ Ayrıca bkz. Soner Atlas, "Türk Ticaret Kanunu'na Göre Anonim Şirketlerce Hisse Senedi Bastırılması Zorunlu Mudur? TTK Tasarısı'nın Bu Konudaki Yaklaşımı Nedir?", **Yaklaşım**, Sayı.196 (2009)

* GVK'nın mükerrer 80. maddesinin 1.fikrasında "...iki yıldan fazla süreyle elde tutulan hisse senetleri hariç, menkul kıymetlerin veya diğer sermaye piyasası araçlarının elden çıkarılmasından sağlanan kazançların" değer artış kazancı olarak gelir vergisine tabi olacağı hükme bağlanmıştır.

**KDVK'nın 17/4-g bendi uyarınca "...hisse senedi, tahvil..." teslimi istisnalar arasında yer almıştır. Dolayısıyla pay devirlerinde bahsi geçen istisnadan yararlanmak için payların hisse senedine bağlanması gerekmektedir.

***Bu konuda bkz. Özgür Biyan, "Hisse Senedi Bastırılmasının veya Geçici İlmühaber Çıkarılmasının Gelir ve Katma Değer Vergisi Açısından Verisel Avantajları",

http://www.alomaliye.com/2009/ozgur_biyar_hisse_senedi.htm, (18 Mart 2012).

1.4 ANONİM ORTAKLIĞIN PAYLARINI GERİ ALMASI

Anonim ortaklığın paylarını geri alması 13 Ocak 2011 tarihinde kabul edilen ve 14 Şubat 2011 tarih ve 27486 numaralı Resmi Gazete’de yayımlanan 6102 sayılı Türk Ticaret Kanunu’nda eski TTK hükümlerinden farklı olarak düzenlenmiştir. Ancak yeni TTK hükümlerinin bir çoğu 01 Temmuz 2012 tarihi itibari ile yürürlüğe girecektir.⁵² Bahsi geçen tarihe kadar eski TTK hükümleri yürürlükte kalmaya devam edecektir.

1.4.1 Eski TTK Hükümleri

Eski TTK’nın 329.maddesine göre “Şirket, kendi hisselerini temellük**** edemeyeceği gibi rehin olarak da kabul edemez”. Bu hükmün anlamı anonim ortaklığın kendi paylarını herhangi bir şekilde edinemeyecek olmasıdır. TTK’nın gerekçesine bakıldığında, hükmün amacının, ortaklığın kendi paylarını iktisap ederek veya rehin alarak, ortaklığın varlığını bunlar için sarf edip üçüncü kişi alacaklıların durumunun tehlikeye düşürülmesini önlemek olduğu anlaşılmaktadır.⁵³ Öğretide neredeyse oybirliğiyle kabul edildiği üzere kanun koyucunun anonim ortaklığın kendi payını edinmesini yasaklaması, sermayenin korunması ilkesine aykırı davranılmasının engellenmesi amacını gütmektedir. Bu görüşe göre, ortaklığın kendi paylarını edinmesi sermayenin iadesi niteliği taşıdığından ve anonim ortaklıkta sermaye, alacaklıların yegâne güvencesini oluşturduğundan, payın edinimiyle birlikte sermaye zayıflatılır ve böylece ortaklık alacaklıları, alacaklarını elde etmek bakımından riskli bir duruma girmiş olurlar. İşte bu tür bir durumun önlenmesinin yolu, payın anonim ortaklık tarafından edinimini yasaklamaktan geçer.⁵⁴

Hükmün getiriliş amacı konusunda öğretilerde savunulan bir diğer düşünceye göre ise TTK’nın 329.maddesi sermayenin korunması ilkesine dayanmamaktadır. Yasağın getiriliş nedeni, anonim ortaklığın kendi payları ile çeşitli borsa oyunlarına

⁵² TTK, m.1534/1.

****Büyük Türkçe Sözlükte kelime anlamı ‘Kendine mal etmektir. Literatürde temellük daha çok ‘iktisap’, ‘edinme’ anlamlarında kullanılmaktadır.

⁵³ Mehmet Özdamar, **Anonim Ortaklıkların Kendi Paylarını İktisap Etmesi (TTK.md.329)**, Ankara: Yetkin, 2005, s.149.

⁵⁴ Aydın, s.200.

girmesinin önlenmesi, riskin bazı pay sahiplerinden alınarak anonim ortaklığa yüklenmesi suretiyle gerçekleştirilecek olan eşit işlem ilkesine aykırı hareketlerin engellenmesi ve risk üstlenmemiş kişilerin ortaklığa hakim olmalarının olanaksız kılınmasıdır.⁵⁵

Anonim ortaklığın kendi paylarını edinmesi kapsamında getirilen yasağın gerekçesi ne olursa olsun sonuç itibari ile mevcut madde hükmü karşısında payın mülkiyetinin ortaklığa devrini konu edinen her türlü hukuki işlem yasaklanmıştır. Daha açık bir söyleyişle, ortaklığın payı iktisabına sebep oluşturacak borçlandırıcı işlemin satım, bağışlama, trampa, inançlı temlik vb. herhangi bir sözleşme olması arasında farklılık bulunmadığı ve mülkiyet hakkını belirli bir süre için ya da süresiz şekilde elde edecek olması da önem taşımaz; önemli olan herhangi bir şekilde payın mülkiyetinin ortaklığa geçirilmesidir. Öte yandan, payın devrini konu edinen hukuki işlemle birlikte ortaklığın, pay üzerinde tek başına değil, bir başka kişiyle birlikte (müşterek) hak sahipliği kazanacak olması da varılacak sonuçta değişiklik yapmaz.⁵⁶

Her ne kadar kanun maddesi anonim ortaklığın kendi paylarını edinimine yasak getirmişse de bu yasağın bir takım istisnaları bulunmaktadır. Bu istisnalar sırası ile şöyledir:

Payların, Sermayenin Azaltılmasına İlişkin Bir Karara Dayanılarak Edinilmesi:

Anonim ortaklıklar bazı hallerde sermayenin azaltılması yoluna gidebilirler. Ortaklıkta mevcut nakdin gerekenden çok fazla olması veya bilançonun öz kaynaklar kısmında oluşan açığın tamamlanması gibi sebeplerden ötürü anonim ortaklıklar sermayelerini azaltabilirler. Bahsi geçen bu ikinci durumda ortaklıkça edinilen herhangi bir pay bulunmamakta olup, payların itibari değeri kadar birikmiş olan zararlar birbirlerine mahsup edilerek öz kaynaklardan çıkartılırlar. Birinci durumda ise anonim ortaklık (eğer payların itibari değerini düşürecek şekilde değil de) kendi paylarını geri almak sureti ile sermaye azaltma yoluna gider ise bu durum yukarıda bahsi geçen

⁵⁵ Aydın, s.201.

⁵⁶ Aydın, s.209.

yasağın istisnasını oluşturmaktadır. Bu amaçla edinilen payların derhal imha edilmesi gereklidir.⁵⁷

*Payların, Pay Sahiplerinin Sermaye Taahhüdü Dışındaki Borçlarının
Ödenmesi Amacıyla Edinilmesi:*

Anonim ortaklık ile pay sahibi arasındaki yegâne borç ilişkisinin, pay sahibinin kuruluş veya sermaye artırımını sırasındaki sermaye taahhüdünden kaynaklanmayacağı açıktır. Pay sahibi de herhangi bir üçüncü kişi gibi, sözgelimi ortaklık akdettiği bir sözleşme gereğince, ortaklığa karşı işlediği bir haksız fiil uyarınca veya ortaklık aleyhine sebepsiz şekilde zenginleşme dolayısıyla ortaklığa borçlu durumda olabilir. Ortaklığın bu alacağı tahsil amacıyla, pay sahibinin tüm malvarlığı değerlerine, bu kapsamda pay sahibinin mal varlığı içindeki ortaklık paylarına da müracaat etmesi doğaldır. Bu halde, olağan yöntem olarak, payın cebri icra suretiyle satışı ardından edinilecek para ile ortaklık tatmin edilmiş, böylelikle alacağı karşılanmış olur.⁵⁸

*Payların, Bir Malvarlığına veya İşletmenin Devralınması Sonucunda Ortaklığa
Geçmesi:*

Bir anonim ortaklık, bir malvarlığını ya da işletmeyi bütün borç ve alacaklarıyla devralırken, kendi pay senetlerini de edinmesi ihtimal dahilindedir.⁵⁹ Buna göre, devralınan malvarlığı veya işletme ya da birleşme katılan ortaklığın malvarlığı içinde bünyesinde birleşilen anonim ortaklığın payları da bulunmaktaysa, bu istisna gereğince devralan ortaklık, bu kendi paylarını edinme imkânına sahiptir. Hükmün getiriliş amacı, anonim ortaklığı, bir başka ortaklıkla birleşirken veya işletme ya da malvarlığını devralırken, devralınan malvarlığı içinde bulunan kendi paylarını, bu işlemden önce ayrıştırılması zorunluluğu ile karşı karşıya bırakarak devralmayı güçleştirmenin engellenmesidir.⁶⁰

⁵⁷ Özdamar, s.186.

⁵⁸ Aydın, s.218. Bu istisnanın amacı, ortakları sınırlı sorumlu olan anonim ortaklığın, kendi alacaklılarını her halükarda tahsil etmesini sağlamak ve bunu kolaylaştırmaktır. Ayrıca bkz. Özdamar, s.192.

⁵⁹ Özdamar, s.198.

⁶⁰ Aydın, s.227.

Payların Ortaklık Konusu Gereğince Edinimi:

Anonim ortaklığın iştiğal konusunun menkul kıymet alım-satımı olması durumunda ortaklık, bir başka ortaklığın payların yanında bizzat kendi paylarını da satın alabilir. Kanun koyucunun incelenen hükümle ulaşmak istediğı hedef, bu tür ortaklıkların faaliyetlerinin, TTK'daki yasak nedeniyle kesintiye uğramasının önüne geçmektir.⁶¹ Bu belirtilen hükmün uygulama alanına, asli faaliyet konusu pay alım-satımı olan ortaklıklar, bu anlamda bankalar ve aracı kurumlar girer.⁶² Banka ve aracı kurumların bu hüküm uyarınca yerine getirecekleri temel faaliyet, müşterileriyle akdedecekleri bir alım-satım komisyonculuğı sözleşmesi uyarınca kendi paylarını satın almalarıdır.⁶³

Payların İvazsız (Karşılıksız) Edinimi:

Payların ortaklık tarafından ivazsız olarak edinilmesinde, ortaklığın herhangi bir mali yük altına girmesi söz konusu olmadığından, dolayısıyla bu yönüyle payın ediniminin beraberinde ortaklık alacaklıları, ortaklığın kendisi veya pay sahipleri bakımından herhangi bir sakınca taşınması düşünölemeyeceğinden, kanun koyucu bu tür edinimlere izin vermiştir.⁶⁴

1.4.2 Yeni TTK Hükümleri

Yeni TTK'nın 379 – 387. maddeleri anonim ortaklığın kendi paylarını edinmesi konusunu düzenlemektedir. Eski TTK düzenlemesi kapsamında sadece belirli istisna koşulların varlığı altında anonim ortaklığın kendi hisselerini edinmesine imkân tanınmışken; yeni TTK'da sermayenin yüzde on (%10)'una kadar olan payların anonim ortaklıkça edinilebileceğı düzenleme altına alınmıştır. Burada bahsi geçen edinim imkânı esas sermaye veya çıkarılmış sermayenin itibari değeri temel alınarak tanınmıştır. Diğer bir deyişle esas sermaye sistemini benimsemiş anonim ortaklıklarda

⁶¹ Aydın, s.229.

⁶² Aydın, s.234.

⁶³ Aydın, s.235. Ancak SPK'nın 01.09.2009 tarih ve 27/748 sayılı İlke Kararı uyarınca payları İstanbul Menkul Kıymetler Borsası'nda işlem gören aracı kurumlar ve yatırım ortaklıklarının kendi paylarını almalarına belli şartlar dahilinde imkan tanınmıştır.

⁶⁴ Aydın, s.236.

tescil ve ilan edilen sermaye, kayıtlı sermaye sistemini benimsemiş anonim ortaklıklarda çıkarılmış sermayenin itibari değerinin %10'una kadarlık bir kısmı oluşturan payların edinilmesi serbesttir.⁶⁵

1.4.2.1 Yetkilendirme

TTK'da anonim ortaklığın kendi paylarını geri alabilmesi için genel kurulun yönetim kuruluna yetki vermesi öngörülmüştür. Bu yetkinin süresi on sekiz aydır. Yetkinin kullanılabilmesi için yönetim kurulunun herhangi bir neden ortaya koyması gerekmemekle birlikte genel kurul yönetim kuruluna bu konuda verdiği yetkinin kullanılabilmesini belirli amaçlara bağlayabilir. Ayrıca verilecek yetkide edinilecek hisse senetlerinin toplam itibari değeri ile edinme sırasında ödenecek paranın alt ve üst sınırı gösterilmelidir. Ödenebilecek bedelin üst sınırı belirli olduğu için yönetim kurulunun bu üst sınıra uygun davrandığını belirtmesi gerekmektedir.⁶⁶

1.4.2.2 Yedek Akçe Ayrılması

Anonim ortaklık kendi hisse senetlerini edindiği zaman malvarlığında bir azalma meydana gelecektir. Ortaklık edindiği hisse senetleri karşılığında pay sahiplerine bir bedel ödemek durumundadır. Hisse senedi geri alımı işlemi gerçekleştikten sonra şirketin kalan net aktif en az esas veya çıkarılmış sermaye ile kanun ve esas sözleşme uyarınca dağıtılmasına izin verilmeyen yedek akçelerin toplamı kadar olmalıdır.⁶⁷

Net aktif değeri ortaklığın sermayesini aşan malvarlığı değeri olarak tanımlanabilir. Diğer bir deyişle net aktif değeri ortaklığın sermayesini aşan malvarlığı olup içinde kanuni yedek akçeler, yeniden değerlendirme fonları ve dağıtım tabi tutulmamış geçmiş yıl karları ile net dönem karı yer almaktadır. Ortaklık kendi paylarını edinmek için karar verilen bedeli ödedikten sonra gene net aktife sahip bulunmalı ve bu net aktifin tutarı, esas sermaye veya çıkarılmış sermaye ile "dağıtılmasına izin verilmeyen yedek akçeler toplamı kadar" olmalıdır. Dağıtılmasına izin verilmeyen yedek akçeler, TTK'nın 519 uncu maddenin üçüncü fıkrasında harcama yeri belirtilmiş

⁶⁵ Bkz.TTK, m.379/1 ve gerekçesi.

⁶⁶ TTK, m.379/2 ve madde gerekçesi.

⁶⁷ TTK, m.379/3.

kanunî yedek akçeler, yeniden değerlendirme fonu (m. 520.1) maddede öngörülen çalışanlar ve işçiler yararına yedek akçeler ile harcanma yerleri belirlenmiş yedek akçelerdir.

Örnek olarak XYZ Anonim Ortaklığın 20XX bilançosuna göre özkaynak kalemleri aşağıdaki gibidir:

Esas sermaye	50.000
Kanuni Yedek Akçe	12.000
Yeniden Değerleme Fonu	10.000
Geçmiş Yıl Karları	8.500
<u>Net Dönem Karı</u>	<u>50.000</u>
Toplam Özkaynak	130.500

Yukarıda verilen bilançoya göre XYZ Anonim Ortaklığının edinebileceği payların toplam itibari değeri esas sermayenin yüzde onu kadar olan 5.000 TL'dir.⁶⁸ Hisse senetlerini geri aldıktan sonra kalan şirket net aktifi en az esas sermaye, sermayenin yarısını aşmayan kanuni yedek akçeler⁶⁹ ile yeniden değerlendirme fonu toplamına eşit olmalıdır. Diğer bir deyişle hisse senedi geri alım işlemi gerçekleştirildikten sonra şirketin kalan net aktifi 72.000 TL olmalıdır. Dolayısıyla 5.000 TL'lik itibari değere sahip hisse senedini geri almak için ödenecek en yüksek bedel 8.500 TL olabilir.

TTK'nın 520.maddesinde anonim ortaklığın edindiği paylar için ödenen bedel kadar yedek akçe ayıracakları öngörülmüş olup bu yedek akçelerin ancak edinilen payların devredildikleri veya yok edildikleri takdirde çözülebileceği düzenleme altına alınmıştır. Yukarıdaki örnekte anonim ortaklığın 5.000 TL'lik itibari değere sahip paylarını bu paylar için ödeyebileceği üst sınır olan 8.500 TL karşılığında edinmesi durumunda ortaklığın kalan net aktif değeri esas sermaye, kanuni yedek akçe ve yeniden değerlendirme fonuna eşit olacaktır. Diğer bir deyişle iktisap edilen paylar için ödenen bedel kadar (8.500 TL) ortaklıkta yedek bırakılması gerekmektedir. Bu yedek tutarı ancak paylar tekrar devredildikleri veya yok edildikleri takdirde çözülebilecektir. Bu yedek akçe çözülmeyen sürece ortaklara bu bedel kadar kar payı olarak dağıtılamayacaktır.

⁶⁸ TTK, m.379.

⁶⁹ TTK, m.519/3.

1.4.2.3 Pay Bedellerinin Ödenmesi

Anonim ortaklığın paylarını edinebilmesi için pay bedellerinin tamamının ödenmiş olması gerekmektedir. Aksi halde ortaklık kendisine karşı borçlu hale gelmiş olacaktır ki, böyle bir durumun mantıken izahı mümkün bulunmamaktadır.

1.4.2.4 Ortaklığın Tek Pay Sahibi Olması

TTK'nın 338/3.maddesine göre anonim ortaklık tek pay sahibi olacak şekilde kendi payını iktisap edemez ve ettiremez. Ortaklığın bütün hisse senetlerini iktisap etmesi hali sermayesinin tamamının ortaklara iade edilmesi ve şirketin sermayesiz kalması anlamına geleceğinden bu şekilde yasaklayıcı bir hüküm getirilmiştir.⁷⁰

1.4.3 SerPK Hükümleri

Özellikle payları borsada işlem gören anonim ortaklıkların kendi paylarını borsadan geri almaları ve/veya ileride bu payları tekrar satacak olmaları konunun piyasa suistimali çerçevesinden incelenmesini gerektirmektedir. Piyasa suistimali ise genel olarak 'içeriden öğrenenlerin ticareti' ve 'manipülasyon' fiillerinden oluşmaktadır. Belirtmek gerekir ki her iki fiil türü de SerPK kapsamında hapis ve para cezası gerektirecek nitelikteki fiillerdendir.

İçeriden öğrenenlerin ticareti bir ortaklık ile bağlantılı olan herhangi bir kişinin o ortaklığın herhangi bir menkul kıymetini alıp satması olarak tanımlanabilir.⁷¹ SerPK'da ise içeriden öğrenenlerin ticareti "Sermaye piyasası araçlarının değerini etkileyebilecek, henüz kamuya açıklanmamış bilgileri kendisine veya üçüncü kişilere menfaat sağlamak amacıyla kullanarak sermaye piyasasında işlem yapanlar arasındaki fırsat eşitliğini bozacak şekilde mameleki yarar sağlamak veya bir zararı bertaraf etmek" şeklinde tanımlanmıştır.⁷² Manipülasyon ise "yapay olarak, sermaye piyasası araçlarının, arz ve talebini etkilemek, aktif bir piyasanın varlığı izlenimini uyandırmak,

⁷⁰ Yakup Akkaya, "Tek Ortaklı Anonim Şirket Kurulması Mümkün Müdür ?", **Yaklaşım Dergisi**, Sayı. 215 (2005), s.6.

⁷¹ Georgios Zekos, "Insider Trading Under the EU, USA and English Laws: Well Recognised Necessity or a Distraction", **Managerial Law**, Cilt. 41, Sayı.5 (1999), s.6.

⁷² SerPK, m.47-A/1.

fiyatlarını aynı seviyede tutmak, arttırmak veya azaltmak amacıyla alım ve satımını yapmak” şeklinde tanımlanabilir.⁷³

Payları borsada işlem gören bir ortaklığın kendi paylarını geri alması hem ‘içeriden öğrenenlerin ticareti’ hem de ‘manipülasyon’ fiileri ile doğrudan ilintilidir. Nitekim ortaklığın kendi paylarını geri alması payların borsa fiyatı üzerinde etkili olabilecek bir işlem olup bu işlem sonucunda her iki piyasa suistimali fiilinin işlenmesi riski bulunmaktadır.

Halihazırda SerPK’da payları borsada işlem gören anonim ortaklıkların kendi paylarını almasına ilişkin sadece tek bir düzenleme yapılmış olup bu düzenleme 10.08.2011 tarih ve 26/767 sayılı “Payları İMKB’de İşlem Gören Şirketlerin Kendi Paylarını Satın Almaları Sırasında Uyacakları İlke ve Esaslar”a ilişkin bir İlke Kararı’ndan ibarettir.

1.4.4 Avrupa Birliği Direktifi ve Çeşitli Ülke Uygulamaları

Avrupa Birliği’ne üye olan ülkelerde mukim şirketlerin kendi paylarını geri alabilmelerine yönelik olarak yapılan ilk düzenleme 1976 yılındaki direktiftir. O zamanki adı ile Avrupa Ekonomik Topluluğu’nun şirketlere ilişkin 77/91 sayılı ikinci yönergesinde şirketlerin kendi paylarını geri alabilmelerine yönelik olarak bir takım prensipler benimsenmiştir.

Bu prensipler arasında şirketlerin kendi paylarını geri alabilmeleri için genel kurul tarafından yetkilendirilmeleri, bu yetkinin süresinin 18 ay’ı geçmemesi, geri alınabilecek payların toplam adedinin dolaşımdaki pay sayısının %10’unun geçmemesi, geri alım için ödenecek en düşük ve en yüksek bedellerin belirlenmesi ve geri alınacak bedeller için yapılacak ödemenin şirketlerin kendi karlarından karşılanması gerektiği yer almaktadır. Bu yüzden bu direktife tabi şirketler borçlanarak elde ettikleri nakit varlıklar ile kendi paylarını geri alamazlar. Ancak her ülke kendi isteği doğrultusunda ilave düzenleme yapma yetkisine sahip olup ülkeler arasında değişik düzenlemeler mevcuttur.

⁷³ SerPK, m.47-A/3.

Genel olarak bakıldığı zaman Avrupa Birliği uygulaması ile ABD uygulaması arasında çeşitli farklar bulunmaktadır. Örnek olarak ABD uygulaması pay geri alımı için genel kurul onayına ihtiyaç duymazken, fiilen yapılan geri alımların da bildirim zorunluluğu bulunmamaktadır. Dolayısıyla ABD uygulamaları Avrupa Birliği uygulamalarına göre daha serbesttir.⁷⁴

1.4.4.1 İspanya

İspanya mevzuatına göre şirketler hem kendi ellerinde tuttıkları hem de iştirakleri tarafından sahip olunan payların %10'undan fazlasını geri alamazlar. Payları borsada işlem gören şirketler için bu oran %5 olarak uygulanır. Şirketin kendi paylarını geri alabilmesi için genel kurul tarafından bir anlaşma ile uygun bulunması gerekmektedir. Anlaşmada geri alımın yöntemleri, geri alınabilecek maksimum pay adedi, maksimum-minimum fiyat aralığı ve 18 ayı geçmemek üzere geri alım periyodunun belirlenmesi gerekmektedir. Geri alınan payların adedi yukarıda belirtilen yüzdelerin üzerine çıktığı zaman firmanın elindeki payları ya geri satması ya da iptal ederek sermaye indirimine gitmesi gerekmektedir.⁷⁵

1.4.4.2 Japonya

Japonya'da 1994 yılına kadar halka açık şirketlerin kendi paylarını geri alması hukuken mümkün değildi. 1994 yılında değişen ticaret kanunu ile şirketler kendi paylarını geri alma konusunda hukuki serbestliğe kavuşmuş oldular. Ancak ticaret kanunundaki değişiklik sonrasında bile şirketler kendi paylarını geri alma konusunda isteksiz davrandılar. Bunun en önemli nedeni vergi kanunlarında pay geri alımlarının temettü dağıtımı ile eş tutulup temettüler için geçerli kurallara göre vergilendirilmesi idi. Öyle ki, şirket kendi paylarını geri aldığı zaman payını satmayan ortaklara da temettü geliri elde etmiş gibi vergi tahakkuk ediyordu. Vergi kanunundaki bu uygulama 1995 yılında değiştirildikten sonra pay geri alımlarının miktarı önemli ölçüde artmış

⁷⁴ Andreas Hackethal ve Alexandre Zdantchouk, "Signalling Power of Open Market Share Repurchases in Germany", **Financial Markets and Portfolio Management**, Cilt.20, Sayı.2 (2006), s.130.

⁷⁵ M Victor Gonzales ve Francisco Gonzales, "Stock Repurchases with Legal Restrictions. Evidence from Spain", **The European Journal of Finance**, Cilt.10 (2004), s.528.

oldu. 1997 yılından önce Genel Kurul'un iznine tabi olan açık piyasa alımları bu yılı izleyen dönemden itibaren sadece Yönetim Kurulu'nun iznine tabi tutulmaktadır.

Açık piyasa geri alımı yapacak şirketler Tokyo Borsası tarafından çıkartılan düzenlemelere uymak zorundadırlar. Bu düzenlemeler kapsamında geri alım yapılacak paylar için ödenecek fiyat bir önceki kapanış günü fiyatının üzerinde olmamalıdır. Şirketler işlem gününün son yarım saati ve mali yıl kapanışından önceki 1 hafta boyunca geri alım işlemi yapamazlar. Geri alımı yapılacak payların günlük adedi bir önceki ay gerçekleşen günlük ortalama işlem hacminin %25'inden fazla olamaz. Bunlardan ayrı olarak geri alım yapmayı düşünen firmalar ne kadarlık bir geri alım yapacaklarını, ne zaman yapacaklarını ve hangi aracı kurum ile çalışacaklarını açıklamak zorundadırlar. Günlük gerçekleşen geri alım hacimleri ise ayrıca açıklanmak zorundadır. İçeriden öğrenenlerin ticareti problemini gidermek için ise şirketin bilgilerini haiz bir kişinin kendi elindeki payları şirkete geri satmaması gerekmektedir.⁷⁶

1.4.4.3 İngiltere

İngiltere'de şirketler kendi paylarını 1981 yılındaki Şirketler Kanunu'ndaki değişiklikten sonra alabilir hale gelmişlerdir. Şirketin açık piyasa geri alımı yapabilmesi için Genel Kurul tarafından en fazla 18 ay süreliğine izin verilmesi gerekmektedir. Geri alımı yapılacak paylar dolaşımdaki pay adedinin %15'ini geçemeyecek olup paylar için ödenecek fiyat geri alım gününden önceki 5 günde oluşan ortalama fiyatın %5'inden fazlasını aşamayacaktır.

İngiltere'deki sermaye piyasasını düzenleyen kurum olan 'Financial Supervisory Authority' (FSA)'ye açık piyasa geri alımı yapılması kararının ivedilikle bildirilmesi gerekmektedir. Fiilen gerçekleşen geri alımların da hemen veya en geç ertesi gün sabah saat 7:30'a kadar bildirilmesi gerekmektedir. Şirketin mali sonuçlarının açıklanmadan önceki 1 – 2 aylık dönemde şirketin kendi paylarını geri alması yasaktır.⁷⁷

⁷⁶ Jaemin Kim, Ralf Schremper ve Nikhil Varaiya, "Open Market Repurchase Regulations: A-Cross Country Examination", **Corporate Finance Review**, Cilt.9, Sayı.4 (2005), s.32.

⁷⁷ Kim, Schremper ve Varaiya, s.32.

1.4.4.4 Fransa

Fransa'da açık piyasa geri alımı yapabilmek için hem genel kurulun hem de düzenleyici otoritenin onayına ihtiyaç duyulmaktadır. En fazla 18 aylık bir dönem için verilen izin çerçevesinde dolaşımdaki payların en fazla %10'una kadar geri alım yapılabilmektedir. Geri alım işlemi için ödenecek fiyat işlemin yapıldığı günkü en düşük ve en yüksek gerçekleşen fiyat aralığında bulunmalıdır. Bir günde gerçekleşecek ger alım işlemi önceki 3 iş gününde gerçekleşen ortalama işlem hacminin %25'inden fazla olamayacaktır. Geri alım işlemi firmanın yıllık raporlarının açıklanmasından önceki 15 günde yapılmayacak olup firmanın piyasadaki payların değerini etkileyeceğini düşündüğü herhangi bir bilgiye sahip olduğu dönemde de yapılamayacaktır. Bu içeriden öğrenenlerin ticareti problemini gidermek için düşünülmüş bir çözümdür. Yukarıdakiler dışında firmalar her ay düzenleyici kuruma pay geri alım işlemleri ile ilgili rapor vermek zorundadır.⁷⁸

1.4.4.5 Almanya

Alanya'da 1998 yılına kadar şirketlerin kendi paylarını geri alması hukuken mümkün değildi. 1998 yılında yapılan değişiklik ile birlikte geri alım işlemi için genel kurulun onay vermesi şartı ile şirketler kendi paylarını geri alabilir hale gelmişlerdir. Genel Kurul tarafından verilecek onayda ayrıca paylar için ödenecek minimum ve maksimum bedelin tespit edilmesi zorunludur. En fazla 18 ay süre ile verilecek izin çerçevesinde geri alınabilecek payların toplam adedi dolaşımdaki pay sayısının %10'u ile sınırlıdır. Geri alınacak paylar için yapılacak ödemeler şirketlerin dağıtılabilir karından karşılanacaktır. Almanya'da geri alım işlemlerinin önceden kamuya duyurulması zorunlu olup geri alınan payların %5 veya %10 eşiklerine ulaşması durumunda ayrıca düzenleyici otoriteye bilgi verilmesi gerekmektedir.⁷⁹

⁷⁸ Kim, Schremper ve Varaiya, s.33.

⁷⁹ Kim, Schremper ve Varaiya, s.33.

1.4.4.6 Kanada

Kanada'da bölgesel birçok borsa olduğu için Kanada'nın en önemli borsası olan Toronto Borsası'nın düzenlemeleri incelenmiştir. Bu düzenlemeler çerçevesinde şirketlerin geri alım süreleri 1 yıl ise sınırlı olup bu süre zarfında geri alım yapılabilecek payların toplam adedi dolaşımdaki pay sayısının %10'u ile geri alınması için onay verilen toplam hisselerin %5'inden büyük olanı ile sınırlıdır. Şirketler kendi paylarını gerçekleştiren en yüksek fiyatın üzerinde alamazlar.

ABD'dekine benzer ancak diğer Avrupa Ülkelerinin aksine Kanada'da geri alım programları için genel kurul onayına ihtiyaç bulunmamaktadır. Yönetim Kurulu tarafından geri alım işlemine karar verilmesi durumunda düzenleyici kuruma bir niyet mektubu gönderilir. Geri alım işleminin sürdüğü süre içinde her ayın sonunu takip eden 10 gün içinde o aya ait bildirimlerin yer aldığı bir bildirim yapılır.⁸⁰

1.4.4.7 İtalya

İtalya'da da Avrupa Ülkelerindekine benzer şekilde şirketlerin kendi paylarını geri alması için genel kurulun izni yer almaktadır. Bu izin maksimum 18 aylık bir dönem için geçerlidir. Genel Kurul'da geri alınabilecek payların en yüksek adedi ile ödenecek bedelin en düşük ve en yüksek bedeli belirlenmesi gerekmektedir. Geri alınacak paylar dolaşımdaki payların %10'u ile sınırlı olup yapılacak geri alım için ödenecek bedeller şirketlerin dağıtılabilir kar tutarından karşılanmalıdır. Geri alım için ödenecek bedel bir önceki işlem günündeki ağırlık ortama fiyatın üzerinde olamayacaktır. Benzer şekilde bir ay içerisinde yapılacak geri alım adedinin toplamı önceki 6 ayda oluşan ortalama aylık işlem hacminin %25'inin üzerinde olamayacaktır. Yapılacak geri alım işlemlerine ilişkin bilgiler ve gerçekleşen alım bilgilerinin açıklanması gereklidir.⁸¹

⁸⁰ Kim, Schremper ve Varaiya, s.33.

⁸¹ Kim, Schremper ve Varaiya, s.34.

1.4.4.8 Hollanda

Yine diğer Avrupa ¼lkelerindekine benzer olarak Şirketler kendi paylarını geri almak için genel kurulun onayına ihtiyaç duyarlar. Bu onay 18 ay için geçerli olup yapılacak geri alımlar dolaşımdaki adedin %10'u ile sınırlıdır. Yapılacak geri alımlar Şirketin dağıtılabilir karından karşılanacak olup genel kurulda alınacak onayda ayrıca geri alım için ödenecek minimum ve maksimum bedellerin tespit edilmesi gerekmektedir.

Yapılan geri alımlar bir sonraki günün sonuna kadar bildirilmesi gerekmektedir. Eğer yapılan geri alımlar toplam dolaşımdaki payın %5'ini aşar ise bu durumda bu geri alımlar düzenleyici kuruma ayrıca bildirilmelidir. Şirketin içindeki kişilerin kendi paylarını Şirkete satmaları halinde bu durum da ayrıca kamuya açıklanmalıdır.⁸²

1.4.4.9 İsviçre

1992 yılındaki Şirketler Kanunu'ndaki değişiklik ile Şirketlerin kendi paylarını geri alması mümkün hale gelmiştir. Ancak payları borsada işlem gören Şirketler için düzenleyici kurum ve borsanın detaylı düzenlemeleri mevcuttur. Şirketlerin kendi paylarını geri alması için genel kurulun iznine ihtiyaç vardır. Geri alınacak pay adedi maksimum dolaşımdaki pay adedinin %10'u ile sınırlıdır. Şirketler mali sonuçları açıklanmadan 10 gün önce kendi payları ile herhangi bir işlem yapamazlar. Geri alınabilecek payların miktarı önceki ayda gerçekleşen ortalama günlük %25'inin üzerinde gerçekleşemez. Hisse geri alımı işlemi Şirketin mali sonuçlarını açıklamadan önceki 10 günde yapılamaz. Şirketin içindeki kişiler için bu süre 20 gündür.⁸³

1.4.5 ABD SerPK Uygulaması

Açık piyasa geri alımları ABD'de özellikle 1980'lerden itibaren yükselişe geçmiş ve 1985 – 2003 yılları arasındaki tüm hisse geri alımlarının %80'i bu yöntem ile

⁸² Kim, Schremper ve Varaiya, s.34.

⁸³ Kim, Schremper ve Varaiya, s.35.

yapılmıştır.⁸⁴ Açık piyasa geri alımlarının önünü açan en önemli neden 1982 yılında SEC tarafından yapılan bir düzenlemedir. Bu düzenleme (SEC tarafından çıkartılan ‘güvenli liman’ kuralı 10b-18) zorlayıcı bir düzenleme olmayıp firmaların bu kurala uymak gibi bir yükümlülükleri bulunmamaktadır, ancak uydukları takdirde ortaya çıkabilecek hukuki sorumluluklardan korunmaktadırlar. Bu hukuki sorumluluklardan en önemli ve en bilineni hisse geri alım yöntemi ile hisselerin piyasa fiyatının manipüle edilmesidir. İşte SEC tarafından yapılan düzenlemeye uyan şirketler ‘manipülasyon’ iddiasına karşı kendilerini hukuken koruma altına almaktadırlar. SEC tarafından çıkartılan kurala göre hisse geri alımlarının sadece tek bir broker aracılığı ile yapılması, işlemlerin açılış sırasında veya son yarım saatte yapılmaması, işlem fiyatının hiçbir şekilde alım teklifi veya piyasada oluşan bağımsız fiyatın yüksek olanının üzerinde olacak şekilde gerçekleşmemesi ve günlük gerçekleşen geri alımların önceki 4 hafta boyunca oluşan ortalama günlük işlem hacminin %25’inden fazla olmaması durumunda firmalar ‘manipülasyon’ iddiasına karşı kendilerini savunabilmektedirler. Bu kuraldaki kısıtlara uyan firmaların hisse fiyatlarını piyasada suni olarak yükseltme imkânlarının önemli ölçüde kısıtlandığı varsayılmaktadır. İşte SEC tarafından bu kural çıkartıldıktan sonra açık piyasa geri alımlarının hacmi ve önemi oldukça artmıştır. Aksi halde firmaların geri alım yolu ile hisselerinde manipülasyon yaptıkları iddiası ile karşılaşmaları sonucunda meydana gelebilecek hukuki ihtilafların bedeli çok ağır olabileceği için firmalar bu kuraldan önce geri alım yapmaya çok yanaşmamışlardır.⁸⁵

Hisse senedi manipülasyonu dışında hisse geri alımlarının diğer hukuki sonuçlara yol açması muhtemeldir. Bunlardan bir tanesi hisse geri alım işlemini gerçekleştirirken ortaklar arasında eşitsiz bir uygulamaya meydan vermeyecek şekilde işlemin gerçekleştirilmesidir. Temettü dağıtımının aksine hisse geri alımına her ortak katılmayacağı için ortaklar arasında farklı sonuçların ortaya çıkması doğaldır. Ancak bu farklı sonuçların ortaklar arasında eşit işlem yapılması ilkesine aykırılık olarak değerlendirilmemesi için ABD’de hisselerini geri alan firmalara ‘açıklama’ yükümlülüğü getirilmiştir. Buna göre firmalar hisselerini geri almadan önce buna ilişkin yönetim kurulu tarafından yetkilendirildiklerini açıklamak zorundadırlar. Böylece

⁸⁴ Theo Vermealen, **Share Repurchases Foundations and Trends in Finance**, 2005, s.14.

⁸⁵ Vermealen, s.28-29.

firmanın ortakları fiili bir hisse alımı gerçekleşmeden önce firmanın böyle bir yetkiye sahip olduğunu bilme imkânına kavuşmaktadırlar. 2003 Aralık ayında SEC 10b-18 kuralında yapılan bir değişiklik ile firmalar her çeyrek dönemde hisse alımı için ortalama ne kadar fiyat ödendiğini, kaç adet hisse alındığını ve daha ne kadar maksimum hisse alabileceklerini açıklamak zorundadırlar. Bu açıklama yükümlülüğü ile ortaklar arasında eşit işlem yapılması sağlanmaya çalışılmaktadır.⁸⁶

Hisse geri alımları firmaya borç verenlerin teminatı niteliğinde olan özkaynaklarda azalışa neden olacağı için özkaynakların azalması borç verenlerin riskinde bir artış meydana getirebilir. Hisse geri alımlarının firmaya borç verenlerin durumunu kötüleştirmemesi için özellikle Avrupa sisteminde hisse geri alımının yapılmasından sonra firma tarafından korunması gereken bir 'net değer' bulunmaktadır.⁸⁷ Türk Ticaret Kanunu'nda da Türkiye'deki firmaların hisse geri alımlarını yapabilecekleri bir üst sınır bulunmakta ve hatta hisse geri alımları için ödenen bedel kadar firmada yedek akçe ayrılması zorunlu kılınmaktadır. Bu şekilde firmaya borç verenlerin teminatını oluşturan özkaynaklarda bir azalış meydana gelmemesi sağlanmaya çalışılmaktadır. Bu açıdan bakıldığında ülkemizdeki düzenleme Avrupa sistemindekine benzer bir düzenlemedir. Literatürde hisse geri alımları sonucunda piyasada kalan hisselerin fiyatında artış meydana geleceği (ve dolayısıyla özkaynakların defter değeri düşse de piyasa fiyatındaki düşüşün daha az olacağı) ve hisse senedini geri alan firmaların artık büyüme safhasını bitirip riskli yatırımlara yatırım olanaklarını yitirmiş firmalar olacağı için sistematik risklerinin daha az olacağı ve dolayısıyla firmaya borç verenlerin riskinde de artışa yol açmayacağını savunan yazarlar da bulunmaktadır.⁸⁸ Ancak her hisse geri alımının piyasa fiyatında artışa yol açmadığı (özellikle hisse senedi opsiyon yükümlülüklerini karşılamak için yapılan geri alımlar) ve firmanın riskinde her zaman azalışa yol açtığını savunmak mümkün olmayabilir.

⁸⁶ Vermealen, s.29.

⁸⁷ Vermealen, s.30.

⁸⁸ Vermealen, s.30.

Hisse geri alımları manipülasyon, ortaklar arasındaki eşit işlem ve firmaya borç verenlerin riskinde artış meydana getirmesi gibi hukuki yönleri dışında ‘içeriden öğrenenlerin ticareti’ boyutunu da barındırmaktadır. Firmanın yöneticileri firmanın hisselerini elinde tutan ortaklara göre firma hakkında daha fazla bilgiye sahip olup bu bilgi doğrultusunda hisse geri alımlarının zamanlamasını ayarlayabilirler. Özellikle açık piyasa geri alımlarında firmanın yöneticileri diğer kişilerin sahip olmadıkları bilgiler doğrultusunda hisselerin geri alınıp alınmayacağı veya zamanlaması konusunda çok büyük bir esnekliğe sahiptirler. ABD’de ‘içeriden öğrenenlerin ticareti’ konusunda alınan önlem yine ‘açıklama’ yükümlülüğüdür. Diğer bir deyişle firma önceden piyasalara hisselerini geri alabileceğini açıkladığı zaman piyasalar hisselerin değerini bu opsiyonu da içerecek şekilde fiyatladığı için hisselerini satan her ortak bundan yararlanabilmektedir. Ancak yine de firmalara bazı özel dönemlerde (finansal sonuçların açıklanacağı zamanlar gibi) işlem yapma yasakları getirilmiştir.⁸⁹

⁸⁹ Vermealen, s.30.

2 HİSSE SENEDİ GERİ ALIMININ NEDENLERİ, TÜRLERİ ve HİSSE SENEDİ FİYATLARINA ETKİSİ

Ortaklıkların kendi hisselerini geri alması konusundaki son 10 yıllık veriler incelendiği zaman şirketlerin elde ettikleri karları ortaklarına temettü yerine kendi hisselerini geri almak sureti ile dağıtmak yönünde daha kuvvetli bir eğilime sahip oldukları söylenebilir. Standart and Poors 500 (S&P 500) Buybacks raporunda yer alan tarihsel verilere göre S&P 500 endeksine dahil olan şirketlerin ilgili yıllarda açıkladıkları temettü ve hisse senedi geri alımlarının faaliyet karlarına oranları aşağıdaki tablolarda gösterilmektedir:

Tablo1

S&P 500 Endeksine Dahil Şirketlerin Temettü ve Hisse Senedi Geri Alım Tutarları

YILLAR*	FAALİYET KARI**	TEMETTÜ**	PAY GERİ ALIMI**	TEMETTÜ / FAALİYET KARI	PAY GERİ ALIMI / FAALİYET KARI
1998	93	32	32	34,41%	34,41%
1999	424	135	139	31,84%	32,78%
2000	485	139	148	28,66%	30,52%
2001	350	140	130	40,00%	37,14%
2002	422	146	125	34,60%	29,62%
2003	504	158	130	31,35%	25,79%
2004	629	179	195	28,46%	31,00%
2005	692	199	348	28,76%	50,29%
2006	788	222	430	28,17%	54,57%
2007	729	244	586	33,47%	80,38%
2008	1163	427	875	36,72%	75,24%
2009	207	98	54	47,34%	26,09%

Kaynak: "S&P 500 Stock Buybacks Hit Record Low", 15 Eylül 2009,

<http://www.reuters.com/article/2009/09/15/idUS128933+15-Sep-2009+PRN20090915> (18 Mart 2012)

* 1998 yılının son çeyreği veri setinde yer almaktadır.

** Milyar Dolar.

Yukarıdaki tablodan da görüleceği üzere son 10 yılda ortalıklar hisse senedi geri alımını temettü dağıtmaya tercih etmiş olup özellikle 2004 yılından itibaren aradaki fark gittikçe açılmıştır.

2.1 HİSSE SENEDİ GERİ ALIMININ NEDENLERİ

2.1.1 Ekonomik Nedenler

2.1.1.1 Atıl Nakit Değerlerin Dağıtımı

Ortaklıkların bilançosunun varlıklar kısmında yer alan nakit veya nakit benzeri değerlerin ortaklara iade edilmesi için kullanılan yöntemlerden bir tanesi de hisse senetlerinin ortaklıkça geri alınmasıdır. Diğer bir deyişle hisse senetlerinin geri alımı ortaklardan bazılarına (hisselerini ortaklığa geri satmayı kabul eden ortaklara) ortaklıktaki nakit kaynakların aktarılması işlemidir. Ortaklıklar ellerindeki fazla nakdi dağıtmak için bu yönteme başvurumaktadırlar.⁹⁰ Hisse senetlerinin geri alımı ile firmaların nakit akış seviyesi arasında pozitif bir ilişki olduğu tespit edilmiştir⁹¹. Ayrıca hisse senetlerinin geri alınımının piyasalarda yarattığı olumlu algının ortaklığın hisse senetlerini geri alımından önceki likit varlık seviyesinin yüksekliği ile doğru orantılı olduğunu ortaya konulmuştur.⁹²

Serbest nakit akışı fazla olan şirket yöneticileri ile şirketin ortakları arasında bu nakdin kullanımına yönelik ihtilaflar çıkabilmektedir. Bu aşamada çözülmesi gereken problem şirket yöneticilerinin bu fazla nakdi sermaye maliyetinin altındaki projelere yatırması ve organizasyonel açıdan etkin olmayan yerlerde kullanmasının önüne geçebilmektir. Bu finans literatüründe ‘serbest nakit akışının aracılık maliyeti’ olarak bilinmektedir. Her ne kadar şirket ortakları şirketin fazla nakit kaynaklarının dağıtılmasından memnun olsalar da şirket yöneticileri ellerinin altında yönetebilecekleri kaynakların azalması çok sıcak bakmayabilirler. Kaynakları oldukça fazla olan şirketlerin yöneticileri kendilerini daha kudretli hissederler. Ayrıca kaynakların artması şirket yöneticilerinin maaş ve benzeri menfaatleri ile doğru orantılı olunca yöneticilerin şirket kaynaklarını ortaklara dağıtma kararı almaları güçleşebilmektedir. Ayrıca orta

⁹⁰ Michael C Jensen, “Agency Costs of Free Cash Flow”, **American Economic Review**, Cilt.76 (1986), s.323.

⁹¹ Clifford P Stephens ve Michael S Weisbach, “Actual Share Repurchases in Open-Market Repurchase Programs”, **The Journal of Finance**, Cilt.53, Sayı.1 (1998), s.323. Ayrıca bkz. Daryl M.Guffley ve Douglas K. Schneider, “Financial Characteristics of Firms Announcing Share Repurchases”, **Journal of Business and Economic Studies**, Cilt.10, Sayı.2 (2004), s.15.

⁹² Dosoung Choi ve Sangsoo Park, “Targeted Share Repurchases, Free Cash Flows, and Shareholder Wealth: Additional Evidence”, **Managerial Finance**, Cilt.23, Sayı.3 (1994), s.51.

kademe yöneticilerini yıllık prim yerine terfi ile ödüllendiren şirketlerde terfiler yüzünden yeni açılması gereken pozisyonların finansmanı için de şirketin güçlü kaynaklara sahip olması gerekmektedir.⁹³

Bahsi geçen ‘aracılık maliyeti’ni azaltan faktörlerden bir tanesi hisse senetlerinin geri alınması işlemidir. Bu işlem ile şirkette yer alan fazla nakit kaynaklar ortaklardan isteyenlere dağıtılmış olur. Likit kaynakları çok olan şirketler bu kaynakları net bugünkü değeri düşük olan projelere yatırma riski ile karşı karşıyadırlar. Bu da şirketin değerini düşürme riski taşıyan işlemlerden bir tanesidir. Likit kaynakları çok olan şirketler fazla likit kaynaklarını hisse senedi geri alımı yolu ile ortaklara geri verip akılcı olmayan yatırım yapma riskini bertaraf etmektedirler. Dolayısıyla bu tip durumlarda yapılan hisse senedi geri alımları piyasalar tarafından olumlu bir şekilde algılanır.⁹⁴ Hisse senetlerinin geri alımı ile aynı zamanda şirketin borçluluk oranı da artırılmış ise yaratılan bu borcun da ‘aracılık maliyeti’ni azaltacağı kabul edilmektedir. Şöyle ki; borç yaratma bir şirketin yöneticilerinin ileride düzenli olarak nakit dağıtma sözlerine sadık olmalarını sağlamaktadır. Dolayısıyla aslında borç, kar payının bir yedeği olarak düşünülebilir. Hisse senetlerini geri alıp yerine borç senetleri ihraç etmekle bir şirket borç senetlerini elinde bulunduran kişilere şirketi anapara ve faiz borçlarını ödememeleri durumunda iflasa kadar götürme hakkı vermekle şirket yönetimini düzenli nakit dağıtma yönünde disipline etmektedir. Dolayısıyla borç yaratma aslında şirket yöneticilerinin elinde kullanabilecekleri serbest nakit miktarını azalttığı için aracılık maliyetini düşüren bir etken olarak değerlendirilmektedir.⁹⁵

Örnek olarak piyasa değerine göre aşırı yatırım yapma eğiliminde olan firmaların açıkladıkları temettü artışının piyasalar tarafından piyasa fiyatına göre daha az yatırım yapan firmaların açıkladıkları temettü artışına nazaran daha olumlu

⁹³ Jensen, s.330.

⁹⁴ Choi ve Park, s.53.

⁹⁵ Jensen, s.333.

algılanmaktadır. Bu olumlu algının nedeni aşırı yatırım yapan firmaların temettü dağıtması yolu ile serbest nakdin aracılık maliyetinin düşürülmesidir.⁹⁶

2.1.1.1.1 Esneklik Hipotezi

Şirketlerin elindeki fazla nakdi dağıtma konusunda hisse senedi geri alımının temettü dağıtımına göre bir takım esneklikler sağladığını ileri süren hipotez ‘esneklik hipotezi’ olarak adlandırılmaktadır. Hisse senetleri geri alımlarında herhangi bir taahhüdün ve temettünün aksine dağıtımın düzenli bir şekilde yapılması beklentisinin olmaması hisse senedi geri alımının serbest nakdin dağıtımı için temettüye göre daha esnek bir yöntem olarak ortaya çıkmasına neden olmaktadır.⁹⁷ Literatürde yüksek hacimli nakit dağıtımları için hisse senedi geri alımlarının kar payı dağıtımına yerine tercih edildiğini gösteren modeller ortaya konulmuştur.⁹⁸

Bir başka görüşe göre şirket yönetimi şirket kaynaklarında yer alan fazla nakdin geçici olduğuna inanıyor ise bu durumda bunu kar payı şeklinde dağıtmak yerine hisse senetlerini geri alarak dağıtım konusu yapabilir. Bu şekilde kar payının dağıtım politikası da geçici nakit akışlarının etkisi ile bozulmamış olur. Diğer bir deyişle kar dağıtım politikasını uzun dönemde düzenli bir şekilde yürütmek isteyen şirketler ellerindeki fazla nakdi hisse senetlerini geri alacak şekilde dağıtmak sureti ile kar payı dağıtım politikalarını da etkilememiş olurlar.⁹⁹

Yukarıdaki bulguyu destekler nitelikte şirketlerin hisse senedi geri alımı ile daha çok ‘geçici’ karakterdeki nakit kaynaklarını dağıttıklarını, ‘sürekli’ karakterdeki nakit kaynaklarını temettü dağıtımına yönlendirdiklerini metodik olarak ortaya konulmuştur. Geçici karakterdeki nakit kaynaklar faaliyet dışı karlardan ortaya çıkan

⁹⁶ Larry H.P Lang ve Robert H. Litzenberger, “Dividend Announcements: Cash Flow Signaling vs. Free Cash Flow Hypothesis”, **Journal of Financial Economics**, Cilt,24 (1989), s. 182. Yazarlar, çalışmada “Tobin’s Q” isimli bir oran kullanmışlardır. Bu oran şirketin piyasa değerinin toplam varlıkların yerine koyma maliyetine bölünmesi ile bulunan bir orandır. Bu oranın 1’den az olması şirketin aşırı yatırım yaptığına, 1’den fazla olması ise şirketin elindeki nakdi yatırım yerine ortaklara dağıttığına işaret etmektedir.

⁹⁷ Amy K. Dittmar, “Why Do Firms Repurchase Stock?”, **The Journal of Business**, Cilt.73, Sayı.3 (2000), s.337.

⁹⁸ Michael J. Brennan ve Anjan V. Thakor, “Shareholder Preferences and Dividend Policy”, **Journal of Finance**, Cilt.62 (1990), s.1411.

⁹⁹ Donald H. Woods ve Eugene F. Brigham, “Distribution Decisions: Share Repurchases or Dividends?”, **The Journal of Financial and Quantitative Analysis**, Cilt.1, Sayı.1 (1966), s.15.

nakit akımları olup, geçici karakterde olmayan nakit kaynaklar faaliyet karından doğan nakit akımlarıdır.¹⁰⁰

2.1.1.1.2 İkame Hipotezi

Şirketler ve ortaklar özellikle hisse senedi geri alımı ve temettü dağıtım işlemlerinin farklı şekilde vergilendirildiği durumlarda bir yöntemi diğerine tercih edebilirler. Genellikle hisse senedi geri alımında ortaklar elde ettikleri değer artış kazancı üzerinden vergilendirilirken, kar payında elde edilen kar payının tamamı vergiye tabiidir. Ayrıca hisse senedi geri alımı işlemi bazı durumlarda daha düşük oranlardan vergilendirilir ve ortaklara ellerindeki paylarını satıp kazançlarını realize edinceye kadar vergiyi erteleme gibi bir imkanı da sağlamaktadır. Dolayısıyla değer artış kazançlarındaki vergileme rejimi kar payının vergilendirilmesi rejimine göre daha avantajlı ise hisse senedi geri alımı temettü dağıtmaya tercih edilebilir.

Bu hipotez doğrultusunda yapılan bir çalışmada şirketlerin özellikle 1980’li yılların ikinci yarısından itibaren temettü dağıtmak yerine hisse senedi geri alımını tercih ettikleri ortaya konmuştur. Yapılan çalışmada şirketlerin beklenen temettü dağıtımları ile fiili temettü dağıtım arasında meydana gelen farkların pay geri alımı aktivitesi ile ters orantılı olduğu görülmüştür. Diğer bir deyişle pay geri alımı aktivitesinin artması ile tahmini ve fiili temettü dağıtımları arasındaki negatif fark da artış göstermektedir.¹⁰¹

2.1.1.2 Sermaye Yapısını Değiştirmek

Şirketlerin kendi hisse senetlerini geri alması sermaye yapısında değişiklik meydana getirmektedir. Şirketin kendi hisse senetlerini geri alması ile özkaynakların toplam borçlara olan oranı düşecek ve şirketin toplam finansmanında borcun (özkaynakların) ağırlığı artacaktır (azalacaktır).

¹⁰⁰ Bong-Soo Lee ve Oliver Meng Rui, "Time-Series Behavior of Share Repurchases and Dividends", **Journal of Financial and Quantitative Analysis**, Cilt.42, Sayı.1 (2007), s.119.

¹⁰¹ Gustavo Grullon ve Roni Michaely, "The Information Content of Share Repurchase Programs", **The Journal of Finance**, Cilt.59, Sayı.2 (2004), s.651.

Finans literatüründe sermaye yapısının – veya daha yalın bir anlatımla varlıkların hangi kaynaklardan finanse edildiğinin – önemi konusunda çok fazla teorik çalışma yapılmıştır. Bu çalışmalarda vergi ve işlem maliyetlerinin olmadığı bir ortamda sermaye yapısının – yani borç ve özkaynak arasındaki tercihin – firmanın değeri ile herhangi bir ilişkisinin bulunmadığı savunulmuştur. Bu varsayımlar vergilerin olmadığı, işlem maliyetlerinin ihmal edilebilir düzeyde olduğu ve piyasa oyuncuları arasındaki bilginin asimetrik olmadığı durumlarda geçerlidir.¹⁰² Ancak izleyen dönemlerde yapılan çalışmalarda bu varsayımlar esnetilerek şirketlerin sermaye yapısının firma yöneticileri ve yatırımcılar açısından önemli ve kontrol edilmesi için özel bir çaba gerektiren bir özellik olduğu ortaya konmuştur.¹⁰³ Dolayısıyla firma yöneticileri faaliyet ve yatırımlarını finanse ederken bu finansmanın hangi kaynaklardan yapılacağı konusunu etraflıca değerlendirmektedirler. Nitekim firmaların ve yatırımcıların vergiye tabi olmaları, işlem maliyetleri, asimetrik bilgi ve piyasaların etkisizliği gibi durumlar göz önüne alındığı zaman firmaların sermaye yapısının toplam sermaye maliyeti üzerinde ve dolayısıyla toplam firma değeri üzerinde etkisi olabilmektedir.

Sonuç olarak firmalar kendi hisse senetlerini geri almak sureti ile sermaye yapılarında istedikleri değişiklikleri yapma imkânına sahiptiler. Bu imkânın varlığı da firmaları zaman zaman kendi hisse senetlerini geri alma konusunda teşvik edebilmektedir. Firmanın bulunduğu sektördeki diğer firmalara kıyasla borç kaldıracı düşük kalmış ise firma kendi hisse senetlerini geri alarak borç kaldıracı oranını istediği seviyeye çekme imkânına kavuşmaktadır.

2.1.1.3 Hisse (Pay) Başına Kazancı Artırmak

Hisse başına kazanç firmanın vergi sonrası net karının birim hisse başına düşen kazanç toplamıdır. Hisse başına kazanç ile firmanın hisse senedinin değeri arasında bir ilişki bulunmaktadır. Bilindiği üzere finans literatüründe hisse senetlerinin değerleri belirlenirken en sık kullanılan araçlardan bir tanesi de gelecekteki nakit akımlarının

¹⁰² Franco Modigliani ve Merton H. Miller, “The Cost of Capital, Corporation Finance and The Theory of Investment”, **The American Economic Review**, Cilt.48, Sayı.3 (1958), s.262.

¹⁰³ Paul Kochhar, “Explaining Firm Capital Structure: The Role of Agency Theory vs. Transaction Cost Economics” **Strategic Management Journal**, (1996), s.713.

bugünkü değerine indirgemektedir.¹⁰⁴ Hisse senedini elinde tutan yatırımcılar temettü yolu ile o hisse senedinden nakit akışı elde edebilirler. Temettü ise firmanın elde ettiği vergi sonrası kazancın belirli bir bölümü veya tamamı olabileceği için hisse başına kazanç arttıkça temettü tutarı da artacak (firma temettü dağıtma politikasında herhangi bir değişiklik yapmadığı sürece) ve dolayısıyla hisse senedinin değeri de artan nakit akış potansiyelinin net bugünkü değeri kadar artış gösterecektir.

Örnek olarak toplamda 1000 adet hisse senedi olan bir firma sabit bir şekilde her yıl 10.000 TL net kar elde ediyor ve bunun tamamını ortaklara temettü olarak dağıtıyor ise ve yatırımcıların elde edecekleri nakit akımlarını bugünkü değerine indirgemek için kullandıkları iskonto oranı %10 ise bu durumda bu firmanın hisse senedinin değeri aşağıdaki formüle göre hesaplanır;

$$P_0 = \frac{DIV_1}{r} = \frac{EPS_1}{r}$$

P_0 = Hissenin T_0 'daki fiyatı

DIV_1 = Firmanın T_1 'deki temettüsü

EPS_1 = Firmanın T_1 'deki hisse başına kazancı

Bu formülde firmanın T_1 'deki temettü tutarı ve hisse başına kazancı eşit olup bu durum firmanın elde ettiği vergi sonrası net karın tamamını temettü olarak dağıtmasından kaynaklanmaktadır. Formüldeki temettü (DIV_1) ve hisse başına kazanç (EPS_1) yerine 10 TL (10.000 / 1.000) yazılırsa ve iskonto oranı yerine %10 koyulur ise hisse senedinin fiyatınının 100 TL olduğu hesaplanabilir.

Yukarıda yer alan örnekte firmanın sabit bir gelirinin olduğu, bunun tamamını ortaklara dağıttığı ve dolayısıyla hiç büyüme potansiyelinin olmadığı varsayılmaktadır. Ancak firma elde ettiği net karın belirli bir bölümünü ortaklara dağıtır ve geri kalanını faaliyetlerini büyütmek için kullanırsa hisse senedinin bugünkü değerini hesaplamak için firmanın ileride elde edeceği net kar yine belirli bir iskonto oranından bugünkü değerine indirgenecek ancak ilave olarak firma bünyesinde tutulan gelirden dolayı

¹⁰⁴ Aswath Damodaran, **Investment Valuation: Tools and Techniques for Determining the Value of Any Asset**, Wiley & Sons, 1996, s.350.

ortaya çıkacak ilave nakit akışları da bugünkü değerine indirgenecektir. Bu formül aşağıdaki gibidir:¹⁰⁵

$$P_0 = \frac{EPS_1}{r} + PVGO$$

P_0 = Hissenin T_0 'daki fiyatı

EPS_1 = Firmanın T_1 'deki hisse başına kazancı

PVGO = Firmanın büyümesinden kaynaklanan ilave gelirin bugünkü değeri

Sonuç olarak hisse başına kazanç hisse senetlerinin fiyatlarını (dolayısıyla bunları elinde tutan yatırımcıların servetini) etkileyen özelliklerden bir tanesidir.

2.1.1.3.1 Hisse Başına Kazanç ve Pay Geri Alımı

Bir firma eğer elde ettiği toplam net karın tamamını bünyesinde tutup bunları tekrar yatırım yapma potansiyeli olan alanlara yatırır ise bu durumda hisse başına kazanç yatırım potansiyelinin ilave getirisi kadar her yıl artış gösterir. Örnek vermek gerekirse bir firmanın nakit varlıkları ve riskli varlıklarının her biri 5.000.000 TL, nakit varlıkların getirisi %6, riskli varlıkların getirisi ise %15 ve firmanın dolaşımdaki hisse senedi adedi 1.000.000 adet ise vergilerin ve yabancı finansman kaynaklarının olmadığı bir ortamda firma elde ettiği karın tamamını her yıl nakit varlıklara yatırır ise firmanın değeri ve hisse başına kazanç yıllar itibari ile aşağıdaki gibi olacaktır:

Tablo 2

Hiç Kar Dağıtmayan Firmanın Yıllar İtibari ile Değeri

	0.Yıl	1.Yıl	2.Yıl	3.Yıl	4.Yıl	5.Yıl
Nakit Değerler	5.000.000	6.000.000	7.050.000	8.152.500	9.310.125	10.525.631
Riskli Varlıklar	5.000.000	5.000.000	5.000.000	5.000.000	5.000.000	5.000.000
Nakit Değer Getirisi	5%	5%	5%	5%	5%	5%
Riskli Varlık Getirisi	15%	15%	15%	15%	15%	15%
Toplam Net Kar	0	1.000.000	1.050.000	1.102.500	1.157.625	1.215.506
Hisse Adedi	1.000.000	1.000.000	1.000.000	1.000.000	1.000.000	1.000.000
Hisse Başına Kazanç	0	1,00	1,05	1,10	1,16	1,22
Hisse Fiyatı	10,00	11,00	12,05	13,15	14,31	15,53

¹⁰⁵ Richard A.Brealey ve Stewart C.Meyers, **Principles of Corporate Finance**, The McGraw-Hill Companies, 2003, s.72-73.

5.yılın sonunda firmanın toplam değeri 15.530.000 TL'dir (15.53 TL x 1.000.000). Bu değer ortakların 5.yılın sonundaki toplam servetini göstermektedir. Yukarıdaki örnekte yer alan firma bu sefer elde ettiği karın tamamını dolaşımdaki hisse senetlerini geri almak için kullanırsa bu durumda 1.yılın sonunda elde ettiği 1.000.000 TL'lik kar ile 90.909 adet hisse senedi geri alabilir. 1.yılın sonunda firmanın toplam aktifleri 11.000.000 TL (6.000.000 TL nakit değerler + 5.000.000 TL riskli varlıklar) olacağı için satın alma öncesi hisse senetlerinin fiyatı 11 TL (11.000.000 / 1.000.000) olacaktır. Bu fiyat üzerinden de satın alınabilecek hisse adedi 90.909 adet olacaktır.

İkinci yılın sonunda firma yine 1.000.000 TL kar elde edecek ve toplam 11.000.000 TL'lik değere ulaşacaktır. Dolaşımdaki hisse adedi 909.091 adet olduğu için (1.yılın sonunda geri alınan 90.909 adet tenzil edildikten sonra) hisse senedinin fiyatı 12.10 TL (11.000.000 / 909.091) olacaktır. Bu fiyat üzerinden 2.yılında sonunda satın alınabilecek hisse adedi ise 82.64 adet (1.000.000 / 12.10) olacaktır. Bu işlemler 5.yılın sonuna kadar devam ettirilirse ekteki tablo ortaya çıkacaktır.

Tablo 3
Sürekli Hisse Senedi Alan Firmanın Yıllar İtibari ile Değeri

	0.Yıl	1.Yıl	2.Yıl	3.Yıl	4.Yıl	5.Yıl
Nakit Değerler	5.000.000	6.000.000	6.000.000	6.000.000	6.000.000	6.000.000
Riskli Varlıklar	5.000.000	5.000.000	5.000.000	5.000.000	5.000.000	5.000.000
Nakit Değer Getirisi	5%	5%	5%	5%	5%	5%
Riskli Varlık Getirisi	15%	15%	15%	15%	15%	15%
Toplam Net Kar	0	1.000.000	1.000.000	1.000.000	1.000.000	1.000.000
Başlangıç Hisse Adedi	1.000.000	1.000.000	909.091	826.446	751.315	683.013
Hisse Fiyatı	10,00	11,00	12,10	13,31	14,64	16,11
Geri alınan hisse tutarı	0,00	90.909	82.645	75.131	68.301	62.092
Dolaşımdaki hisse adedi	1.000.000	909.091	826.446	751.315	683.013	620.921
Hisse Başına Kazanç	0	1,10	1,21	1,33	1,46	1,61

Firmanın elde ettiği karı bünyesinde tutmak yerine hisse senetlerini geri alması durumunda hem hisse başına kazanç hem de hisse senedinin fiyatı artış göstermektedir. Ancak 5.yılında sonunda firmanın toplam değeri 10.000.000 TL (620.921 adet hisse x 16.11 TL) olup firmanın ortaklarına 5 yıl içerisinde 5.000.000 TL değerinde nakit varlık iade etmiştir. Ortakların da bu değerleri firma ile aynı oranda nakit değerlere yatırım

yaptığı varsayılırsa bir önceki örnekteki toplam değere (15.530.000 TL) ulaşılmaktadır. Yani hisse senedi geri alımı hisse başına kazancı ve hisse değerini artırsa da ortaklar açısından herhangi bir şey değişmemektedir. Bir önceki duruma göre firma tarafından elde edilen kar firmanın bünyesinde değil ortakların elinde bulunmaktadır.¹⁰⁶

Dolayısıyla firmanın hisse senetlerini geri alması ile hisse başına kazancı artırması mümkün olsa bile toplam değeri artırması olanak dahilinde değildir. Hisse senetlerinin geri alındığı durumda ortaklara daha az riskli nakit iade edilmekte olup firmanın toplam varlık yapısında riskli varlıklar görece ağırlığını birinci örnekteki duruma göre artırarak korumaktadır. Bu da firmayı daha riskli hale getirmekte olup yatırımcıların yüksek riski yansıtacak bir iskonto oranından gelecekteki nakit akımlarını iskonto etmelerine neden olarak firmanın değerinde herhangi bir değişim meydana getirmeyecektir. Her ne kadar hisse senedi geri alımı ile firmanın değeri arasında bir ilişki bulunmasa da firmaların kendi hisselerini geri almalarının en önemli nedenlerinden bir tanesinin hisse başına kazancı artırmak olduğu bilinmektedir.¹⁰⁷

2.1.1.4 Alternatif Bir Yatırım Aracı

Elinde nakit fazlası olan ve fakat iyi bir yatırım seçeneği bulamayan firmalar elindeki nakit ile kendi hisselerini satın almayı tercih edebilirler. Bu şekilde firmalar daha az temettü ödeme olanağına sahip olurlar. Diğer bir deyişle hisse senetlerinin geri alınması ile birlikte dolaşımdaki hisse adedi azalacağı için firmalar daha az temettü ödeyerek sabit bir hisse başına temettü oranını koruyabilirler. Bu amaçla yapılan hisse geri alımları firmanın kendisi için bir ‘yatırım’ olarak değerlendirilir. Bunun nedeni firmanın elindeki nakdi bu şekilde değerlendirerek ileride ödeyeceği temettü tutarından tasarruf etmesi olarak ileri sürülmektedir. Buna ilave olarak firma kendi hissesinin fiyatının düşük olduğuna inanıyor ve hisse senedinin geri alımı piyasada fiyatın yükselmesine neden oluyor ise bu durumda hisse senedini satmayan ortakların servetlerinde bir artış meydana geliyor demektir. Bu açıdan bakıldığı zaman hisse

¹⁰⁶ Jacob Oded ve Allen Micher, ”Stock Repurchases and the EPS Enhancement Fallacy”, **Financial Analyst Journal**, Cilt.64, Sayı.4 (2008), s.62.

¹⁰⁷ Vermealen, s.68: Firmaların finans yöneticileri ‘hisse başına kazancı’ artırmanın hisse geri alımının en önemli ikinci nedeni olduğunu ifade etmişlerdir.

senedinin geri alımı firma açısından elindeki nakdin pozitif net bugünkü değere sahip bir projeye yatırılması ile aynı sonucu doğurmaktadır.¹⁰⁸

2.1.1.5 Pay Değeri ile ilgili Sinyal Göndermek

Firmanın hisse senedinin piyasa değeri piyasada oluşan arz ve talebe göre belirlenir. Ne var ki söz konusu arz ve talep sonucu oluşan değer, her zaman payın gerçek değeri ile örtüşmeyebilir, çünkü payın piyasa değerinin oluşmasını sağlayan arz-talep hareketleri, her zaman somut verilere dayanmaz, psikolojik etkenler de bu konuda büyük oranda etkili olurlar.¹⁰⁹

İşte bu noktada firmayı yöneten kişiler firmanın gerçek değeri ile ilgili piyasadaki yatırımcılardan daha farklı bilgilere sahip olabilirler. Bu bilgi asimetrisi yöneticilerin firmanın gelecekteki nakit akışları, yatırım potansiyeli, vb durumları hakkında yatırımcılardan daha fazla bilgiye sahip olmalarından kaynaklanmaktadır. Piyasada oluşan değer firmanın yöneticilerinin firmanın gerçek değer algısından daha düşük ise firma hisse senedi geri alım yöntemi ile firmanın değeri hakkında yatırımcılara bir ‘sinyal’ gönderebilir. Finans literatüründe buna ‘sinyal gönderme’ hipotezi denmektedir. Esas itibari ile sinyal gönderme hipotezi hem hisse senedi geri alımını hem de temettü dağıtımını birlikte içeren genel bir model olup, ‘Asimetrik Bilgi’ye dayanan modeller alt başlığında sıralanmaktadır. Asimetrik bilgi çok genel hatları itibari ile firmayı yönetenler ile firmanın yatırımcıları arasında firmanın geleceği (ve diğer bazı performans özellikleri) hakkında aynı derecede bilgiye sahip olunmamasından kaynaklanan bir durumdur. Bu durumdan kaynaklanan bilgi boşluğunu doldurmak için firma yöneticileri sahip oldukları özel bilgiyi yatırımcılarına duyurmak isterler, ancak bunu rakip firmaların bu özel bilgiye sahip olmamaları için dolaylı olarak yaparlar.¹¹⁰ Bunu yapmanın en bilinen ve tercih edilen yöntemi de firmanın beklenmedik derecede temettü dağıtması ve/veya hisse senedini geri almasıdır. Dolayısıyla bu hipotezin temel varsayımı firmayı yönetenlerin firmanın gerçek

¹⁰⁸ Rob Dixon, Graham Palmer, Bob Stradling ve Anne Woodhead, “An Empirical Survey of the Motivation for Share Repurchases in the UK”, **Managerial Finance**, Cilt.34, Sayı.12 (2008), s.886.

¹⁰⁹ Aydın, s.78.

¹¹⁰ Frankfurter M George ve Wood G. Bob, **Dividend Policy Theory & Practice**, Academic Press, 2003, s.92.

durumunun piyasadaki fiyatlara yansımadağını düşündükleri zaman piyasadaki fiyatları gerçek değerine getirmek amacı ile geri alım işlemi yapabilecekleridir. Hipoteze göre piyasa, yapılan bu işlemi hisse senedinin değerinin altında fiyatlandığı ile ilgili bir ‘sinyal’ olarak algılar.

Firma yönetiminin hisseleri geri atın almayı teklif ettiği değer firmanın gerçek değeri hakkındaki bir sinyal olup bu değer firmanın yöneticilerinin diğer yatırımcılar tarafından bilinmeyen bir takım bilgiler sonucu ortaya çıkmaktadır. Firmanın satın almayı teklif ettiği adet ise piyasalara gönderilmek istenen sinyalin güvenilirliğini göstermektedir. Sinyal göndermenin etkin olabilmesi için yanlış sinyal vermenin bir takım maliyetleri olması gerekmektedir. Bunlar arasında yanlış bir değerlendirme sonucu firmanın hisseleri gerçek değerinden daha fazla ödeyerek geri alması ve dolayısıyla hem firmanın hem de hissesini satmayan ortakların servetlerinde bir azalış meydana gelmesi sayılabilir. Yanlış sinyal vermenin maliyetli bir yöntem olmasından ötürü firmanın yöneticileri hisse senedi geri alımını ancak firmanın gerçek değerinin piyasadaki değerden daha yüksek olduğunu düşündükleri zaman yapmaları gerektiği ileri sürülmüştür.¹¹¹

2.1.1.5.1 Ampirik Çalışmalar

Sinyal gönderme hipotezinin varlığı çeşitli çalışmalar ile ortaya konmuştur. Hisse senedi geri alımı işlemlerinin piyasalara hisse senedinin değeri ile ilgili bir sinyal vermek için yapıldığını tespit edilmiştir. Bu tespite göre hisse senedinin gerçek değerinin altında olduğunu düşünen şirket yöneticileri hisse senedinin gerçek değeri ile ilgili piyasalara sinyal vermek için kendi hisse senetlerine geri alım yolu ile talep yaratmaktadırlar.¹¹² Bir başka çalışmada hisse senedi geri alımı faaliyetinin hissenin önceki dönemlerdeki getirisi ile ters ilişkili olduğu ileri sürülmüştür. Bu çalışma firmaların hisse senetlerinin getirisinin görece olarak düşük olduğu durumlarda

¹¹¹ Ying-Feng Liu ve Michael Gombola, “The Risk of Signalling Failure and Managers Trading Before Self-Tender Stock Repurchases”, **Managerial Finance**, Cilt.24, Sayı.2 (1998), s.35.

¹¹² Vermealen, s.176.

firmaların geri alım yolu ile kendi hisselerine talep yaratmalarının olası olduğunu göstermektedir.¹¹³

Hem kar payı dağıtımını hem de hisse senedi geri alımı firmanın geleceği ile ilgili sinyaller taşımaktadır. Hisse senedi geri alımının kar payına göre farkı firma yönetiminin piyasada işlem gören hisse senedi fiyatının gerçek değerinin altında kaldığına dair mesajlarını iletmeleri ve hatta bunun için de yönetimin piyasa fiyatı üzerinde bir prim ödemeye hazır olmalarıdır. Diğer bir deyişle kar payı dağıtımını firmanın geleceği ile ilgili bir takım sinyaller verirken, hisse senedi geri alımı firmanın piyasadaki değerinin gerçek değerinden daha düşük olduğuna dair sinyaller vermektedir.¹¹⁴

Hisse Senedi geri alımına ilişkin regülasyonların esnekliği ile piyasanın geri alım programına verdiği olumlu tepki arasındaki ilişkiye ilişkin ampirik bir çalışmada Almanya'daki firmaların hisse senetlerinin ABD'deki firmalara göre geri alım programına ortalama 4 kat daha fazla olumlu tepki verdiklerini tespit edilmiştir. Almanya'daki geri alım programları (diğer Avrupa ülkelerinde olduğu gibi) hem Genel Kurul'un onayına ihtiyaç duymakta hem de fiili geri alım yapılmadan önce kamuya açıklanması gereken bilgiler arasında yer almaktadır. ABD'de ise bu şekilde bir bildirim yapılmasına gerek bulunmamaktadır.¹¹⁵ Almanya'daki geri alım programlarının bu katı regüasyondan dolayı piyasalara daha inandırıcı ve kuvvetli bir sinyal gönderdiği savunulmakta ve piyasaların olumlu tepkisinin ABD'ye göre bu yüzden daha fazla olduğunu ileri sürülmektedir.¹¹⁶

2.1.2 Ekonomik Olmayan Nedenler

2.1.2.1 Satın Almaya Karşı Savunma

Şirketlerin kendilerini savunma amacı ile yaptıkları geri alımlar finans literatüründe ayrıcalıklı bir yerdedir. Bu tip geri alımlar bir yandan borç-sermaye

¹¹³ Stephens ve Weisbach, s.333.

¹¹⁴ Paul Asquith ve David Mullins, "Signaling with Dividends, Stock Repurchases, and Equity Issues", **Financial Management**, Cilt.15, Sayı.3 (1986), s.27.

¹¹⁵ Ülke örnekleri karşılaştırması için 1.bölümdeki açıklamalara bakınız.

¹¹⁶ Hackethal ve Zdantchouk, s.151.

yapısını değiştirirken, bir yandan da ‘kontrol’ gibi davranışsal modellerin ve kararların da analiz edilmesini gerektiren işlemlerdir. Şirketler kendi hisselerini başka grupların eline geğmesini önlemek amacı ile geri satın alabilirler. Literatürde bu amaç ile yapılan geri alımları iki gruba ayırmak mümkündür. Şirketler bazı durumlarda sadece bazı olası gruplarda toplanan hisselerini geri satın alırlar veya genel bir savunma amacı olarak tüm ortaklardan hisselerin belirli bir kısmını geri satın alırlar.

2.1.2.1.1 Genel Savunma

Şirketlerin başka grupların kontrolü altına girmesini önlemek ve olası bir tehlikeye karşı kendilerini savunmak için boręlanarak kendi hisse senetlerini alması mümkündür. Bu tip geri alımlarda Şirketler boręlandıkları meblağın tamamını ortaklara geri vermek sureti ile borę-sermaye yapısını değiştirmekte ve borę ile ilgili aktif hesaplarında hiçbir kıymeti bırakmamaktadırlar.¹¹⁷

Şirketler borę finansmanı ile kendi hisse senetlerini geri aldıkları zaman olası yatırımcılar için kendilerini cazip bir fırsat olmaktan çıkarma amacını taşırlar. Artan borę oranı Şirketin ‘iflas’ riskini artırdığı gibi, geri alım duyurusu ile Şirketin piyasalarda dolaşımda olan hisse senetlerinin prim yapması da olası alıcılar için Şirketi ele geçirme maliyetini artırmaktadır.¹¹⁸

Şirketlerin boręluluk oranını temettü dağıtmak yolu ile artırmak mümkünken hisse senedi geri alımları temettü dağıtmaya göre daha etkin bir yol olarak değerlendirilmektedir. Nitekim hisse senedi geri almı ile hisselerin Şirket yönetimine yakın kişilerin elinde toplanması sağlanabilirken aynı sonuca temettü dağıtımı ile ulaşılmaz. Bu Şekilde Şirket yönetimine yakın kişiler de Şirketi ele geçirmek isteyen yatırımcıya ellerindeki payları genelde satmazlar.¹¹⁹ Bu kapsamda yapılan bir başka çalışmada hisse senedi geri alımı işlemi sonucu hissesini satmayan ortaklar – yani Şirketi ele geçirmek isteyen yatırımcıların paylarını satması için bedel ödemek zorunda olduğu ortaklar – daha yüksek değerden hissesini satacak olan ortaklardır. Dolayısıyla

¹¹⁷ Sidhart Sinha, “Share Repurchase as a Takeover Defense”, **Journal of Financial and Quantitative Analysis**, Cilt.26, Sayı.2 (1991), s.233.

¹¹⁸ Sinha, s.235.

¹¹⁹ John C. Persons, “Signalling and Takeover Deterrence with Stock Repurchases: Dutch Auctions Versus Fixed Price Tender Offers”, **The Journal of Finance**, Cilt.49, Sayı.4 (1994), s.1385.

hisse senedi geri alımı ile yapılan işlem şirketin kalan ortaklarının yapısını değiştirmiş ve olası yatırımcılar için şirketi ele geçirme maliyetini artırmıştır.¹²⁰

Borç finansmanı ile kendi hisse senetlerini geri alan firmaların ele geçirme tehdidini bertaraf ettikten sonra almış oldukları borcu ödemek için büyük çaplı yapısal değişikliklere gittikleri tespit edilmiştir. Savunma amaçlı yapılan hisse senedi geri alımını takiben şirket yönetimi bazı iş kollarını tasfiye etmekte ve işten çıkarma dahil maliyetleri düşürücü politikalar izlemektedir. Ancak bu tip yapısal değişikliklerin daha çok ele geçirme tehdidini temettü yolu ile ödemek sureti ile bertaraf eden firmalar tarafından gerçekleştirildiği, bir başka deyişle hisse senedi geri alımı ile bertaraf edilen tehdidi takip eden dönemde şirkette gerçekleştirilen yapısal değişikliklerin temettü ödemek sureti ile bu işlemi yapan şirketlere göre daha az olduğu ileri sürülmüştür. Hisse senedi geri alımı sonucu şirket yönetimi belirli ellerde toplandığı için (ve aynı sonuç temettü ödeme yolu ile ulaşamadığı için) şirketi ele geçirmek daha da güçleşmekte olup ikincil önlemlerin alınması temettü yöntemine göre daha az önemli hale gelmektedir.¹²¹

2.1.2.1.2 Özel Savunma

Şirketler, hisseleri bazı büyük yatırımcıların ellerinde toplanmış ise piyasa fiyatının üzerinde bir prim ödeyerek, kendi hisselerini geri alabilirler. Bu tip geri alımlara uygulamada ‘greenmail’ adı verilmektedir. Bu tip geri alımlar bütün ortaklardan değil sadece hisseleri elinde toplayan ve şirketi ele geçirme olasılığı bulunan büyük yatırımcılardan yapılır. Bu yüzden bu tip geri alımlarda piyasa fiyatının üzerinde bir prim ödenmesi gerekir.¹²²

2.1.2.2 Hisse Senedi Opsiyon Yükümlülüğü

Günümüzde büyük ölçekli firmalarda firmaların ortakları ile bu firmayı yöneten profesyonel yöneticiler birbirlerinden farklı kişilerdir. İş dünyasının özelliklerini

¹²⁰ Laurie S. Bagwell, “Share Repurchase and Takeover Deterrence”, **RAND Journal of Economics**, Cilt.22 (1991), s.77.

¹²¹ David J Denis, “Defensive Changes in Corporate Payout Policy: Share Repurchases and Special Dividends”, **Journal of Finance**, Cilt.45, Sayı.5 (1990), s.1444.

¹²² Vermealen, s.7.

iyi bilen profesyonel yöneticiler firmaların sermayedarları adına firmayı yönetmektedir. Sermayedarların profesyonel yöneticilerden en büyük beklentisi firmayı iyi yönetip firmanın değerini artırmak suretiyle kendi malvarlıklarını artırmalarına aracılık etmeleridir. Ancak profesyonel yöneticiler her zaman sermayedarların beklentileri veya çıkarları doğrultusunda hareket etmeyebilirler. Yöneticilerin de bir takım beklentileri ve çıkarları bulunabilmekte olup bu beklenti ve çıkarlar her zaman sermayedarların beklenti ve çıkarları ile uyuşmayabilir. Finans literatüründe bu tip uyumsuzluklar için çözüm yolları araştırılmış ve birer aracı konumunda olan yöneticilerin sermayedarların çıkarları doğrultusunda hareket etmelerini sağlamak için bir takım teşvik yöntemleri öngörülmüştür. Bu yöntemlerden bir tanesi firmanın yönetici pozisyonunda çalışan kişileri firmanın sermayedarı konumuna getirerek herhangi bir sermayedarın beklenti ve çıkarları doğrultusunda hareket etmesini sağlamaktır. Yöneticilerin sermayedar olabilmeleri ya bir sermaye artırımını yaparak yeni hisselerin yöneticilere verilmesi ya da firmanın kendi hisse senetlerini satın alması ve satın aldığı bu hisseleri yöneticilere sunması ile mümkün olabilir.¹²³

Özellikle Kuzey Amerika’da iş dünyasında sıklıkla uygulanan bu yöntemde firmalar yöneticilere menfaat paketlerinin içinde ‘hisse senedi opsiyonu’ da sunarlar. Bu opsiyonlar yöneticilere belirli bir vade dahilinde firmanın hissesini belirli bir fiyattan (ki genelde bu fiyat opsiyonun verildiği tarihte piyasada geçerli olan fiyattır) alma hakkı tanır. Örnek vermek gerekirse bir yönetici firmanın 100.000 adet hisse senedini 40\$’dan alma hakkına sahip ise ve hisse senedinin fiyatı 3.yılın sonunda 60\$ ise bu durumda yönetici hisse senedi alım opsiyonunu kullanarak 100.000 adet hisseyi 40\$’dan alıp 60\$’a satarak 2.000.000\$ kazanç elde etme şansına sahiptir.¹²⁴

2.1.2.2.1 Opsiyon Fonlama Hipotezi

Bu hipoteze göre firmalar vermiş oldukları hisse senedi opsiyonlarının yöneticiler ve çalışanlar tarafından kullanılması olasılığı karşısında hazır bulundurmakla yükümlü oldukları hisse senedi taahhütlerini karşılamak için hisse senedi geri alımı

¹²³ Aydın, s.91.

¹²⁴ Kevin J. Sigler, “A brief Survey of Executive Stock Options in Reducing the Agency Problem of Excessive Risk Aversion”, **Management Research News**, Cilt.32, Sayı.8 (2009), s.763.

yapabilirler. Aksi takdirde firmaların elinde opsiyonların kullanılması durumunda karşılayabilecekleri hisse senetleri bulunmama riski ortaya çıkacaktır. Tabidir ki firma bu yükümlülüğünü zamanı geldiğinde sermaye artışı yapmak sureti ile yeni paylar ihdas ederek de yapabilme özgürlüğüne sahiptir. Ancak bu tip bir sermaye artışı hisse başına kazanç tutarının düşmesine neden olacak ve firmanın arzu ettiği borç kaldırıcı seviyesini değiştirecektir. Dolayısıyla bu durumlar ile karşılaşmak istemeyen firmalar opsiyon yükümlülüklerini sermaye artışı yaparak değil de kendi hisselerini geri alarak karşılama seçeneğini tercih etmektedirler.¹²⁵

2.1.2.2.2 İkame Hipotezi

Firmalar hisse senedi opsiyonu bulunduğu zaman da hisse senedi geri alımını temettü dağıtımına ikame edebilmektedirler. İkame hipotezine göre özellikle yöneticilerin elinde hisse senedi opsiyonları bulunduğu zaman firmanın sermayedarlarına temettü dağıtmak yerine hisse senedi geri alarak nakit ödeme yapmayı tercih etmelerinin nedenleri bulunmaktadır. Bunlardan bir tanesi hisse senedi geri alımının temettü dağıtımını gibi hisse başına firmanın değerini düşürücü etki yapmamasıdır. İkincisi ise hisse senedi opsiyonlarının değeri ileride dağıtılacak temettü tutarı ile ters orantılı olacağı için yöneticiler ellerinde bulundurdukları hisse senedi opsiyonlarının değerinin temettü dağıtımından olumsuz etkilenmemesi için hisse senedi geri alımını temettü dağıtımını ile ikame edebilirler.¹²⁶

¹²⁵ Kathleen M Kahle, “When a Buyback isn’t a Buyback: Open Market Repurchases and Employee Options”, **Journal of Financial Economics**, Cilt.63 (2002), s.241.

¹²⁶ Kahle, s 242.

2.2 HİSSE SENEDİ GERİ ALIMININ TÜRLERİ

Firmaların hisse senetlerini geri alabilecekleri başlıca 5 yöntem bulunmakta olup bunlar sabit fiyat geri alım ihalesi, Hollanda tipi geri alım ihalesi, açık piyasa geri alımları, özel yatırımcılardan pazarlık usulü ile alım ve türev araçlar kullanılarak yapılan geri alımlardır.

2.2.1 Sabit Fiyat Geri Alım İhalesi

Sabit fiyat geri alım ihalesinde firma belirli sayıdaki hissesini sabit bir fiyattan geri almayı teklif eder. İhale sonucuna ortakların satmayı teklif ettikleri hisse adedi firmanın almak istediğinden yüksek çıkar ise firma her ortağa eşit davranıp aynı sabit fiyatı ödeyerek teklif edilen adede kadar hisseleri geri alabilir. Eğer ihale sonunda teklif edilen hisse adedi firmanın almak istediği adetten düşük kalmış ise firma sabit fiyatı ödeyerek teklif edilen tüm hisseleri almak zorundadır.¹²⁷

Sabit fiyat geri alım ihalesi ile birlikte firma ortaklara sahip olunan hisse oranında ‘devredilebilir satım hakları’* da tanıyabilir. Bu haklar ihale sırasında hisselerini satmayan ortaklara belirli bir süre içinde ihalede teklif edilen sabit fiyat üzerinden hisselerini satma hakkını tanımaktadır. Bu sayede çeşitli nedenler ile (oluşabilecek yüksek vergi yükü gibi) hisselerini satmaya yanaşmayan ve fakat ihalede teklif edilen sabit fiyatı avantajlı bulan ortaklar kendilerine tanınan bu hakkı diğer ortaklara satabilirler. Böylece hisselerini satmak istemeyen ortaklar hissesinden ayrılmamış ve kendisine tanınan ‘hak’ sayesinde belirli bir ekonomik değer kazanmış olur. Bu uygulama sonucunda ayrıca hisselerini satmak isteyen ortaklar bu hakları hisselerini satmak istemeyen ortaklardan satın alarak daha fazla hisseden kurtulma imkanına kavuşmuş olurlar. Böylece firma da hisselerini düşük fiyattan satmak isteyen ortaklardan kurtularak bu ortakların ileride hisselerini firmayı ele geçirme amacını taşıyan başka firmalara satmasının önüne geçmiş olur. Ancak belirtmek gerekir ki bu amaç ile çıkartılacak ‘devredilebilir satım hakları’ ile ulaşılabilecek sonuca Hollanda tipi

¹²⁷ Vermealen, s.4.

*‘Transferrable Put Rights’ ifadesinin Türkçeye çevrilmiş halidir

geri alım ihalesi ile de ulaşılabileceği için bahsi geçen bu haklar ABD’de hiç popüler olmamıştır.¹²⁸

2.2.2 Hollanda Tipi Geri Alım İhalesi

Hisse senedi geri alımının türlerinden bir tanesi olan Hollanda tipi ihale alımında hissesini satmak isteyen ortakların kendi değerlendirmelerine göre hisselerini satacakları minimum bir fiyatı seçebilecekleri bir fiyat aralığı bulunmaktadır. Yapılacak ihaleye katılmak isteyen ortaklar hissesini geri alacak ortaklığa kaç adet hisse senedini minimum hangi bedelden satacağını bildirmektedir. Ortaklık ise ihaleye çıkmadan kaç adet hisseyi hangi fiyat aralığında (minimum ve maksimum aralık) alacağını açıklamaktadır. Ortaklar tarafından bildirilen adetlerin toplamı minimum fiyattan başlamak sureti ile toplanmaya başlandıktan sonra firmanın satın almayı teklif ettiği adede gelinceye kadar bu işlem devam eder ve firmanın satın almayı teklif ettiği adede ulaşıldığı zaman oluşan fiyat ne ise firma her ortağa aynı fiyatı vererek hisse senetlerini geri alır. Hollanda tipi ihale alımının sabit fiyat geri alımına göre bir takım avantajları bulunmaktadır. Bunlardan birincisi hisse senedi geri alımının amacı dolaşımdaki hisse senedi sayısını azaltmak ise (hisse değeri ile ilgili piyasalara sinyal gönderme amacı bulunmuyor ise) firma bunu Hollanda tipi ihale alımı ile daha az maliyetli bir şekilde gerçekleştirir. Nitekim sabit fiyat geri alımında firma her ortağa aynı bedeli vermek zorunda iken Hollanda tipi ihale alımında hisse senedini daha ucuza satmak isteyen ortağın varlığı sayesinde hisselerin geri alım bedeli daha düşük çıkar. İkincisi bu tip bir geri alımda firma ile ilgili olumsuz düşünceleri bulunan ve dolayısıyla hissesini satmak isteyeceği fiyatın diğer ortaklara göre daha düşük olduğu ortakların elenmesi daha kolay ve az maliyetlidir. Firma başka bir firma tarafından satın alma tehdidi ile karşı karşıya olduğu zaman bu tip bir geri alım ihalesi ile hissesini diğer firmaya satmak isteyebilecek ortaklardan bir anlamda ‘kurtulmuş’ olur. Üçüncüsü ise sabit fiyat geri alım ihalelerinde ortaklara tanınan satma hakkı sabit bir fiyatı içerdiği için piyasaların genel düşüşü karşısından firmaya daha fazla maliyet yükler. Oysa Hollanda tipi geri alımlarda firma

¹²⁸ Vermealen, s.5.

piyasadaki fiyat düştüğü zaman daha düşük fiyattan hisse senetlerini geri alma imkanına sahiptir.¹²⁹

Yapılan bir çalışmada hisse senedi geri alımı yolu ile kalan ortakların ellerindeki hisseleri satacakları değeri yükseltmelerini temin eden en uygun geri alım yönteminin Hollanda tipi geri alımı olduğu ortaya konmuştur. Bu tip geri alımlarda firmalar belirli bir sabit fiyatı değil ancak belirli bir fiyat aralığını duyurmak sureti ile geri alım yapacakları için firmaya en az değer atfeden ortakları elemek daha kolay ve daha az maliyetlidir. O yüzden Hollanda tipi geri alımlar 1980'li yılların başına kadar çok az uygulanırken, firmaları ele geçirme faaliyetinin doruk noktasına ulaştığı 1980'li yılların sonunda hacim olarak çok büyük bir artış göstermiştir.¹³⁰

2.2.3 Açık Piyasa Geri Alımı

Açık piyasa geri alımlarında firmalar piyasada işlem gören hisselerinin belirli bir bölümünü geri almak amacı ile bir program belirlerler. Hisse alımında bulunan ortaklık, kural olarak alımı gerçekleştirdiğine ilişkin kamuya bir açıklama yapmak zorunda olmamakla birlikte, alım programının çerçevesi, bu anlamda alınacak hisselerin miktarı ve işlemin hangi süre içerisinde gerçekleştirileceği hususlarında kamuya bilgi verilmesi olağan bir uygulamadır.¹³¹ Sabit fiyat ve Hollanda tipi geri alım ihalelerinin aksine açık piyasa geri alımlarında firmaların hisselerini geri almak gibi bir yükümlülüğü bulunmamaktadır. Bu tip geri alımlar firmalar için bir yükümlülükten ziyade bir seçenek olarak düşünülebilir. Dolayısıyla firmanın açıkladığı geri alım programını yıllar sonra tamamlaması olağan bir sonuçtur. Başka bir deyişle firma geri alım programını açıkladıktan sonra hisseleri hemen almak zorunda olmayıp hisselerin alınmaması firma yöneticilerinin etik davranmadığı veya kötü niyetli hareket ettiği anlamlarına da gelmemelidir. Geri alım programı açıklandıktan sonra firmanın hisseleri piyasada prim yapmış ise veya firma daha iyi getiri sağlayacak yatırım potansiyeli bulmuş ise firma elindeki nakdi hisse geri alımı yerine bu yatırımlara yönlendirebilir. Firmanın açık piyasa geri alım programını tamamen yerine getirmek gibi bir

¹²⁹ Vermealen, s.7.

¹³⁰ Persons, s.1373.

¹³¹ Aydın, s.57.

yükümlülüğü olmasa da ABD’de firmaların hisse geri alım programlarını tamamlama oranı %80’dir. Hatta ‘Fortune 500’ firmaları arasında yapılan çalışmada bu oran %90’lara ulaşmaktadır.¹³²

2.2.4 Özel veya Hedeflenmiş Geri Alım

Firmalar hisse senetlerini bu senetleri ellerinde tutan büyük yatırımcılardan da geri alabilirler. Bu tip özel alımların farklı çeşitleri bulunmaktadır. Bunlardan ilki firmanın hisselerini elinde toplayan ve firmayı ele geçirmesi muhtemel yatırımcıdan hisselerin piyasada oluşan fiyatın üzerinde bir prim ödenerek geri alınmasıdır. Bu tip geri alımlar şirket ele geçirmelerinin yoğun olduğu 1980’li yıllarda oldukça popüler iken günümüzde uygulamasına az rastlanmaktadır. İkincisi ise hisselerin firmanın hisselerini elinde tutan ve belirli bir zaman geçtikten sonra satma ihtimali olan çalışan ve yöneticilerden geri alınmasıdır. Bu tip alımlarda genellikle herhangi bir prim ödenmez ve piyasada oluşan fiyat üzerinden alım yapılır. Üçüncü türde ise hisseler piyasada oluşan fiyatın üzerinde belirli bir prim ödenerek geri alınır. Bu tür alımlar illa ki firmayı ele geçirme düşüncesi olan yatırımcılardan yapılmak zorunda değildir. Firma payların değerinin düşük olduğuna inanıyor ise bu şekilde bir geri alım yapabilir. Dördüncü ve sonuncusu ise hisseleri elinde bulunduran fakat pazarlık gücü zayıf ve hissesini geri vermek isteyen büyük yatırımcılara likidite sağlamak adına hisselerin belirli bir iskonto ile geri alınmasıdır.¹³³

2.2.5 Türev Araçlar Kullanmak Sureti ile Geri Alım

Sentetik geri alımlar türev araçlar kullanılarak yapılan geri alımlardır. Bu tip geri alımlarda genellikle put opsiyonu ve forward kontratlar gibi türev araçlar kullanılmaktadır. Türev araçlar kullanılarak yapılan sentetik geri alımlarda karşı taraf genelde riskini dağıtmak isteyen yatırım bankalarıdır. Sentetik geri alımların diğer geri alım yöntemlerinden farkı firmaya elindeki nakdi kullanmadan değeri düşük kalmış hisse senedi fiyatından yararlanma imkanı sağlamasıdır.¹³⁴

¹³² Vermealen, s.8. ile Stephens ve Weisbach, s.313.

¹³³ Vermealen, s.7.

¹³⁴ Vermealen, s.9.

Firma kendi hisselerini belirli bir vade sonunda belirli bir fiyattan satma hakkı tanıyan ‘put opsiyonlarını’ sattığı zaman kendi hisselerinin değerinin piyasada düşük kaldığı sinyali vermektedir. Eğer piyasa bu fiyat düşüklüğünü vade sonuna kadar düzeltir ve hisse senedinin fiyatı put opsiyonundaki fiyata eşit veya daha yüksek olur ise bu durumda put opsiyonu kullanılmaz ve firma put opsiyonunun prim gelirini kazanmış olur. Eğer piyasa bu değeri düzeltmez ise bu durumda firma ödemeyi nakit yerine ilave sermaye ihraç ederek de yapabileceği için yine elindeki nakdi kullanmamış ve/veya ilave borçlanmamış olur. Her iki durumda da firma hisse değerinin piyasada düşük kaldığına inanıyor ise ‘put opsiyonu’ satarak prim geliri kazanmış olur. Benzer şekilde firma kendi hisselerini forward kontrat yaparak geri alma yükümlülüğüne girer ise ve vade sonunda firmanın hisse değeri piyasa değerinin üzerinde kalır ise firma bu kontrattan kazançlı çıkar. Ters durumda firmanın sermaye ihraç ederek karşı tarafa ödeme yapma opsiyonu bulunduğu için yine elindeki nakdi kullanmamış olmaktadır.¹³⁵

¹³⁵ Vermealen, s.9.

2.3 HİSSE SENEDİ GERİ ALIMI NEDENLERİ ve TÜRLERİNİN KARŞILAŞTIRILMASI

Firmalar kendi hisselerini değişik nedenler ve metotlar ile geri alabilmektedirler. Hisse senedi geri alımını tek bir nedene veya metoda bağlamak veya bir metodun diğerine üstünlüğünü ileri sürmek mümkün değildir. Hisse geri alımının nedenleri her firmanın kendi özelliklerine, zamana, ihtiyaçlarına, piyasaların durumuna ve hukuki düzenlemelere göre şekillendiği için hisse senedi geri alımı metotları arasında bir ‘uygunluk’ sıralaması yapmak kanımızca çok doğru değildir. Nitekim her metodun karşılık geldiği nedenler değişik olduğu için firmalar ulaşmak istedikleri sonucu almaya en uygun yöntemi seçerek hareket etmektedirler.

Firmaların hisse senedi geri alım nedenlerini ortaya koyan çalışmaların zaman içerisinde değişkenlik gösterdiği tespit edilmiştir. Örnek olarak firmalar kendi hisse senetlerini olası bir satın alma tehdidine karşı koymak için geri almayı en çok birleşme ve satın alma işlemlerinin yoğunlaştığı yıllarda tercih etmektedirler. Dolayısıyla zaman içinde meydana gelen değişiklikler ve piyasaların durumu bu nedenleri ortaya koyan çalışmaların/modellerin esnek olarak kurgulanması gerektiğini işaret etmektedir.¹³⁶

Literatürde zaman içerisinde yapılan ampirik çalışmalar incelendiği zaman farklı zamanlarda farklı nedenler ile hisse senetlerinin geri alındığı görülmektedir. Örnek olarak 1966 yılında yapılan bir çalışmada firma yöneticilerini hisse geri alımına yönlendiren nedenlerin özkaynak bazını azaltmak istemeleri ve kendi hisselerini iyi bir yatırım aracı olarak görmeleri olduğu sonucuna ulaşılmıştır.¹³⁷ Bundan 23 yıl sonra yapılan başka bir ampirik çalışmada hisse senedi geri alımının en önemli nedenleri arasında hisse senedinin değeri ile ilgili piyasalara olumlu sinyal vermek yer almıştır.¹³⁸ 2006 yılında yapılan bir çalışmada ise hisse senedi geri alımı nedenleri arasında sırası ile temettü dağıtımına göre daha esnek olması, hisse senedi opsiyon yükümlülüklerinin

¹³⁶ Dittmar, s.334.

¹³⁷ Leo A. Guthart, “Corporate Repurchases of Already Outstanding Common Stock”, **The Journal of Finance**, Cilt.21, Sayı.4 (1966), s.749.

¹³⁸ Dixon ve diğerleri, s.888.

yerine getirilmesi, hissenin değeri ile ilgili sinyal verme ve olası satın alma tehditlerine karşı korunma güdüsünün yer aldığı tespit edilmiştir.¹³⁹

Her şirketin kendi hisse senedini geri almasının kendi özelliklerine göre farklı nedenleri olabilir. Örnek olarak hisse senetlerini sık sık geri alan şirketler ile nadiren geri alım yapan şirketlerin geri alım nedenlerinin farklı olduğu ortaya konmuştur.¹⁴⁰ Bu çalışmada hisse senetlerini sık sık geri alan şirketler hacim olarak daha büyük, faaliyet karında daha az sapma bulunan ve aynı zamanda yüksek temettü dağıtma oranına sahip olan şirketlerdir. Bu tip şirketlerin hisse senetlerini geri almalarının en önde gelen nedeni fazla nakdin ortalara daha avantajlı bir şekilde dağıtılması ve/veya hisse senedi opsiyonlarından dolayı ortaya çıkacak yükümlülükleri karşılamak olduğu ileri sürülmektedir. Bunun aksine hisse senedini daha nadir geri alan şirketlerin daha çok küçük hacimli, faaliyet karlarındaki sapmaların yüksek olduğu, kurumsal olmayan ve dolayısıyla piyasa ile şirket yöneticileri arasındaki bilgi asimetrisinin çok yüksek olduğu şirketlerden oluştuğu ortaya konmuştur. Bu tip şirketlerin hisse senetlerini geri almalarının nedeni ise piyasada meydana gelen değer düşüşlerine karşı şirketin değeri ile ilgili olumlu sinyallerin verilmek istenmesi olduğu belirtilmiştir. Piyasa algısı açısından ise piyasaların hisse senetlerini daha nadir satın alan şirket hisselerine (hisselerini sık sık geri alan şirketlere göre) daha olumlu tepki verdiği gösterilmiştir.

Hisse senedi geri alımlarının değişik nedenleri olduğu gibi değişik metotları da bulunmaktadır. Günümüzde bu metotlardan en çok uygulama alanı bulanı açık piyasa geri alımlarıdır. Açık piyasa geri alımlarını diğer geri alım türlerine göre daha avantajlı kılan özelliği firmalara kesin bir taahhüt yükümlülüğü getirmemesidir. Bu tip geri alımlarda firmalar hem diledikleri zaman hem de nakit durumlarına göre geri alım yapıp yapmama seçeneğine sahiptirler. Bu esneklik de açık piyasa geri alımlarını diğer geri alım türleri arasında tercih nedeni olmasına yol açmıştır.¹⁴¹

¹³⁹ Stanley Block, "An Empirical Study of Stock Repurchase Programs Among Fortune 1000 Companies", **Corporate Finance Review**, Cilt.11, Sayı.2 (2006), s.22.

¹⁴⁰ Murali Jagannathan ve Clifford Stephens, "Motives for Multiple Open-Market Repurchase Programs", **Financial Management**, Cilt.32, Sayı.2 (2003), s.71.

¹⁴¹ Stephens ve Weisbach, s.324.

Açık piyasa geri alımları sayesinde firmalar hisse senetlerinin fiyatı piyasada düştükçe fiyatlarını desteklemek için geri alım yapabilirler. Dolayısıyla açık piyasa geri alımları sonucunda firmaların hisselerinde meydana gelen getirilerin standart sapması daha düşük olmaktadır. Diğer bir deyişle açık piyasa geri alım programı açıklayan ve hisselerini fiilen geri alan firmaların piyasadaki sistematik riski daha düşük çıkmaktadır. Bu da portföyünü çeşitlendirmemiş ve riskini etkin bir biçimde dağıtmamış yatırımcı için önemli bir özelliktir.¹⁴² Bu sayede piyasalarda meydana gelen düşüşler karşısında hisse senetlerinin değeri firmalar tarafından desteklenebileceği için piyasadaki sert düşüşlerin bir nebze de olsa etkisi hafifletilebilir. Bu açıdan bakıldığı zaman hisse senedi geri alımı piyasa yapıcılığı veya piyasa stabilizasyonu faaliyetleri ile benzer etkileri göstermektedir.

Bu konuda yapılan bir başka çalışmada farklı geri alım metodları ile hisse senetlerinin geri alımdan sonraki fiyat performansları arasındaki ilişki de incelenmiştir. Buna göre açık piyasa geri alımları, Hollanda tipi geri alım ihalesi ve sabit fiyat geri alım ihalesi sırası ile hisse senedi fiyatında ortalama %2.3, %7.7 ve %11.9 getiri ile sonuçlanmıştır.¹⁴³ Ulaşılan bu sonuç hisse senedinin değerini artırmak yönünde yapılacak en uygun geri alım yönteminin sabit fiyat ihalesi olduğunu ortaya koymaktadır. Bu tip bir ihalede firma hisse senedinin değeri ile ilgili piyasalara diğer geri alım metodlarına nazaran daha güçlü bir mesaj vermektedir.

2.4 HİSSE SENEDİ GERİ ALIMININ HİSSE SENEDİ FİYATLARINA ETKİSİ

Hisse senedi geri alımı ile hisse senedinin fiyatı (ve dolayısıyla yatırımcılara getirisi) arasındaki ilişki literatürde oldukça yoğun bir şekilde analiz edilmiştir. Literatürdeki çalışmaların çoğu hisse senedi geri alımlarının en serbest ve hacim olarak en yoğun şekilde yapıldığı ABD piyasasındaki işlemler ele alınarak yapılmıştır. Bunun yanında İngiltere ve Kanada'daki işlemler de analiz konusu olmuştur. Hisse senedi geri alım türleri ve hisse senedi fiyatları arasındaki ilişki de geri alım türleri bazında ayrıca incelemeye konu olmuştur.

¹⁴² Jaemin Kim, "Buyback Trading of Open Market Share Repurchase Firms and the Return Volatility Decline", *International Journal of Managerial Finance*, Cilt.3, Sayı.4 (2007), s.328.

¹⁴³ Block, s.22.

1982 ile 1997 yılları arasında ABD’de yapılan hisse senedi geri alım programlarının hisse senetleri fiyatlarına olan etkisine ilişkin bir araştırmada kamuya açıklanan hisse senedi geri alım programı periyodu içerisinde hisse senetlerinin birer günlük değişimleri incelenmiştir. Bu çalışmada hisse senetlerinin birer günlük değişimlerinin kümülatif olarak normalin üzerinde 2.7%’lik bir getiri sağladığı tespit edilmiştir.¹⁴⁴ 1970 – 1978 yılları arasında yapılan benzer bir çalışmada geri alım programı sonucu hisse senetlerinin normalin üzerinde %3’lük bir getiri sağladığı sonucuna ulaşılmıştır.¹⁴⁵ 1984 ile 2001 yılları arasında yapılan bir başka çalışmada ise hisse senetlerindeki fiyat artışı %2.39 olarak hesaplanmıştır.¹⁴⁶

1962 ile 1986 yılları arasında NYSE ve AMEX’te yapılan geri alım ihalelerinde hisse senetlerinin fiyat artışlarını incelenmiştir. Yapılan çalışmada fiyat artışları iki farklı al-sat stratejisi kapsamında analiz edilmiştir. Bunlardan birincisi geri alım ihaleleri kamuya açıklandıktan hemen sonra o şirketin hisse senetlerini piyasadan alarak şirkete satılması ve ihale kapsamında geri alınmayan hisselerin piyasada satılması. Bu şekilde hareket edildiği zaman bir haftadan kısa bir sürede normalin üzerinde %9 gibi bir getiri sağlamıştır. İkinci strateji ise geri alm ihalesi süresi geçtikten sonra hisse senetlerinin piyasadan alınmasıdır. Geri alım ihalesi sona erdikten sonra o şirketin hisse senetleri izleyen iki yıl gibi bir süre içinde yıllık piyasa getirisinin %12’sinden fazla bir getiri sağlamıştır.¹⁴⁷

İngiltere’de yapılan hisse senedi geri alım çalışmaları incelendiğinde (1985 ve 1998 yılları arasında 264 adet hisse senedi geri alımı incelenmiş olup bunların arasında tüm açık piyasa geri alım işlemleri ve hisse senedi geri alım ihaleleri yer almaktadır), yaklaşık 11 günlük bir süre içerisinde normalin üzerinde 1.14% oranında bir getiri

¹⁴⁴ Grullon ve Michaely, s.680.

¹⁴⁵ Vermealen, s.140.

¹⁴⁶ Urs Peyer ve Theo Vermealen, “The Many Facets of Privately Negotiated Share Repurchases”, **Journal of Financial Economics**, Cilt.75 (2005), s.361.

¹⁴⁷ Josef Lakonishok ve Theo Vermealen, “Price Behavior around Repurchase Tender Offers”, **The Journal of Finance**, Cilt.45, Sayı.2 (1990), s.455.

sağlandığı tespit edilmiştir. Ancak geri alım açıklaması yapıldıktan bir yıl sonra hisse senetlerinin fiyatlarında yaklaşık %7'lik bir azalma tespit edilmiştir.¹⁴⁸

Kanada'da yer alan Toronto Borsası'na kayıtlı şirketlerin 1989 ile 1997 yılları arasında tam olarak 1060 farklı geri alım programı incelenmiştir. Hisse senetlerinin fiyatları geri alım programı açıklandığı andan bir ay içerisinde yaklaşık 0.93%'lük bir artış göstermiştir. Ancak hisse senedi geri alım programı açıklayan firmaların hisse senetlerinde izleyen 3 yıllık periyot içerisinde yaklaşık %7'lik yıllık getiri sağlanmıştır.¹⁴⁹

Hisse senedi geri alımı ile fiyatlar arasındaki ilişki ülkede geçerli olan düzenleyici kurallara, vergi rejimine, piyasanın etkinliği gibi koşullara bağlı olarak ülkeden ülkeye değişiklik göstermektedir. Yapılan işlemlerin sıklığı ve hacmi de ülkeden ülkeye değişmektedir. Örnek olarak Avrupa'da yapılan hisse senedi geri alım işlemleri ABD'ye göre oldukça az sayıdadır. Düzenleyici kurallar bir yana bırakılacak olursa bunun nedenlerinden bir tanesi de şirketi yönetenlerin değer konusunda kime öncelik tanıyacakları sorusunun cevabıdır. Avrupa'da yapılan çalışmalarda şirketlerin en tepe yöneticileri şirket ortaklarını en önde gelen menfaat sahipleri arasında göstermemekte ve ortaklar dışında diğer menfaat sahiplerinin değerlerini artıracak girişimlerde de bulunmaktadır. Bu yüzden Avrupa'da şirket ortaklarının değerinin ve menfaatinin maksimize edilmesi öncelikli olmadığı için hisse senedi geri alımı gibi öncelikle ortakların menfaatine yarayacak faaliyetler ABD'deki gibi sayıca çok değildir.¹⁵⁰

2.4.1 Hisse Senedi Fiyatları ve Değerleme İlişkisi

Fiyat, bir mal ya da hizmet için istenen, teklif edilen veya ödenen miktardır. Fiyat ayrıca, özel koşullar altında alıcı ve satıcı tarafından bir mal veya hizmet üzerine konulan değer in göreceli ifadesidir. Mal veya hizmetler alıcılar ve satıcılar arasından bir

¹⁴⁸ Paghavendra Rau ve Theo Vermeaelen, "Regulation, Taxes and Share Repurchases in the United Kingdom", **Journal of Business**, Cilt.75, Sayı.2 (2002), s.245.

¹⁴⁹ David Ikenberry, Josef Lakonishok ve Theo Vermeaelen, "Stock Repurchases in Canada: Performance and Strategic Trading", **Journal of Finance**, Cilt.55, Sayı.5 (2000), s.2373.

¹⁵⁰ Theo Vermeaelen, "European Corporate Finance Special Issue: Introduction", **Financial Management**, Cilt. 25, Sayı.3 (1996), s.5.

fiyat mekanizmasıyla el değiştirirler ki bu değişimin yapıldığı ortama Pazar ortamı denir.¹⁵¹ Fiyat, bu Pazar ortamındaki arz ve talep koşullarına göre oluşan bir büyüklüğü ifade ederken, değer analizler sonucu belirlenen bir büyüklüğü temsil eder.¹⁵² Başka bir deyişle değer, satın almaya uygun olan bir mal veya hizmetin alıcı ve satıcı tarafından belirlenecek olan fiyatı temsil eden ekonomik bir kavramdır.¹⁵³

Değerleme işleminin sonucu çoğu zaman piyasalarda oluşan fiyatlar ile mukayese edilir. Her zaman değerlendirme işlemi sonucu oluşan fiyatlar ile piyasada oluşan cari fiyat aynı olmayabilir. Bu durumda ya değerlendirme işlemi yanlış ya da piyasada oluşan fiyat yanlıştır.¹⁵⁴ Bu farklılığın nedenleri arasında ekonomik belirsizlik ve bilgi eksikliği, tarafların rasyonel olmayışı, alıcı sayısının az olması, satış pazarının olmaması, firma imajı ve büyüklüğü, siyasi ve ekonomik politiklar ve bunların getirdiği sınırlamalar ile tekel olma gerekçesiyle alıcının firmaya değerinden fazla fiyat biçmesi yer alabilir.¹⁵⁵

Hisse senetlerinin fiyatları en basit ekonomi teorisi kapsamında ‘arz ve talebe’ göre belirlenirken talebi etkileyen bir takım faktörler bulunmaktadır. Bunlar arasında en bilineni ve önceliklisi elde tutulan hisse senedinden bir getiri beklentisinin olmasıdır. En yalın anlatımla getiri hisse senedinden gelecekte sağlanacak gelir akımının o hisse senedini almak için katlanılan maliyete olan oranıdır.¹⁵⁶ Bu faktör kendi içinde geleceğe dönük bir beklentiyi içermekte olup bu açıdan ‘belirsiz’dir.¹⁵⁷ Özetle hisse senedi fiyatını belirleyen talebi etkileyen belli başlı iki değişken vardır. Bunlar beklenen nakit girişi ve beklenen nakit girişlerinin riskidir. Beklenen nakit girişlerini ise gelecekte dağıtılacak kar payları ve hisse senedinin fiyat artışı belirlemektedir.¹⁵⁸

¹⁵¹ Nurgül Chambers, **Firma Değerlemesi**, 1.Bası, İstanbul: Avcıyol, 2005, s.5.

¹⁵² Chambers, s.7.

¹⁵³ Chambers, s.5.

¹⁵⁴ Damodaran, s.3.

¹⁵⁵ Chambers, s.7.

¹⁵⁶ Roy E. Bailey, **The Economics of Financial Markets**, Cambridge University Press, 2005, s.7.

¹⁵⁷ Bailey, s.9.

¹⁵⁸ Ali Korkmaz Ceylan, **Sermaye Piyasayı ve Menkul Değer Analizi**, Bursa: Elkon, 2004, s.130.

2.4.2 İndirgenmiş Nakit Akımı Modeli

Bu yaklaşım hisse senetlerinden gelecekte beklenen nakit akımlarının bugünkü değerini cari değer olarak kabul eder.¹⁵⁹ Örnek vermek gerekirse;

P_0 = Hisse Senedinin cari değeri,

P_1 = Hisse Senedinin bir sonraki dönemdeki değeri

D_1 = Hisse Senedinden bir sonraki dönemde beklenen temettü

r = Nakit akımlarının bugünkü değere getirmek için kullanılan iskonto oranıdır.

Bu veriler ışığında hisse senedinin cari değeri aşağıdaki şekilde hesaplanır:

$$P_0 = \frac{P_1 - P_0 + D_1}{1+r}$$

Hisse senedinin bir sonraki dönemdeki değeri ise benzer bir şekilde aşağıdaki gibi hesaplanır:

$$P_1 = \frac{P_2 - P_1 + D_2}{1+r}$$

Bu ifade ilk baştaki P_1 yerine konulursa ve firmanın ömrünün sonsuz olduğu varsayılır ise hisse senedinin bugünkü değeri gelecekteki temettü akımlarının bugünkü değerine eşit olur.¹⁶⁰ Bu eşitlikte kullanılan iskonto oranı ve sermaye maliyet arasında oldukça yakın bir ilişki vardır. Sermaye maliyeti firmaya sermaye koyan yatırımcının aynı risk düzeyindeki diğer yatırımlardan elde edebilecekleri getiriye sağlayabilmeleri için, sermaye kaynakları üzerinden kazanılması gereken getiri oranıdır.¹⁶¹

2.4.2.1 Beklenen Getiri (Sermaye Maliyeti) ve Risk

Sermaye maliyeti aynı düzeydeki riske sahip yatırım araçlarından beklenen getiri ile aynı olmalıdır. Beklenen getiri ile yatırım aracının riski arasında bir ilişki bulunmaktadır. Genel olarak risk arttıkça beklenen getiri de artmaktadır. Risk ve getiri arasındaki ilişkiye ilişkin literatürde yer alan en bilinen modeller aşağıdaki gibidir.

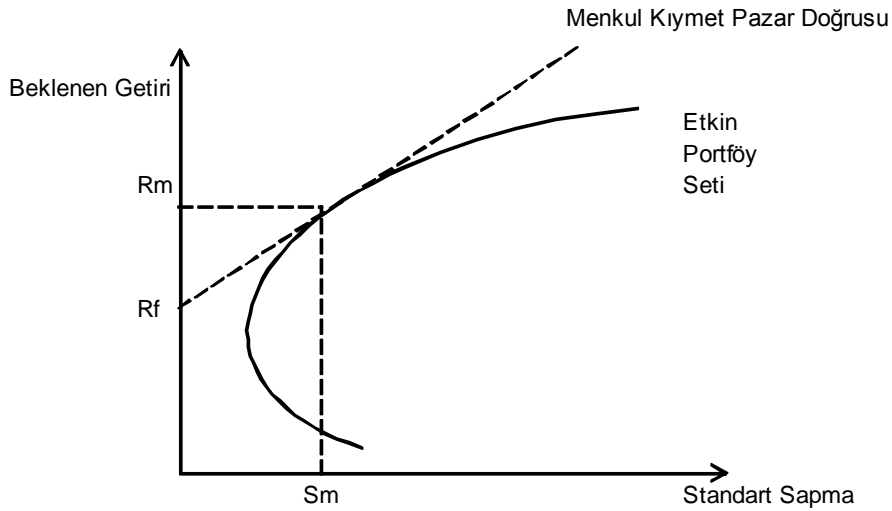
¹⁵⁹ Damodaran, s.9.

¹⁶⁰ Stephen A. Ross ve Randolph W. Westerfield, **Fundamentals of Corporate Finance**, 1993, Irwin, s.197.

¹⁶¹ Chambers, s.36.

2.4.2.1.1 CAPM Yaklaşımı

Bu yaklaşımda riskin makul göstergesi olarak yatırım aracının getirilerinde meydana gelen sapmalar kabul edilir. Ancak meydana gelen bu sapmaların tamamı piyasalar tarafından daha yüksek bir getiri ile ödüllendirilmez. Herhangi bir yatırım aracının getirisinde meydana gelen sapmaların bir kısmı 'çeşitlendirme' ile ortadan kaldırılabılır. Yatırım aracındaki risk hem firma özelinde alınan kararlar ve aksiyonlardan etkilenirken hem de diğer benzer yatırım araçlarını etkileyen piyasalardaki dalgalanmalardan etkilenebilir. İstatistiki olarak birden fazla yatırım aracının portföye alınması (çeşitlendirme) ile firma özelinde ortaya çıkan riskin azaltılabileceği kabul edilir. Dolayısıyla piyasalar çeşitlendirme ile giderilemeyecek türdeki riskleri daha yüksek getiri ile ödüllendirir.¹⁶² Bu modelde bütün yatırımcıların risksiz olarak getiri elde edebileceği bir yatırım aracı bulunmakta olup bu araç devlet tahvilidir. Bunun yanında çeşitli hisse senetleri ve diğer riskli yatırım araçlarından oluşan çeşitlendirilmiş portföyler bulunmaktadır. Bu portföylere değişik yatırım araçları alınarak portföyün toplam riski ve beklenen getirisi değiştirilebilir. Belirli bir risk düzeyinde en fazla beklenen getiriye sahip portföyler 'etkin portföy seti' olarak tanımlanmaktadır.¹⁶³



Şekil 1: CAPM Yaklaşımında Menkul Kıymet Pazar Doğrusu

¹⁶² Damodaran, s.21.

¹⁶³ Robert A. Haagen, **Modern Investment Theory**, Prentice Hall, 1997, s.202.

Rf = Risksiz yatırım aracının getiri oranı
Rm = Piyasa portföyünün getiri oranı
Sm = Piyasa portföyünün standart sapması

Şekilden de görüleceği üzere böyle bir durumda yatırımcılar etkin portföy seti üzerinde kalmaya çalışırlarken ellerindeki servetlerin bir kısmı ile risksiz yatırım aracına yatırım yaparak daha iyi bir portföy oluşturabilirler. Bu modelde portföyler menkul kıymet Pazar doğrusu üzerinde oluşur. Bu doğru üzerinde yatırımcının hangi noktada olacağı yatırımcının risk tercihlerine bağlıdır.¹⁶⁴

Bu yaklaşımda portföye dahil edilecek olan yeni bir yatırım aracının riski dahil edildiği portföydeki toplam riski ne kadar arttırdığı ile ilişkilidir. Bu riskin bilinen ismi 'beta'dır. Herhangi bir yatırım aracının beta'sı o yatırım aracının beklenen getirisindeki standart sapma ile dahil edildiği portföydeki sapmanın birbirleri ile olan ilişkisi olarak da tanımlanabilir. Kabul edilen beta tanımına göre $\beta = \text{Cov}_{im} / \text{Var}_m$

Cov = Kovaryans
i = Yatırım Aracı
m = Piyasa Portföyü
Var = Piyasa Portföyünün varyansı

Diğer bir deyişle yatırım aracının beta'sı o yatırım aracı ile piyasa portföyünü temsil eden portföyün getirilerindeki kovaryansın piyasa portföyünün getirisinin varyansına olan oranıdır.¹⁶⁵ Daha yalın bir anlatımlar beta herhangi bir yatırım aracının piyasa hareketlerine olan duyarlılığının bir ölçüsüdür.¹⁶⁶

CAPM yaklaşımında yatırım aracının beklenen getirisi (sermaye maliyeti) ile betası arasında çok yakın bir ilişki bulunmaktadır. Bu ilişki aşağıdaki şekilde özetlenebilir.¹⁶⁷

$R_i = R_f + \beta_i (R_m - R_f)$
Ri = İ yatırım aracının beklenen getirisi
Rf = Risksiz yatırım aracının getiri oranı

¹⁶⁴ Haagen, s.203.

¹⁶⁵ Damodaran, s.32.

¹⁶⁶ Brealey ve Myers, s.174.

¹⁶⁷ Haagen, s.208.

R_m = Piyasa portföyünün beklenen getirisi
 B_i = İ yatırım aracının betası

CAPM yaklaşımında beklenen getiri ile yatırım aracının piyasa portföyüne kattığı ilave risk arasında doğrusal bir ilişki vardır. Yatırım aracının kendine özgü riski portföy çeşitlendirmesi sonucu giderilebilecek olup yatırımcılar için sadece çeşitlendirme ile giderilemeyecek piyasa riski önem arz etmektedir.¹⁶⁸

2.4.2.1.2 Arbitraj Fiyatlama Modeli

Bu modelde riski bertaraf etmek isteyen yatırımcılar için yatırım aracının kendi getirisindeki sapma yerine diğer yatırım araçlarının getirisi arasında olan kovaryans önem kazanmaktadır. Bu modelde piyasa portföyünün tek başına bir önemi bulunmamaktadır. Piyasa portföyü dışında diğer tüm yatırım araçlarının getirisini etkileyen faktörler ile yatırım aracının getirisi arasındaki bağ incelenerek beklenen getiri bulunmaya çalışılmaktadır.¹⁶⁹

Arbitraj fiyatlama modelinde de çeşitlendirme ile ortadan kaldırılamayan piyasa riski ile getiri arasında bir ilişki kurulmakta ancak piyasa riskini tetikleyen faktörler arasında milli gelir değişimleri, faiz oranları, enflasyon, vb ekonomik göstergeler de dahil edilmektedir.¹⁷⁰

Bu modelde beklenen getiri $R = R + m + e$ ile ifade edilir. Bu denklemde “R” beklenen normal getiriyi, “m” piyasa getirisini ve “e” firmaya özgü getiriyi ifade etmektedir. Denklemde yer alan “m” ifadesi o yatırım aracının piyasa getirisine etkisi olan faktörler ile arasındaki korelasyon ilişkisine bağlı olarak ortaya çıkmaktadır. Modelde çeşitlendirme ile ortadan kaldırılabilen riskler olmayacağı için beklenen getiri çeşitli risk faktörlerine bağlı olarak oluşmaktadır.

¹⁶⁸ Haagen, s.206.

¹⁶⁹ Jay Shaken, “The Arbitrage Pricing Theory: Is it Testable”, **The Journal of Finance**, Cilt.35, Sayı.5 (1982), s.1131.

¹⁷⁰ Damodaran, s.35.

$$m = B_1.F_1 + B_2.F_2 + B_3.F_3 + \dots + B_N.F_N^{171}$$

2.4.2.2 Yabancı Kaynakların Maliyeti

Sermaye sabit ödemeler içeren borçlanma araçlarından, yatırımcılara pay sahipliği veren adi hisse senetlerine kadar uzanan birçok farklı araçlardan yararlanılarak elde edilebilir. Bu kavram içinde yer alan borçların maliyeti işletmelerin para piyasalarından aldıkları dış kaynaklı krediye ödenen faiz tutarıdır. İşletmeler açısından alınan borca ödenen faizin vergi avantajı söz konusudur. Yasalar işletmelere ödedikleri faizleri gider göstererek vergi tasarrufu sağlama olanağını vermektedir. Bu durumda borçların işletmeye gerçek maliyeti vergiden sonraki maliyettir. Buna göre borcun maliyeti:¹⁷²

$$K_b = f(1-t)$$

K_b = Borcun vergi sonrası maliyeti
 f = Faiz oranı
 t = Vergi oranı

2.4.2.3 Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti

Ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti daha çok firmayı bir bütün olarak değerlemede kullanılmaktadır. Örnek olarak bir yatırımcı firmayı mevcut borçları ile satın alıp daha başka bir şekilde finanse edebilir. Bu durumda firmanın bütünü ile değerlemesi için ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti kullanılır.¹⁷³ Ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti hem borç hem de özkaynak ile finanse edilen firmalarda aşağıdaki formül yardımı ile uygulanır:¹⁷⁴

$$WACC = k_e.w_e + k_d(1-T)w_d$$

$WACC$ = Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti
 k_e = Beklenen sermaye getirisi
 w_e = Toplam finansman içindeki sermayenin oranı
 k_d = Borcun maliyeti
 T = Vergi oranı
 w_d = Borcun toplam finansman içindeki payı

¹⁷¹ Damodaran, s.36.

¹⁷² Chambers, s.39.

¹⁷³ Shannon P. Pratt ve Roger J. Grabowski, **Cost of Capital: Application and Examples**, Wiley Finance, 2008, s.265.

¹⁷⁴ Pratt ve Grabowski, s.267.

Borçlanma maliyeti – vergi avantajının da etkisi ile – öz sermaye maliyetinden daha düşük olduğu için firmalar borç oranını artırarak WACC oranını düşürebilirler. Firmalar borcun vergi sonrası maliyetinin artan borçtan dolayı ortaya çıkabilecek iflas riskten daha düşük olduğu sürece WACC oranını aşağıya çekebilirler.¹⁷⁵

2.4.3 Hisse Senedi Fiyatları ve Bilgi İlişkisi

Sermaye Piyasalarında işlem gören hisse senetlerinin fiyatları yeni ulaşan bilgilere göre hemen tepki verirler. Dolayısıyla herhangi bir anda piyasada işlem gören hisse senedinin fiyatı o hisse senedine ilişkin mevcut her türlü bilgiyi yansıtmaktadır.¹⁷⁶ Hisse senetlerinin yeni gelen bir bilgiye göre fiyatlarında değişiklik meydana gelmesi ve fiyatın geçerli her türlü bilgiyi içermesi finans literatüründe ‘etkin piyasa’ kavramını ifade etmektedir.¹⁷⁷

1950’li yılların ilk zamanlarında Maurice Kendall isimli bir istatistikçi tarafından hisse senedi fiyatları ile ilgili yapılan çalışmalarda hisse senedi fiyatlarının bir önceki fiyatlardan tamamen bağımsız hareket ettiği ve belirli bir günde hisse senedi fiyatında artış veya azalış olması ihtimallerinin aynı şekilde olası olduğu ve geçmiş fiyatlara bakarak gelecekteki fiyatların tahmin edilemeyeceği ortaya konmuştur. Hisse senedi fiyatlarının bu derece bağımsız bir şekilde hareket etmesi etkin piyasa kavramının oluşmasına temel oluşturmuştur. Hisse senedi ile ilgili bilgiler hemen fiyatlara yansıdığı için fiyatların geçmişteki veriler ile bağlantısı ortadan kalkmaktadır.¹⁷⁸

Piyasa etkinliğinin hisse senedi değerlemesi ile yakın bir ilişkisi bulunmaktadır. Eğer piyasalar etkin ise o halde piyasada geçerli olan fiyat zaten o hisse senedinin değerini yansıtan en iyi ölçüt haline gelmektedir. Bu durumda da değerlendirme işlemi o hisse senedinin cari fiyatını doğrulamaktan öteye gitmez.¹⁷⁹ Ters durumda ise

¹⁷⁵ Stanly Ferdman, **Principles of Private Firm Valuation**, Wiley, 2005, s.57.

¹⁷⁶ Frank K. Reilly ve Keith C. Brown, **Investment Analysis and Portfolio Management**, Dryden, 1997, s.209.

¹⁷⁷ Reilly ve Brown, s.208.

¹⁷⁸ Douglas Heath ve Janis K. Zaima, **Contemporary Investments Security and Portfolio Analysis**, Dryden, 1998, s.170.

¹⁷⁹ Damodaran, s.146.

(piyasaların etkin olmadığı durum) yapılan değerlendirme çalışmaları, hisse senedinin cari fiyatının yüksek veya düşük fiyatlanmış olabileceğini ortaya koyabilir.

Piyasa etkinliğini doğuran belli başlı varsayımlar bulunmaktadır. Bunlar arasında en bilinenleri; piyasalarda hisse senetlerini analiz edip değerlemeye çalışan birbirleri ile rekabet halinde olan yatırımcıların varlığı, hisse senedine ilişkin piyasaya ulaşan bilgilerin birbirinden bağımsız olarak rastlantısal bir şekilde ulaşması ve rekabet halindeki yatırımcıların yeni ulaşan bilgileri içerecek şekilde derhal pozisyon almalarıdır. Sonuç olarak bu varsayımlar altında hisse senetlerinin fiyatları o hisse senedinin riskini de içerecek şekilde her türlü bilgiyi yansıtmakta olup hisse senedinin fiyatı içine zımnen dahil olan beklenen getiri aynı zamanda riski de yansıtmaktadır.¹⁸⁰

Sermaye piyasalarının etkinliği hipotezi ile ilgili olarak 3 farklı alt hipotez bulunmaktadır. Bunlar sırası ile piyasa etkinliğinin zayıf formu, yarı güçlü formu ve güçlü formudur. Piyasa etkinliğinin zayıf formunda hisse senedi fiyatlarına geçmişle ilgili her türlü bilginin dahil olduğu kabul edilir. Dolayısı ile geçmişteki bilgilere bakarak yatırımcıların beklenenin üzerinde bir getiri sağlaması mümkün değildir. Piyasa etkinliğinin yarı güçlü formunda hisse senedinin fiyatlarına kamuya açıklanmış her türlü bilginin dahil olduğu kabul edilir. Dolayısı ile bu durumda kamuya açıklanmış veya açıklanan bilgilere dayanarak yatırımcıların beklenenin üzerinde getiri elde etmesi mümkün değildir. Piyasa etkinliğinin güçlü formunda ise hisse senedi fiyatlarına sadece kamuya açıklanmış bilgilerin değil her türlü bilginin dahil olduğu kabul edilir.¹⁸¹

Literatürde yapılan çalışmalarda piyasaların zayıf formda etkinlik gösterdiği sonucuna ulaşılmıştır. Buna göre geçmişteki fiyat hareketlerine ve işlem hacmine bakarak hisse senedi alım satımı yapılması sureti ile beklenenin üzerinde getiri sağlamak mümkün değildir. Ancak piyasa değeri olarak düşük değere sahip olan (küçük firma etkisi), diğer hisselerle göre düşük fiyat-kazanç oranına sahip (düşük fiyat-kazanç etkisi), diğer hisselerle göre analistler tarafından görmezden gelinen (ihmal edilme etkisi) ve belirli zamanlarda al-sat stratejisi güdülen (takvim etkisi) hisselerde

¹⁸⁰ Reilly ve Brown, s.209.

¹⁸¹ Jack C. Francis, **Management of Investments**, Mc-Graw Hill, 1993, s.414.

beklenenin üzerinde bir getiri elde edildiği ortaya konmuştur. Bu piyasa ‘anomali’leri piyasaların yarı güçlü etkinlik formun yaklaşımına tezat oluşturmaktadır. Ayrıca hisse senetleri piyasalarda işlem gören şirketlerde çalışan yöneticiler, işçiler, vb kişilerin yapmış oldukları işlemlerde (içeriden öğrenenlerin ticareti) beklenenin üzerinde getiri sağladıkları ortaya konmuştur. Bu veriye dayanarak piyasaların güçlü formda etkin olduğunu söylemek de mümkün olmamaktadır.¹⁸²

Hisse senedi fiyatları ile bilgi arasındaki ilişki incelendiği zaman kişisel ve kamusal bilgiler ile hisse senedi fiyatı / getirileri arasında pozitif bir ilişki tespit edilmiştir. Hisse senedinin fiyatı gelecekte beklenen nakit akımları ile sermaye maliyeti (beklenen getiri) değişkenlerinden etkilenmekte olduğu için beklenen getirinin artması hisse senedinin fiyatını – diğer koşullarda bir değişiklik olmadığı varsayımı altında - aşağıya çekmektedir. Şirket ile ilgili kişisel bilgilerin fazlalığı o bilgidan haberdar olmayan yatırımcıların istedikleri getirinin artmasına neden olmaktadır. Bunun nedeni bu bilgidan haberdar olan kişilerin bu bilgiye sahip olmayanların aleyhine portföylerini değiştirme imkanına sahip olmalarıdır. Kişisel bu bilgi bu anlamda sistematik bir risk haline gelmekte ve yatırımcılar bu riski bertaraf edecek şekilde getiri beklentilerini ve isteklerini artırmaktadırlar. Buna bağlı olarak firmalar sermaye maliyetlerini kendi firmaları ile ilgili bilgi / bilgilendirme yapısını değiştirerek etkileme olanağına sahiptirler. Firmalar seçtikleri muhasebe politikaları, kamuya bildirim süreçleri ve faal bir analist istihdam ederek kendileri ile bilgiyi doğru ve vakitli bir şekilde paylaşarak sermaye maliyetlerini düşürebilirler.¹⁸³

2.4.4 Hisse Senedi Fiyatları ve Yatırımcı Davranışları

Yatırımcıların sezileri sonucu hareket etmelerinden doğan rasyonel ve irrasyonel davranışlar varlık ve hisse senedi fiyatları üzerinde etkili olmaktadır. Yatırımcıların özellikle siyasi ve ekonomik belirsizlik durumlarında basında yer alan haberlere çok duyarlı olduklarını ve bunun sonucunda da varlık fiyatlarında çok büyük

¹⁸² Frank J. Fabozzi, **Capital Markets: Institutions and Instruments**, Prentice Hall, 1996, s.308.

¹⁸³ David Easley ve Maureen O’Hara, “Information and the Cost of Capital”, **The Journal of Finance**, Cilt. 59, Sayı.4 (2004), s.1553.

oynaklıklar meydana gelebileceği ortaya konmuştur.¹⁸⁴ Yatırımcıların belirsizlik ile ilgili algı seviyeleri düştükçe varlık fiyatlarındaki oynaklık ve beklenen getiriler de değişkenlik göstermektedir.

Galbraith'in 1929 yılında meydana gelen borsa çöküşünü anlattığı kitabında çöküşten önce 1920'li yıllarda başlayan hızlı ekonomik büyüme ile yatırımcıların irrasyonel davranışların birleşmesi sonucu bir 'köpük'ün meydana geldiği ve bu köpüğün de yatırımcılara borçlanmak sureti ile hisse senedi almalarını sağlayacak kredilerin verilmesi ile desteklendiğini belirtmiştir.¹⁸⁵

Piyasalarda oluşan her köpüğün veya davranışın irrasyonel olmak zorunda olmadığı yönünde görüşler de bulunmaktadır.¹⁸⁶ Ekonomistlere göre bireylerin rasyonel davranışları ve beklentileri varlık fiyatlarının cari ve gelecekteki getirileri hakkındaki bilgileri yansıtmaktadır. Bu fiyatlarda meydana gelecek bir sapma irrasyonel davranışın bir göstergesidir. Piyasalarda yatırım yapan yatırımcılar ise varlık fiyatlarını etkileyen unsurlardan dışsal unsurları da kabul etmekte hatta 'sürü psikolojisi'nin varlık fiyatlarını etkilemede önemli olabileceğini düşünmektedirler. Varlık fiyatlarında meydana gelen bu sapma rasyonel davranışlar ile de açıklanabilmektedir.

Bir başka çalışmada yatırımcı psikolojisinde mevcut kendinden emin olma duygusu incelenmiştir. Bir yatırımcı eğer kendi kendine elde ettiği bir bilgidен oldukça emin ise bu durumda kamuya açıklanan bilgilere karşı daha duyarsız olacak ve bu bilgileri ihmal edecektir. Kendinden emin yatırımcı hisse senetleri ile bilgi toplamada kendi kabiliyetine oldukça inanmakta ve dolayısı ile kamuya açık olan ve kamu tarafından öğrenilebilecek nitelikteki bilgileri ihmal etmektedir. Bu yüzden bu psikolojiye sahip yatırımcılar o hisse senedi ile ilgili bireysel bir bilginin değerini gereğinden fazla büyütebilmekte ve hisse senedinin o bilgiye gereğinden fazla fiyat tepkisi göstermesine neden olabilmektedir. Yatırımcılarda mevcut kendinden emin olma

¹⁸⁴ Pietro Veronesi, "Stock Market Overreaction to Bad News in Good Times: A Rational Expectations Equilibrium Model", **The Review of Financial Studies**, Cilt.12, Sayı.5 (1999), s.975.

¹⁸⁵ Eugene N.White, "The Stock Market Boom and Crash of 1929 Revisited", **The Journal of Economic Perspectives**, Cilt.4, Sayı.2 (1990), s.67.

¹⁸⁶ Olivier J. Blanchard ve Mark W. Watson, **Working Paper No.945**, NBER Working Paper Series, 1982, http://www.nber.org/papers/w0945.pdf?new_window=1 (18 Mart 2012)

duygusu tahmin edip aksiyon aldıkları olayların sonucunda göre güncellenmektedir. Yani daha önceden tahmin edilen sonucu doğuran olaylar kendinden emin olma duygusunu oldukça fazla artırırken, olayların aksi yönde gelişmesi emin olma duygusunu çok daha az zedelemekte veya hiç zedelememektedir. Bu durumlarda olayın meydana gelmemesi bir takım dışsal faktörler veya sabotaj ile açıklanmaktadır. Sonuç olarak hisse senedi piyasalarındaki fiyat hareketleri ile yatırımcıların psikolojileri arasında yakın bir ilişki bulunmaktadır.¹⁸⁷

2.4.5 Hisse Senedi Fiyatları ve Hisse Senedi Geri Alımı İlişkisi

2.4.5.1 Sinyal Teorisi

Sinyal teorisinin temel mantığı firma içindeki yöneticilerin firma hakkında sahip oldukları kişisel bilgilerin firmanın yatırım ve finansman politikalarındaki tercihleri ile piyasalara dolaylı olarak aktarılmasıdır.¹⁸⁸ Piyasaların güçlü formda etkinliğe sahip olmamalarından dolayı firma içindeki yöneticilerin sahip oldukları bilgiler tam olarak hisse senedi fiyatlarına yansımayaabilir. Bu durumda yöneticiler çeşitli yöntemler ile (borç yapısı ve kimi yazarlara göre temettü dağıtma kararları) firma hakkında sahip oldukları bilgileri piyasalara aktarmaya çalışırlar.¹⁸⁹

Örnek olarak bir firmanın hem temettü dağıtma kararı alması ve aynı zamanda borç miktarını artırması firmanın piyasalara gelecekte meydana gelecek ‘toplam nakit çıkışı’ hakkında bir taahhüdü ifade etmektedir. Bu durum firmanın nakit yaratma potansiyeli ile ilgili piyasalara olumlu bir mesaj vermekte ve firmanın piyasa değerinde artış meydana gelmektedir. Yapılan çalışmalarda temettü ve/veya borç seviyesinde artış yönünde karar alan ve açıklayan firmaların hisse senedi fiyatlarında normalin üzerinde bir getiri saptanmıştır.¹⁹⁰

¹⁸⁷ Kent Daniel, David Hirshleifer ve Avanidhar Subrahmanyam, “Investor Psychology and Security Market under – and overreactions”, **The Journal of Finance**, Cilt.53, Sayı.6 (1998), s.1843.

¹⁸⁸ Günter Franke, “Costless Signalling in Financial Markets”, **The Journal of Finance**, Cilt.42, Sayı.4 (1987), s.809.

¹⁸⁹ Abraham S. Ravid ve Oded H. Sarig, “Financial Signalling by Committing to Cash Outflows”, **The Journal of Financial and Quantitative Analysis**, Cilt.26, Sayı.2 (1991), s.165.

¹⁹⁰ Ravid ve Sarid, s.176.

Temettü kararının açıklanması ve ödenmesi ile birlikte hisse senedi fiyatının ödenen temettü kadar düşmesi gerekmektedir. Eğer temettü ödemesi sonrası hisse senedinin fiyatı düşmez ise spekülâtörler hisse senedini temettü ödenmeden önce satın alırlar, temettüyü alıp hemen ertesi gün hisse senedini tekrar satarlar. Spekülâtörlerin bu hareketi temettü öncesi fiyatların temettü sonrası fiyatlardan daha yüksek olmasına neden olur. Eğer temettü ödemesi hisse senedi fiyatlarında aşağı yönde bir baskı yapıyor ise firmaların temettü ödeme yönünde karar almalarının başka nedenleri olmalıdır. Bunun en önde gelen nedenlerinden bir tanesi firma kaynaklarının ortaklara dağıtılıyor olmasının piyasalar tarafından iyi bir haber olarak algılanmasıdır. Temettü ödeyen firma gelecekte nakit akışı yaratacağı yönünde bir sinyal vermekte ve karlılığını bu şekilde piyasalara işaret etmektedir. Sadece muhasebe karı ile değil gerçekten ortaklara nakit dağıtarak firma bu açıdan kendine olan güvenini göstermektedir.¹⁹¹

Temettü kararını açıklamak her ne kadar piyasalara olumlu yönde bir sinyal verse de açıklanan temettünün ödenmemesi veya daha az ödenmesi piyasalar tarafından olumsuz algılanıp hisse senedinin fiyatında aşağı yönde bir baskı yapacaktır. Bu açıdan verilen yanlış sinyallerin bir maliyeti bulunmaktadır. Firma yöneticileri yanlış bir sinyal verirler ise bu yanlış sinyal piyasalar tarafından cezalandırılabilir. Dolayısıyla inandırıcı sinyal diğer firmaların taklit edemeyeceği ve ortaya çıkan maliyetlerden dolayı taklit etmekten imtina edeceği sinyallerdir.¹⁹²

Hisse senedi geri alımlarında da geri alım programı açıklandıktan sonra bu açıklamaya bağlı olarak ortalamada beklenenin üzerinde %3 getiri meydana gelmiştir. Sonuç olarak piyasalar geri alım programını olumlu bir sinyal olarak algılamaktadırlar.¹⁹³ Firmalar geri alım programı ile sadece kendilerine olan güveni göstermekle kalmayıp hisse senetlerinin piyasadaki değerinin olması gerekenin altında olduğunu yönünde de sinyal gönderebilmektedirler.¹⁹⁴

¹⁹¹ Asquith ve Mullins, s.35.

¹⁹² Asquith ve Mullins, s.35.

¹⁹³ Oded, s.272.

¹⁹⁴ Konan Chan, David Ikenberry ve Inmoo Lee, "Economic Sources of Gain in Stock Repurchases", **The Journal of Financial and Quantitative Analysis**, Cilt.39, Sayı.3 (2004), s.478.

Hisse senedi geri alımı yöntemi ile hisse senedi değerinin olması gerekenden daha düşük olduğu yönünde sinyal vermek daha çok küçük ve bilgi asimetrisinin fazla olduğu firmalar tarafından tercih edilmektedir. Bu firmalar diğer firmalara göre daha seyrek satın alma yapmakta olup, faaliyet karlılıklarında daha fazla sapmalar olan (dolayısıyla risk ve sermaye maliyetleri yüksek olan), kurumsal ortak sayısı az olan ve önemli ölçüde yöneticiler tarafından sahip olunan firmalardır. Piyasalar bu tip firmaların yaptıkları satın almaları daha pozitif tepki vermekte olup bu firmalar tarafından yapılan alımlarda hisse senedi fiyatlarının olduğundan daha yüksek olması gerektiği yönünde bir sinyal verildiğini düşünmektedir. Büyük ve kurumsal ortak sayısı fazla olan ve daha düzenli satın alma yapan firmalara ise piyasalar daha az olumlu tepki vermektedir. Bu da piyasaların sinyal verme ile ilgili algısının büyük veya küçük firma olması, satın almaların sık veya nadir olması gibi özelliklere dikkat ettiğini göstermektedir.¹⁹⁵

Hisse senedi geri alım programı açıklayan firmaların hisse senetleri fiyatlarında bir artış meydana geliyor ise firmaların herhangi bir taahhüde girmedikleri için yüksek fiyattan hisse senetlerini alıp almayacakları araştırma konusu yapılmıştır. Hisse senedi geri alım programı açıklayan firmaların yatırımcıları piyasalara verilen olumlu mesaj sayesinde fiyatlarda artış ile karşılaşırken piyasaların etkin olmadığı durumda yaşanan bu artışın yeterli olmadığı ve bu artışın izleyen dönemlerde de devam ettiği ortaya konmuştur.¹⁹⁶ Bu nedenle firmalar hisse senetleri fiyatı artsa bile kendi hisselerini geri almak için çaba göstereceklerdir.

Benzer bir sonuca 1980 ve 1990 yılları arasındaki geri alım programlarının incelendiği bir çalışmada da ulaşılmıştır. Hisse senedi geri alım programı açıklayan firmaların hisse senetlerinde izleyen 4 yıl içerisinde beklenenin üzerinde %12.1 getiri sağlandığı ortaya konmuştur. Bunun nedeni olarak da hisse senedi geri alımı ile piyasalara verilen sinyalin kısa vadede daha az algılandığını ve orta-uzun vadede bir

¹⁹⁵ Jagannathan ve Stephens, s.90.

¹⁹⁶ Nobuyuki Isagawa, "Market Repurchase Announcements and Stock Price Behavior in Inefficient Markets", **Financial Management**, Cilt.31, Sayı.3 (2002), s.5.

düzeltilme hareketinin geldiğini öne sürülmüştür. Bu durum yatırımcı psikolojisinin piyasa ve fiyatlar üzerinde olan etkisini gösterir niteliktedir.¹⁹⁷

2.4.5.2 Reel Opsiyon Hipotezi

Hisse senedi geri alım programlarında fiyatların ortalama %3.5 civarında artış gösterdiği çeşitli çalışmalar ile ortaya konmuştur. Hisse senedi geri alım programlarının piyasalara firmanın geleceği ile ilgili sinyal gönderdiği düşünülebilir ancak sinyallerin piyasalarda beklenen etkiyi göstermesi için sinyallerin doğru çıkması ve firmanın kendinden bekleneni yapması gerekmektedir. Aksi durumda iyi firmalar tarafından piyasalara verilen sinyaller kötü durumdaki firmalar tarafından taklit edilebilir.¹⁹⁸

Hisse senedi geri alım programları diğer geri alım türleri (sabit geri alım ve Hollanda Tipi geri alım ihaleleri) gibi bir taahhüt içermemektedir. Diğer bir deyişle hisse senedi geri alım programı firma yönetimine belirli bir sürede belirli bir hisse senedini geri alması için verilen bir yetki olup o süre zarfında hisselerin geri alınması (veya hepsinin alınması) konusunda bir kesinlik ve taahhüt içermemektedir. O halde herhangi bir kesinlik ve taahhüt içermeyen geri alım programları ile piyasalara gönderilen sinyallerin gücünün de zayıf olması ve/veya diğer firmalar tarafından da taklit edilmek sureti ile etkisinin fazla olmaması gerektiği düşünülebilir.

Hisse senedi geri alım programlarında firmanın yöneticileri sinyal vermekten başka kendilerine satın alma konusunda bir opsiyon da yaratmaktadırlar. Bu opsiyonun içsel bir değeri bulunmaktadır. Nitekim firma yönetimi geri alım programı zamanı içerisinde hisse senedi fiyatlarının olması gerekenden düşük olduğunu gördükleri zaman olması gereken fiyattan geri alım yaparak bu opsiyonu kullanma hakkını almaktadırlar. Bu opsiyonun içsel değeri geri alım programı açıklandığı zaman fiyatlara olumlu bir şekilde yansımaktadır.¹⁹⁹

¹⁹⁷ David Ikenberry, Josef Lakonishok ve Theo Vermealen. "Market Underreaction to Open Market Repurchases", **Journal of Financial Economics**, Cilt.39 (1995), s.208.

¹⁹⁸ Ikenberry ve Vermealen, s.9.

¹⁹⁹ Ikenberry ve Vermealen, s.12.

Örnek vermek gerekirse firmanın t_0 anında piyasada dolaşımda bulunan 100 adet hissesi bulunmaktadır. Yönetim firmanın hisse senetlerinden 20 tanesini t_1 anındaki piyasa koşullarına göre geri satın alma konusunda bir program açıklamıştır. Firmanın t_1 anında beklenen karlılığı eşit olasılıklar ile 150\$ ve 50\$ olup bu beklentiye göre t_0 anındaki piyasa fiyatı 1\$'dır $[(150\$ \times 0.5 + 50\$ \times 0.5)/100]$. Eğer t_1 anında firmanın karlılığı 150\$ olacak ise ve hisse senedi fiyatları (S olarak gösterilmiştir) daha düşük ise bu durumda firma yönetimi geri alım opsiyonunu kullanacak ve geri alım sonrası hisse senedi fiyatı aşağıdaki gibi hesaplanacaktır:

$$\frac{150 - (S)20}{80} = 1.5 + 20/80 (1.5 - S)$$

Bu denklemde her bir hisse senedi için 20/80 oranında firma yönetimi kendine firmanın gerçek değerini yansıtan nakit akımını almak için bir opsiyon yaratmıştır. Dolayısıyla geri alım programı açıklandığı zaman firmanın hisse senetlerinin fiyatları bu opsiyonun değeri kadar artış gösterecektir. Eğer opsiyonun değeri "W" olarak gösterilir ise aşağıdaki formül yardımı ile W'nin değeri 0.0556\$ olarak bulunur.

$$W = 0.5 [20/80(1.5 - (1+W))]$$

Sonuç olarak geri alım programı açıklandığı zaman hisse senedinin fiyatı bu opsiyonun içsel değeri olan 0.0556\$ kadar artış göstermektedir.²⁰⁰

2.4.5.3 Nakit Akışı Maliyeti ve Risk Seviyesinde Değişim

Yüksek nakde sahip ancak kullanım yeri kısıtlı olan firma yöneticilerinin ellerindeki nakdi optimal olmayan projelere yatırıp firmanın değerini olumsuz yönde etkileyebilecekleri ifade edilmiştir.²⁰¹ Yüksek nakde sahip bu firmaların ellerindeki nakdi optimal olmayan projelere yatırmak yerine hisse senedi geri alımı yolu ile ortaklara dağıtması aracılık maliyetini düşüreceği için hisse senedi geri alımının fiyatlar üzerinde olumlu bir etki yapması beklenmektedir.²⁰²

²⁰⁰ Ikenberry ve Vermealen, s.12.

²⁰¹ Jensen, s.325.

²⁰² Chan, Ikenberry ve Lee, s.464.

Yapılan bir çalışmada hisse senedini geri alan firmaların izleyen dönemlerde yatırım ve AR-GE harcamalarını azalttıkları ortaya konmuştur. Buna ilaveten bilançoda yer alan nakit varlıklarında da önemli derecede düşüş meydana gelmiştir. Yüksek büyüme döneminden çıkıp daha doymuş piyasalarda faaliyet gösterip nakit yaratma potansiyeli fazla olan firmaların önündeki yatırım potansiyelleri azalmaktadır. Yatırım (ve dolayısıyla karlılık) potansiyelleri azalan firmaların ellerindeki fazla nakdi ortaklara dağıtarak fazla nakdin aracılık maliyetini düşürmek sureti ile piyasalara olumlu mesaj vermeleri mümkündür. Firmaların önünde yer alan yatırım fırsatları düşme eğilimine girmiş ise firmanın kendine özgü riskinde de bir düşüş meydana gelmesi beklenir. Riskli varlıkların ve projelerin toplam firma varlıkları içindeki payı azaldıkça (risksiz varlık olan nakdin payı arttıkça) firmanın riskinde de – ve dolayısıyla sermaye maliyetinde de – düşüş meydana gelecektir. Dolayısıyla bu durumda olup da hisse senedini geri alan firmaların sistematik riskinde ve sermaye maliyetlerinde istatistiki anlamda önemli derecede düşüş meydana gelmektedir. Hisse senedi geri alımı ile firmanın riskli yatırım fırsatlarının azaldığı ve riskinde (ve dolayısıyla sermaye maliyetinde) bir düşüş meydana geldiği konusunda piyasalara mesaj verilmesi mümkündür. İşte hem nakdin aracılık maliyetinin düşmesi hem de piyasalara azalan risk ile ilgili mesajın verilmesi hisse senedini geri alan firmaların hisse senedi fiyatlarında olumlu bir şekilde yansımaktadır.²⁰³

2.4.5.4 Vergi Avantajı Etkisi

Şirketler finansman amacı ile borçlandıkları zaman borç için ödedikleri faizi vergi matrahından düşme imkanına sahiptirler. Aynı imkan elde edilen kar üzerinden ödenen temettüleri için bulunmamaktadır. Sonuç olarak şirketlerin borç seviyesini arttırmaları ödenen verginin düşmesine sebep olmaktadır. Vergi matrahının azaltılması için sadece borçlanmak değil aynı zamanda fazla nakit kaynaklardan da kurtulmak bir yol olarak kullanılabilir. Fazla nakit kaynaklar faiz geliri getiren finansal enstrümanlarda değerlendirildiği zaman da ortaya fazla nakit kaynaklardan dolayı bir vergi yükü çıkmaktadır. Firmalar gerek bu fazla nakitten kurtulmak gerek nakit kaynak yaratmak için borçlanmak yolunu seçtikleri zaman toplam vergi matrahlarını azaltma

²⁰³ Grullon ve Michaely, s.655.

imkanına kavuşmaktadırlar.²⁰⁴ Vergi matrahında meydana gelen bu azalış vergi geliri toplayan devletten şirket ortaklarına bir transfer olarak görülebilir. Dolayısıyla artan borç oranının vergi matrahında meydana getirdiği düşüşün geri alım sonucu hisse senedi fiyat performansına olumlu etki yaptığı belirtilmektedir.²⁰⁵

Bireysel yatırımcılara sağlanan vergi avantajı etkisi ise çok kesin değildir. Bunun nedenleri arasında vergi kurallarının ülkelere, yatırımcı kimliklerine ve geri alım türlerine göre farklılık göstermesidir.²⁰⁶ Hisse senedi geri alımı temettü dağıtımına göre vergisel anlamda daha avantajlı olsa da bu her yatırımcı için geçerli olmamaktadır. Yatırımcıların hisse senetlerini ellerinde tuttukları süre ve alım fiyatları birbirinden farklı olduğu için vergi avantajı her yatırımcıya aynı şekilde uygulanamayabilir. Ayrıca işlem maliyetlerinin bulunması durumunda da vergi avantajı etkisi yok olmaktadır.²⁰⁷ Hisse senedi geri alımlarının temettü dağıtımına göre daha avantajlı bir vergi rejimine sahip olması şirketlerin neden hisse senedi geri alımı yaptıklarını açıklayan faktörlerden bir tanesi olsa da bu vergi avantajının hisse senedi fiyatına yansımaları kesin değildir. Bireysel yatırımcılara vergi avantajı sağlayan hisse senedi geri alımının hisse senedi fiyat performansında olumlu artışa yol açtığı sonucuna ulaşılamamaktadır.²⁰⁸

2.4.5.5 Sermaye Yapısının Değiştirilmesi

Şirketler hisse senedi geri alımı yaptıkça özkaynak bazı azalır ve borçların özkaynaklara oranı artış gösterir. Hisse senedi geri alımı bu yönü ile sermaye yapısını yönetmek için kullanılan yöntemlerden bir tanesidir. Şirketlerin çalışan ve yöneticilerine verdikleri hisse senedi opsiyonlarının kullanılması sonucu özkaynaklarda bir artışın meydana gelmesi ve hisse başına kazancın sulandırılması ihtimaline karşı geri alımlar özkaynaklardaki bu artışı ve hisse başına kazancın sulanmasını önlemek için bir yöntem olarak kullanılmaktadır. Şirketin yeni sermaye artışı veya borç ödemesi gibi sermaye yapısını değiştirecek bir işlemi yapmasa bile bu tür yarı-sermaye niteliğindeki

²⁰⁴ Vermealen, s.69.

²⁰⁵ William Pugh ve Sir John Junior Jahera, "Stock Repurchases and Excess Returns: An Empirical Examination", **The Financial Review**, Cilt.25, Sayı.1 (1990), s.140.

²⁰⁶ Vermealen, s.44.

²⁰⁷ Edwin Elton ve Martin Gruber, "The Effect of Share Repurchase on the Value of the Firm", **The Journal of Finance**, Cilt. 23, Sayı.1 (1968), s.148.

²⁰⁸ Vermealen, s.70.

enstrümanların kullanılması şirketin borç / özkaynak oranını istenen seviyeden farklı bir seviyede olmasına neden olabilir.²⁰⁹

Hisse senedi geri alımı yapan firmaların sermaye yapısını değiştirmek için fiilen geri alım yapmaları gerekmektedir. Bu amaçla yapılan geri alımları takip eden dönemlerdeki hisse senedi fiyat performansının yüksek borca sahip firmaların yaptıkları geri alım sonrası hisse senedi fiyat performansından daha yüksek olmadığı ortaya konmuştur. Dolayısıyla hisse senedi geri alımının sermaye yapısını değiştirmek için yapılması durumunda hisse senedi fiyatlarında bir artış görüldüğü hipotezi istatistiki olarak kabul edilememektedir.²¹⁰

²⁰⁹ Chan, Ikenberry ve Lee, s.465.

²¹⁰ Chan, Ikenberry ve Lee, s.478.

3 HİSSE SENEDİ GERİ ALIMININ FİYATLAR ÜZERİNDEKİ ETKİSİNE İLİŞKİN AMPİRİK ÇALIŞMA

Hisse senedi geri alımı ile fiyatlar arasındaki ilişki 2007 (Aralık) ile 30 Eylül 2011 dönemleri arasında NYSE’de halka açıklanan 48 farklı geri alım programına dayanılarak analiz edilmiştir. Yaklaşık 4.5 yıllık periyodu kapsayan geri alım programlarına ilişkin veri seti <http://www.theonlineinvestor.com/buybacks> kaynağından elde edilmiştir. Bu kaynakta yer alan veriler şirketler bazında hazırlanmıştır.

Şirketlerin hangi tarihte ne kadarlık bir geri alım programı açıkladığı belirlendikten sonra geri alım programının açıklandığı günde geri alım programı açıklayan şirket hissesinin piyasadaki günlük getirisi ile NYSE endeksinin günlük getirisi karşılaştırılmıştır. Analiz sadece günlük getiri değil ayrıca geri alım programı açıklandıktan sonraki haftalık, aylık ve üç aylık dönemlerdeki getirileri de NYSE endeksinin aynı dönemdeki getirileri ile karşılaştıracak şekilde genişletilmiştir.

Analizin amacı hisse senedi geri alım programı açıklayan şirket hisse senetlerinin günlük, haftalık, aylık ve üç aylık dönemlerdeki getirileri ile NYSE endeksinin aynı dönemdeki getirileri arasında istatistiksel olarak anlamlı bir fark olup olmadığının ortaya konulması olmuştur.

3.1 Veri Setinin Hazırlanması

Veri seti hisse senedi geri alım programlarının en yoğun bir şekilde gerçekleştiği NYSE borsasına kote şirketler arasından derlenecek şekilde hazırlanmıştır. Türkiye’de henüz hisse senedi geri alım programlarına ilişkin düzenleme yürürlüğe girmedigi için Türkiye ile ilgili ampirik bir çalışma yapılamamıştır.

Hisse senedi geri alım programı açıklayan şirketler arasından seçim yapılırken halka açıklık oranı yüksek ve çok uluslu şirketler arasından seçim yapılmaya çalışılmıştır. Hisse senedi geri alım programı açıklayan şirketler ilgili tarihlerde ne kadarlık bir geri alım yapacaklarına ilişkin duyuruyu halk ile paylaşmış olup bu kesin bir geri alım yapılacağına ilişkin bir taahhüt anlamına gelmemektedir.

2007 ile 30 Eylül 2011 tarihleri arasında NYSE kote şirketler arasında geri alım programı açıklayan şirketler aşağıdaki tabloda yer almaktadır.

Tabloda yer alan şirketlerin bazıları hisse senedi geri alım programlarını toplam parasal değer cinsinden değil de geri alınması düşünülen hisse senedi adedi cinsinden açıklamışlardır. Bu şirketler tabloda ayrıca belirtilerek tablonun altına geri alınması açıklanan hisse senedi adetleri ayrı bir not olarak belirtilmiştir.

Tablo 4

NYSE Kote Şirketler Arasından Geri Alım Programı Açıklayan Şirketler Listesi

Tarih	Geri Alım Programı Açıklayan Şirket	Geri Alım Programı Tutarı (Milyon Dolar)
27.09.2011	Accenture	5.000
22.09.2011	Lockhead Martin	2.500
12.09.2011	Coca - Cola	1.000
24.08.2011	Lockhead Martin	1.000
11.08.2011	Covidien	2.000
27.07.2011	Visa	1.000
21.07.2011	Hewlett - Packard	10.000
21.06.2011	Best-Buy	5.000
03.06.2011	Wal-Mart	15.000
06.05.2011	Visa	1.000
27.04.2011	Du-Pont	2.000
27.04.2011	Merk	5.000
26.04.2011	IBM	8.000
09.03.2011	Honeywell	3.000
20.01.2011	Tiffany & Co	400
17.12.2010	AT&T	300*
17.12.2010	Manpower	3**
13.12.2010	Baxter International	2.500
26.10.2010	IBM	10.000
25.10.2010	Lockhead Martin	3.000
14.10.2010	Coca - Cola	1.000
30.08.2010	Hewlett - Packard	10.000
05.08.2010	Eastman Chemical	300
08.07.2010	Exxon Mobil	3.000
09.06.2010	Monstanto	1.000
04.06.2010	Wal-Mart	15.000
24.11.2009	Merk	3.000
23.11.2009	Hewlett - Packard	12.000

27.10.2009	IBM	5.000
27.10.2009	Visa	1.000
23.10.2009	Kellogg	650
24.09.2009	Lockhead Martin	20***
28.07.2009	Baxter International	2.000
05.06.2009	Wal-Mart	15.000
28.04.2009	IBM	3.000
13.02.2009	Pepsi Cola	2.500
28.01.2009	Covidien	300
07.08.2008	Toyota	15****
17.07.2008	Coca - Cola	2.000
06.06.2008	Siemens	3.100
23.04.2008	Met Life	1.000
16.04.2008	Monstanto	800
18.03.2008	Baxter International	2.000
26.02.2008	IBM	15.000
28.02.2008	Verizon	100*****
11.12.2007	AT&T	400
03.12.2007	IBM	1.000
03.12.2007	Metlife	2.200

Kaynak: <http://www.theonlineinvestor.com/buybacks>

* 300 Milyon adet hisse senedinin geri alınacağına dair açıklama yapılmıştır

** 3 Milyon adet hisse senedinin geri alınacağına dair açıklama yapılmıştır

*** 20 Milyon adet hisse senedinin geri alınacağına dair açıklama yapılmıştır

**** 15 Milyon adet hisse senedinin geri alınacağına dair açıklama yapılmıştır

***** 100 Milyon adet hisse senedinin geri alınacağına dair açıklama yapılmıştır

Veri setine dahil olacak şirketler belirlendikten sonra o tarihlerde veri setine dahil şirketlerin hisse senedi değerlerindeki günlük değişim ile NYSE endeksinin günlük değişimleri belirlenmiştir. NYSE endeksi ampirik çalışmada kontrol grubu olarak kullanılmış ve hisse senedi geri alımı yapan şirketin dışında kalan hisse senedi geri alımı açıklamayan şirketlerin oluşturduğu piyasa portföyü olarak değerlendirilmiştir.

Tabloda yer alan şirketlerin ve NYSE endeksinin geri alım programı açıklandıktan sonraki günlük, haftalık, aylık ve üç aylık getirilerini bulmak için “<http://www.eoddata.com/download.aspx?e=NYSE>” sanal kaynağından günlük fiyat seviyeleri ayrı bir veri seti olarak hazırlanmıştır. Bu veri setinde yer alan günlük fiyat seviyeleri arasındaki değişim günlük, haftalık, aylık ve üç aylık dönemler halinde getiri oranlarına dönüştürülmüştür. Bu dönüşüm yapıldıktan sonra veri setinde yer alan

şirketler ile NYSE endeksinin çeşitli dönemlerdeki getirileri ayrı bir tablo haline getirilmiştir.

Tablo 5
Geri Alım Programı Açıklayan Şirketler ve NYSE Endeksinin Getiri Oranları

Tarih	Şirket	Geri Alım Tutarı (Milyon Dolar)	Geri Alım Programı Açıklayan Şirketin Açıklana Tarihinden İtibaren				NYSE Endeksinin Aynı Dönemdeki			
			Günlük Getirisi	Haftalık Getirisi	1 Aylık Getirisi	3 Aylık Getirisi	Günlük Getirisi	Haftalık Getirisi	1 Aylık Getirisi	3 Aylık Getirisi
27.09.2011	Accenture	5.000	3,33%	Veri Yok	Veri Yok	Veri Yok	1,47%	Veri Yok	Veri Yok	Veri Yok
22.09.2011	Lockhead Martin	2.500	0,67%	-0,89%	Veri Yok	Veri Yok	-3,65%	3,69%	Veri Yok	Veri Yok
12.09.2011	Coca - Cola	1.000	0,01%	1,60%	Veri Yok	Veri Yok	0,03%	2,66%	Veri Yok	Veri Yok
24.08.2011	Lockhead Martin	1.000	1,92%	1,27%	3,10%	Veri Yok	0,88%	3,51%	-1,49%	Veri Yok
11.08.2011	Covidien	2.000	-1,40%	-0,04%	-1,89%	Veri Yok	4,60%	-2,45%	-2,03%	Veri Yok
27.07.2011	Visa	1.000	-1,63%	-0,31%	1,16%	Veri Yok	-2,14%	-3,68%	-8,12%	Veri Yok
21.07.2011	Hewlett - Packard	10.000	2,69%	0,00%	-32,27%	Veri Yok	1,57%	-3,42%	-14,29%	Veri Yok
21.06.2011	Best-Buy	5.000	2,66%	-1,42%	-8,71%	-24,08%	1,54%	-0,01%	3,09%	-13,83%
03.06.2011	Wal-Mart	15.000	0,21%	-1,75%	-0,30%	-3,22%	-0,67%	-2,50%	1,53%	-10,66%
06.05.2011	Visa	1.000	0,90%	-0,54%	1,42%	-0,78%	0,34%	0,70%	-3,16%	-18,66%
27.04.2011	Du-Pont	2.000	1,02%	0,74%	-5,50%	-6,01%	0,63%	0,35%	-2,59%	-5,30%
27.04.2011	Merk	5.000	1,63%	2,61%	1,63%	-1,23%	0,63%	0,35%	-2,59%	-5,30%
26.04.2011	IBM	8.000	0,49%	2,60%	-0,59%	8,57%	0,82%	1,94%	-2,49%	-2,61%
09.03.2011	Honeywell	3.000	-1,03%	-4,20%	3,12%	1,20%	-0,17%	-5,37%	1,96%	-0,61%
20.01.2011	Tiffany & Co	400	-0,79%	2,35%	8,55%	12,95%	-0,35%	1,61%	3,08%	2,80%
17.12.2010	AT&T	300*	-0,07%	-0,03%	-3,08%	-5,10%	-0,06%	1,15%	4,47%	2,86%
17.12.2010	Manpower	3**	2,03%	-1,17%	6,83%	-7,35%	-0,06%	1,15%	4,47%	2,86%
13.12.2010	Baxter International	2.500	0,18%	0,83%	-2,88%	3,51%	0,34%	-0,04%	3,36%	4,38%
26.10.2010	IBM	10.000	0,59%	2,25%	1,03%	13,87%	-0,21%	0,68%	0,03%	9,53%
25.10.2010	Lockhead Martin	3.000	-0,52%	-0,22%	-4,18%	10,13%	0,31%	-0,49%	-0,40%	8,10%
14.10.2010	Coca - Cola	1.000	-0,05%	2,60%	3,62%	5,32%	-0,20%	-0,41%	-0,98%	7,96%
30.08.2010	Hewlett - Packard	10.000	1,47%	3,82%	6,03%	9,05%	-1,47%	3,82%	9,42%	10,84%
05.08.2010	Eastman Chemical	300	-0,42%	-4,76%	1,46%	25,19%	-0,11%	-4,07%	-2,99%	9,04%
08.07.2010	Exxon Mobil	3.000	0,65%	0,78%	5,31%	9,53%	1,05%	2,38%	5,68%	9,84%
09.06.2010	Monstanto	1.000	-2,94%	0,95%	4,64%	11,80%	-0,55%	6,35%	3,58%	3,70%
04.06.2010	Wal-Mart	15.000	-2,55%	0,91%	-6,09%	2,56%	-3,79%	3,25%	-5,46%	8,33%
24.11.2009	Merk	3.000	-0,55%	1,82%	2,13%	0,98%	-0,22%	0,58%	1,18%	-2,79%
23.11.2009	Hewlett - Packard	12.000	1,96%	-3,84%	3,63%	-17,98%	1,44%	-1,31%	0,96%	-2,73%
27.10.2009	IBM	5.000	0,45%	0,42%	3,99%	10,88%	-0,40%	-1,72%	4,83%	3,99%
27.10.2009	Visa	1.000	1,54%	5,07%	5,79%	9,59%	-0,40%	-1,72%	4,83%	3,99%

23.10.2009	Kellog	650	1,41%	2,67%	6,46%	7,37%	-1,62%	-4,63%	-0,18%	1,62%
24.09.2009	Lockhead Martin	20***	-2,38%	-0,44%	-9,02%	-2,39%	-1,47%	-2,10%	1,02%	5,72%
28.07.2009	Baxter International	2.000	1,06%	2,68%	2,03%	-2,26%	-0,57%	3,80%	5,77%	7,72%
05.06.2009	Wal-Mart	15.000	0,39%	-2,41%	-5,96%	1,71%	-0,46%	1,08%	-7,46%	9,37%
28.04.2009	IBM	3.000	1,99%	3,84%	4,26%	15,05%	-0,37%	7,47%	11,81%	17,86%
13.02.2009	Pepsi Cola	2.500	1,10%	-2,13%	-3,71%	-1,88%	-0,95%	-7,73%	-9,97%	7,88%
28.01.2009	Covidien	300	2,27%	3,84%	-20,20%	-9,31%	3,50%	6,07%	-18,23%	1,02%
07.08.2008	Toyota	15****	-0,64%	-2,21%	4,87%	-24,15%	-1,92%	-0,91%	-5,60%	-30,59%
17.07.2008	Coca - Cola	2.000	-3,82%	3,02%	7,93%	-11,65%	0,99%	-0,54%	-2,41%	-29,63%
06.06.2008	Siemens	3.100	-2,42%	5,24%	-0,97%	-10,04%	-2,72%	-0,98%	-9,49%	-10,72%
23.04.2008	Met Life	1.000	-0,34%	2,39%	-0,94%	-9,36%	0,10%	0,67%	0,85%	-7,11%
16.04.2008	Monstanto	800	7,22%	-4,53%	-7,12%	-10,91%	2,51%	0,36%	4,34%	-9,46%
18.03.2008	Baxter International	2.000	3,79%	1,20%	5,10%	5,71%	3,97%	1,24%	8,92%	5,26%
26.02.2008	IBM	15.000	3,91%	-0,92%	4,94%	12,83%	1,01%	-3,56%	-5,81%	1,15%
28.02.2008	Verizon	100*****	2,17%	-3,41%	0,16%	3,79%	-0,76%	-3,19%	-5,33%	0,77%
11.12.2007	AT&T	400	4,12%	2,89%	-7,67%	-8,54%	-2,63%	-2,40%	-4,86%	-10,12%
03.12.2007	IBM	1.000	0,62%	3,36%	-5,16%	7,94%	-0,46%	2,98%	-3,25%	-8,58%
03.12.2007	Metlife	2.200	-1,23%	0,71%	-6,89%	-10,71%	-0,46%	2,98%	-3,25%	-8,58%
Ortalama			0,66%	0,58%	-0,75%	0,55%	-0,02%	0,16%	-0,83%	-0,75%

Çalışmanın dönemi 30 Eylül 2011 tarihinde sona erdiği için bazı geri alım tarihlerinden itibaren aylık ve üç aylık veriler bu tarihten sonrasına denk geldiği için bu tür durumlar tabloda “Veri Yok” tanımlaması ile yer almaktadır.

Tablonun sonunda 48 adet gözlem için değişik dönemlerdeki ortalama getiriler yer almaktadır. Hisse senedi geri alım programı açıklayan şirketlerden oluşan grubun geri alım programı açıklandıktan sonraki günlük, haftalık, aylık ve üç aylık getiri veya zarar oranlarının NYSE endeksinin aynı dönemdeki getiri veya zarar oranlarından her dönem için daha fazla (zarar için daha az) olduğu tespit edilmiştir.

3.2 Veri Setinin İstatistiksel Analizi

Veri seti içerisinde geri alım programı açıklayan şirketlerin değişik dönemlerdeki getirileri bir grup, NYSE endeksinin değişik dönemlerdeki getirisi diğer bir grup olarak ele alınmıştır. NYSE endeksi hisse senedi geri alım programı açıklamayan diğer şirketlerin getirilerinden oluşan piyasa portföyünü ifade etmektedir.

Bu iki grup arasında ortalama getirilerin istatistiki olarak farklı olup olmadığı, farklı ise hangi zaman dilimindeki ortalama getirilerinin farklı olduğu analiz edilmiştir. Analiz yapılırken Microsoft Excel-Analysis Toolpak VBA programında yüklü olan Veri Analizi programı kullanılmıştır.

Hisse senedi geri alım programı açıklayan şirketlerin günlük, haftalık, aylık ve üçer aylık dönemlerdeki getirileri ile NYSE endeksinin aynı dönemdeki getirileri arasında istatistiki anlamda bir fark olup olmadığı hipotez testi yolu ile test edilmiştir. Bu test için aşağıdaki gibi iki hipotez oluşturulmuş ve istatistiki yöntemler ile hipotezlerden birincisini belirli bir güven aralığında reddetmek için yeterli istatistiki kanıt olup olmadığı araştırılmıştır.

H_0 = Hisse senedi geri alım programı açıklayan şirketlerin ortalama getirisi NYSE endeksi getirisine eşit veya daha düşüktür

H_1 = Hisse senedi geri alım programı açıklayan şirketlerin ortalama getirisi NYSE endeksi getirisinden daha fazladır

Değişkenler hisse senedi geri alım programı açıklayan şirketler ve NYSE endeksi için sırası ile R_x ve R_{NYSE} olarak ifade edilmiştir. Dolayısıyla hipotezler tekrar bu değişkenler ile tekrar ifade edilmiştir.

$$H_0 = R_x \leq R_{NYSE}$$

$$H_1 = R_x > R_{NYSE}$$

Hipotez testi yapılırken hisse senetleri aynı popülasyondan seçilmiştir. Hisse senedi geri alım programı açıklayan şirketler de NYSE endeksini oluşturan şirketler olduğu için aynı popülasyondan seçilen iki farklı örneklem arasında ortalama getiri açısından istatistiki olarak anlamlı bir fark olup olmadığı analiz edilmiştir. Hisse senedi geri alım açıklamasının hisse senetlerinin fiyatlarında diğer hisse senetlerine göre anlamlı bir artışa yol açıp açmadığı ile böyle bir artışa yol açıyor ise bunun hangi dönemlerde gerçekleştiği araştırılmıştır.

Seçilen iki grup da aynı popülasyona ait olduğu için hipotez testi için “T-Testi Bağımlı İki Örneklem” testi kullanılmıştır. Testin kullanılması için en önemli varsayım popülasyonun normal dağılım gösterdiğidir. Popülasyonun normal dağılım gösterdiği varsayımı doğru olmasa bile seçilen örneklemdaki gözlem sayısının 30’un üzerinde olması yine de T-Testi’nin kullanılabilmesine imkan tanır.²¹¹ Popülasyonun normal dağılım gösterdiğinin varsayılabilmesi durumunda da seçilen örneklem arasında anlamlı bir fark olup olmadığı non-parametrik testler ile ölçülebilmektedir. Bu non-parametrik testlerden bir tanesi Wilcoxon Rank Sum testi²¹² olup analiz sonuçları bu teste göre de ayrıca değerlendirmeye tabi tutulmuştur.

3.2.1 T-Testi Kullanılarak Hipotez Testinin Yapılması

T-Testi kullanılarak test edilmek istenen hipotezler aşağıdaki gibidir:

$$H_0 = R_x \leq R_{NYSE}$$

$$H_1 = R_x > R_{NYSE}$$

%5 güven aralığında T-Testi sonucunda ortaya çıkan T-İstatistiği bu güven aralığına denk gelen kritik T değerinin üzerinde kalıyor ise bu durumda birinci hipotezi doğrulamak için yeterli istatistiki kanıt yok anlamına gelmektedir. Böyle bir durumda alternatif hipotez kabul edilebilecek ve hisse senedi geri alım programı açıklayan şirketlerin getirilerinin NYSE endeksi getirisinden istatistiki anlamda daha fazla olduğu sonucuna ulaşılabilecektir.

²¹¹ David M. Levine, David Stephan, Timothy C. Krehbiel ve Mark L. Berenson, **Statistics for Managers**, Pearson International Edition, 2008, s.371.

²¹² Levine ve diğerleri, s.371.

Tablo 6
T-Testi: Bağımlı İki Örneklem Testi (Günlük Getiri)

	Günlük Getirisi (Geri Alım)	Günlük Getirisi (NYSE)
Ortalama	0,66%	-0,02%
Varyans	0,04%	0,03%
Gözlem Sayısı	48	48
Pearson Katsayısı	37,61%	
Ortalamalar arasındaki fark varsayımı	0	
df	47	
t istatistiği	2,2616	
P(T<=t) Tek Kuyruk	0,0142	
Kritik t rakamı (Tek Kuyruk)	1,6779	
P(T<=t) Çift Kuyruk	0,0284	
Kritik t rakamı (Çift Kuyruk)	2,0117	

Tablo 5’te yer alan günlük veriler baz alınarak Microsoft Excel VBA-Analysis Toolpak programı aracılığı ile T-Testi yapılarak tablo 6’da yer alan sonuçlara ulaşılmıştır. Tabloda yer alan T-İstatistik değeri 2,2616 kritik T değeri olan 1,6779’un üzerinde olduğu için birinci hipotezin reddedilmesi için yeterli istatistiki veri bulunmaktadır. Tabloda yer alan P değeri 0,0142 kritik güven değeri olan 0,05’in altında kaldığı için birinci hipotez reddedilmektedir.

Sonuç olarak 2007 ile 30 Eylül 2011 dönemleri arasında hisse senedi geri alımı yapan şirketlerin günlük getirileri NYSE endeksinin aynı gündeki günlük getirisinden istatistiki olarak daha fazladır.

Aynı metod uygulanarak tablo 5’te yer alan haftalık, aylık ve üçer aylık dönemlerdeki getiriler de aşağıdaki şekilde hipotez testine tabi tutulmuştur.

$$H_0 = R_x \leq R_{NYSE}$$

$$H_1 = R_x > R_{NYSE}$$

Microsoft Excel VBA-Analysis Toolpak programı aracılığı ile T-Testi yapılarak aşağıdaki sonuçlara ulaşılmıştır.

Tablo 7

T-Testi: Bağımlı İki Örneklem Testi (Haftalık Getiri)

	Haftalık Getirisi (Geri Alım)	Haftalık Getirisi (NYSE)
Ortalama	0,58%	0,16%
Varyans	0,06%	0,10%
Gözlem Sayısı	47	47
Pearson Katsayısı	44,71%	
Ortalamalar arasındaki fark varsayımı	0	
df	46	
t istatistiği	0,9554	
P(T<=t) Tek Kuyruk	0,1722	
Kritik t rakamı (Tek Kuyruk)	1,6787	
P(T<=t) Çift Kuyruk	0,3444	
Kritik t rakamı (Çift Kuyruk)	2,0129	

Tablo 8

T-Testi: Bağımlı İki Örneklem Testi (Aylık Getiri)

	Aylık Getirisi (Geri Alım)	Aylık Getirisi (NYSE)
Ortalama	-0,75%	-0,83%
Varyans	0,55%	0,36%
Gözlem Sayısı	45	45
Pearson Katsayısı	58,84%	
Ortalamalar arasındaki fark varsayımı	0	
df	44	
t istatistiği	0,0788	
P(T<=t) Tek Kuyruk	0,4688	
Kritik t rakamı (Tek Kuyruk)	1,6802	
P(T<=t) Çift Kuyruk	0,9376	
Kritik t rakamı (Çift Kuyruk)	2,0154	

Tablo 9
T-Testi: Bağımlı İki Örneklem Testi (Üç Aylık Getiri)

	3 Aylık Getirisi (Geri Alım)	3 Aylık Getirisi (NYSE)
Ortalama	0,55%	-0,75%
Varyans	1,16%	1,07%
Gözlem Sayısı	41	41
Pearson Katsayısı	68,57%	
Ortalamalar arasındaki fark varsayımı	0	
df	40	
t istatistiği	0,9918	
P(T<=t) Tek Kuyruk	0,1636	
Kritik t rakamı (Tek Kuyruk)	1,6839	
P(T<=t) Çift Kuyruk	0,3273	
Kritik t rakamı (Çift Kuyruk)	2,0211	

T-Testi sonuçları hisse senedi geri alım programı açıklayan şirketlerin geri alım programı açıklandıktan sonraki haftalık, aylık ve üç aylık dönemlerdeki getirilerinin NYSE endeksinin aynı dönemlerdeki getirilerinden istatistiki olarak anlamlı bir şekilde artış göstermediğine işaret etmektedir. Sonuç olarak günlük getiri dışında hisse senedi geri alım programı açıklayan şirketlerin haftalık, aylık ve üç aylık getirilerinin NYSE endeksi getirisinden daha fazla olduğunu gösteren alternatif hipotezi %5 güven aralığında kabul etmek mümkün bulunmamaktadır.

3.2.2 Wilcoxon Rank Sum Testi Kullanılarak Hipotez Testinin Yapılması

T-Testi sonuçlarına esas teşkil eden popülasyon dağılımının normal bir dağılım gösterdiği varsayımı kabul edilemediği veya gözlem sayısının az olduğu durumlarda T-Testi yerine non-parametrik testler kullanılmaktadır. Bu testlerden bir tanesi olan Wilcoxon Rank Sum testi popülasyonun normal dağılım gösterdiği varsayımına gerek duymadan seçilen iki örneklemin medyanları arasında bir fark olup olmadığını test etmek için kullanılmaktadır.²¹³

Microsoft Excel VBA-Analysis Toolpak programı aracılığı ile yapılan Wilcoxon Rank Sum testi değişik dönemlerdeki getiriler için ayrı ayrı yapılmıştır. Her

²¹³ Levine ve diğerleri, s.487.

bir dönem için aşağıdaki hipotezler kurulmuş ve birinci hipotezin reddedilmesi için yeterli istatistiki kanıt olup olmadığı araştırılmıştır.

$H_0 = R_x \leq R_{NYSE}$ (Hisse senedi geri alım yapan şirketlerin getirisi NYSE getirisinden düşük veya eşittir)

$H_1 = R_x > R_{NYSE}$ (Hisse senedi geri alım yapan şirketlerin getirisi NYSE getirisinden fazladır)

Değişik dönemlerdeki getiriler için yapılan Wilcoxon Rank Sum testi sonuçlarına aşağıdaki tablolarda yer verilmiştir.

Tablo 10
Wilcoxon Rank Sum Testi: (Günlük Getiri)

Örneklem-1 (NYSE Günlük)	
Büüklük	48
Sıralama Toplamı	2.058,5
Örneklem-2 (Geri Alım Günlük)	
Büüklük	48
Sıralama Toplamı	2.597,5
Toplam örneklem büyüklüğü	96
Test İstatistiği	2.058,5
Test Ortalaması	2.328,0
Standart Hata	136,5
Z-Testi İstatistiği	-1,9748
Alt Kritik Değeri	-1,9600
Üst Kritik Değeri	1,9600
p-değeri	4,8%

Wilcoxon Rank Sum testi kapsamında NYSE endeksinin günlük getirileri ile hisse senedini geri alan şirketlerin günlük getirileri en küçükten en büyüğe sıralanarak bir sıralama meydana getirilmiştir. Bu sıralama sonuçlarına göre bir Z-Testi İstatistiği bulunmuş olup %5 güven aralığında bu istatistiğin kritik Z değerinin üzerinde olup olmadığı araştırılmıştır. Tablo sonuçlarına göre Z testi istatistiği 1,9748 olarak hesaplanmış olup bu rakam 1,96 kritik değerinin üzerinde olduğu için birinci hipotez %5 güven aralığında reddedilmektedir. %5 güven aralığında hisse senedini geri alan şirketlerin ortalama günlük getirileri NYSE endeksinin ortalama günlük getirisinden istatistiki olarak daha fazladır.

Tabloda yer alan p değeri olan %4.8 ortalaması NYSE endeksinin günlük getiri ortalamasından daha fazla olan bir örneklem bulma olasılığının %5'ten az olduğunu gösterdiği için bu değer rastlantısal bir sonuçtan ziyade istatistiki olarak anlamlı olduğunu göstermektedir.

Wilcoxon Rank Sum Testi diğer dönemlerdeki getiriler için tekrarlanmış olup sonuçlar aşağıdaki tablolarda özetlenmiştir.

Tablo 11
Wilcoxon Rank Sum Testi: (Haftalık Getiri)

Örneklem-1 (NYSE Haftalık)	
Büyüklik	47
Sıralama Toplamı	2.118,0
Örneklem-2 (Geri Alım Haftalık)	
Büyüklik	47
Sıralama Toplamı	2.347,0
Toplam örneklem büyüklüğü	94
Test İstatistiği	2.118,0
Test Ortalaması	2.232,5
Standart Hata	132,2
Z-Testi İstatistiği	-0,86584
Alt Kritik Değeri	-1,9600
Üst Kritik Değeri	1,9600
p-değeri	38,7%

Tabloda yer alan Z testi istatistiği kritik Z değerinden yüksek olmadığı için birinci hipotezi reddetmek için yeterli istatistiki veri bulunmamaktadır. Dolayısıyla hisse senedi geri alan firmaların haftalık getirileri NYSE endeksinin haftalık getirisinden istatistiki anlamda daha fazla değildir.

Tablo 12
Wilcoxon Rank Sum Testi: (Aylık Getiri)

Örneklem-1 (NYSE Aylık)	
Büüklük	45
Sıralama Toplamı	1.958,0
Örneklem-2 (Geri Alım Aylık)	
Büüklük	45
Sıralama Toplamı	2.137,0
Toplam örneklem büyüklüğü	90
Test İstatistiğı	1.958,0
Test Ortalaması	2.047,5
Standart Hata	123,9
Z-Testi İstatistiğı	-0,72224
Alt Kritik Değeri	-1,9600
Üst Kritik Değeri	1,9600
p-değeri	47,0%

Tabloda yer alan Z testi istatistiğı kritik Z değerinden yüksek olmadığı için birinci hipotezi reddetmek için yeterli istatistiki veri bulunmamaktadır. Dolayısıyla hisse senedi geri alan firmaların aylık getirileri NYSE endeksinin aylık getirisinden istatistiki anlamda daha fazla değildir.

Tablo 13
Wilcoxon Rank Sum Testi: (Üç Aylık Getiri)

Örneklem-1 (NYSE 3 Aylık)	
Büüklük	41
Sıralama Toplamı	1.647,0
Örneklem-2 (Geri Alım 3 Aylık)	
Büüklük	41
Sıralama Toplamı	1.756,0
Toplam örneklem büyüklüğü	82
Test İstatistiğı	1.647,0
Test Ortalaması	1.701,5
Standart Hata	107,8
Z-Testi İstatistiğı	-0,50543
Alt Kritik Değeri	-1,9600
Üst Kritik Değeri	1,9600
p-değeri	61,3%

Tabloda yer alan Z testi istatistiği kritik Z değerinden yüksek olmadığı için birinci hipotezi reddetmek için yeterli istatistiki veri bulunmamaktadır. Dolayısıyla hisse senedi geri alan firmaların üç aylık getirileri NYSE endeksinin üç aylık getirisinden istatistiki anlamda daha fazla değildir.

3.3 İstatistiki Analizin Değerlendirilmesi

2007 ve 30 Eylül 2011 tarihleri arasında NYSE'ye kote olan Şirketlerin 48 farklı hisse senedi geri alım program açıklamaları incelenmiş ve geri alım programının açıklandığı tarih ile bu tarihten itibaren haftalık, aylık ve üç aylık dönemlerde hisse senedini geri alan Şirket hisselerinin ortalama getirileri ile NYSE endeksinin aynı dönemlerdeki ortalama getirileri arasında birinci lehine istatistiki olarak anlamlı bir fark olup olmadığı araştırılmıştır.

Hisse senedini geri alan Şirketlerin geri alım programını açıkladıkları ilk gündeki ortalama getirilerinin NYSE endeksinin aynı günlerdeki ortalama getirisinden istatistiki anlamda daha fazla olduğu sonucuna ulaşılmıştır. Bu sonuç piyasaların hisse senedi geri alımını olumlu bir sinyal olarak algıladığı tezi ile uyum göstermektedir.

Piyasanın vermiş olduğu olumlu tepki geri alım programı açıklandıktan sonraki haftalık, aylık ve üç aylık dönemlerde gözlemlenmemiŐtir. Her ne kadar seçilen örneklemdeki haftalık, aylık ve üç aylık getiri ortalamaları hisse senedini geri alan firmalar için NYSE endeksindeki getirilerden daha fazla olsa da istatistiki olarak yapılan testler ile bu fazlalığın anlamlı bir fazlalık olduğu sonucuna ulaşılamamıştır. Dolayısıyla seçilen rneklemdeki Şirketlere piyasanın verdiği olumlu tepki sadece geri alım programının açıklandığı gün ile sınırlı kalmıŐtır.

Bu bulgunun veri setine dahil edilen Şirketlerin özelliğinden kaynaklanması muhtemeldir. Veri setine dahil edilen firmalar NYSE'ye kote, büyük, kurumsal ortak sayısı fazla olan ve daha düzenli bir Şekilde hisse senedi geri alımı yapan firmalardır. Bu tip firmalara piyasaların daha az olumlu tepki verdiği literatürde yer alan görüŐlerden bir tanesidir. Sonuç olarak veri setine dahil olan firmaların piyasalara hisse senedi değeri ile ilgili olumlu sinyal gönderme dışında başka nedenler ile geri alım programı açıklamaları oldukça mümkündür. Büyük ve kurumsal ortak sayısı yüksek

olan firmalar hisse senedi opsiyon yükümlülüklerini yerine getirme ve eldeki atıl nakdi kar dağıtım metodu dışında dağıtma gibi nedenler yüzünden de geri alım programı açıklayabilmektedirler. Sonuç olarak veri setine dahil firmaların geri alım programlarına piyasanın sadece günlük olarak olumlu tepki vermesi ve bu olumlu tepkinin izleyen dönemlerde gözlemlenmemesi veri setine dahil firmaların büyük, kurumsal ve sık sık geri alım yapan firmalardan oluşması ile açıklanabilir.

Daha önce yapılan çalışmalarda farklı geri alım metodları ile hisse senetlerinin geri alımdan sonraki fiyat performansları arasındaki ilişki de incelenmiştir. Buna göre açık piyasa geri alımları, Hollanda tipi geri alım ihalesi ve sabit fiyat geri alım ihalesi sırası ile hisse senedi fiyatında ortalama %2.3, %7.7 ve %11.9 getiri ile sonuçlanmıştır.²¹⁴ Açık piyasa geri alımları kesin bir taahhüt içermediği için sinyal göndermede diğer geri alım türlerine göre daha az kuvvetlidir. Çalışmada kullanılan veri setine dahil firmaların açıklamaları geri alım programlarına dayandığı için bu tür geri alımların olumlu etkisinin diğer geri alım türlerine göre daha az kuvvetli olması olumlu etkinin de daha kısa sürmesine neden olduğu düşünülmektedir.

Sonuç olarak hisse senedi geri alım programı açıklanması ile piyasaların bu açıklamalara olumlu tepki verdiği konusunda günlük veriler bazında istatistiki olarak anlamlı bir sonuca ulaşılmıştır. Ancak bu olumlu tepki sadece günlük bazda gözlemlenmiş, izleyen dönemlerde bu gözlem istatistiki olarak kanıtlanamamıştır. Olumlu tepkinin çok kısa bir zaman diliminde sürmesi ile veri setine dahil firmaların büyük, kurumsal ve görece olarak daha sık geri alım yapan firmalardan oluşması ve geri alım türünün sinyal verme yönünden en az kuvvetli olduğu kabul edilen geri alım programı ile yapılması arasında bir neden sonuç ilişkisi olduğu düşünülmektedir.

²¹⁴ Block, s.22.

4 HİSSE SENEDİ GERİ ALIMLARININ MUHASEBELEŞTİRİLMESİ, VERGİLENDİRİLMESİ ve ÖNERİLER

Hisse senedi geri alınması bir şirketin özkaynaklarını ilgilendiren işlemlerdendir. Özkaynak bir şirketin en yalın riskidir. Diğer bir deyişle özkaynağın garanti edilmiş bir getirisi bulunmamakta ve geri ödeme konusunda da herhangi bir zaman dilimi içermemektedir. Şirketin sürekliliği ve iflas riskine maruz kalması gibi durumlar göz önüne alındığı zaman, özkaynaklar şirketin kalıcı ve iyi zamanlarda olduğu gibi kötü zamanlarda da yatırım yapılması konusunda şirketin güvenilebileceği kaynaklardır.²¹⁵

4.1 MUHASEBELEŞTİRME YÖNTEMLERİ

4.1.1 Muhasebe Yöntemine Tarihsel Bir Bakış

Hisse senedi geri alımı muhasebeleştirilmesi konusundaki düzenlemeler ilk olarak Amerika Birleşik Devletleri'nde (ABD) ortaya çıkmış olup, halen literatürde konu ile ilgili en detay düzenlemeler ABD muhasebe kurallarını (GAAP) koyan ve Sermaye Piyasası Kurulu SEC'in de otoritesini kabul ettiği Finansal Muhasebe Standartları Kurulu (FASB) bünyesinde yapılmaktadır.

ABD'de muhasebe kurallarını koyup geliştirmek ve standartlar oluşturmak için kurulan Amerika Sertifikalı Muhasebeciler Enstitüsü (AICPA) 1930 yılında bir komite oluşturarak New York borsası ile muhasebe prosedürlerine ilişkin standartların oluşturulması için birlikte çalışma başlatmışlardır. Esasen muhasebe kuralları ve standartlarına ilişkin bu tarihten önce de çalışmalar başlamış olup, AICPA tarafından 1930 yılında kurulan bu komite iş dünyasının karmaşık işlemleri ve şirket ortaklarının çok çeşitli kişi/kurumlardan oluşmaları karşısında muhasebe ölçümlerinde ve muhasebe prosedürlerinin seçiminde bir birlik (tutarlılık) ihtiyacına çok açık olarak gereksinim duyulduğu bir ortamda ortaya çıkmıştır. Bu komitenin adı Muhasebe Prosedürleri Komitesi (CAP) idi.

²¹⁵ Richard G.Schroeder, Myrtle W.Clark ve Jack M.Cathey, **Financial Accounting Theory and Analysis**, Wiley, 7.bası, 2001, s.442.

Komitenin 1938 yılında New York Borsasına öneri şeklinde sunduğu kurallar 1 numaralı Muhasebe Araştırma Bülteni (ARB) olarak yayımlanmıştır. Komite 1950'li yılların sonunda Muhasebe İlkeleri Kurulunun (APB) oluşturulması ile işlevine son vermeden toplamda 51 adet bülten yayılmamış olup bunlardan 43 numaralı bülten 1 ve 42 numaralı bültenlerin hepsini konsolide eden bir bülten olarak düzenlenmiştir. Bu yüzden 43 numaralı bülten esas itibariyle hisse senedi geri alımları konusunda başvurulabilecek en eski birinci yasal düzenleme niteliğini taşımaktadır.

Kuruluşunu takiben APB ise çeşitli zamanlarda geçmişte CAP tarafından çıkarılmış bültenler hakkında görüşlerini ortaya koymuştur. Bunlar içinde APB'nin 6 numaralı görüşü hisse senedi geri alımları konusunda ilave açıklamalar yapan önemli bir görüş olma niteliğini haizdir.

FASB yine değişen ihtiyaçlar karşısında 1973 yılında APB'nin yerini alarak bu tarihten itibaren finansal muhasebe standartlarını koyan yetkili kuruluş olarak ortaya çıkmıştır. FASB bağımsız bir kuruluş olup üye seçimi ve bütçe gibi konularda Finansal Muhasebe Vakfına bağlıdır. FASB'in finansal ihtiyaçları vakfa aktarılan katkı paylarından karşılanmaktadır. Yapılan araştırmalarda FASB'in hisse senedi geri alımına ilişkin 85-6 numaralı teknik bültende bir takım açıklamaların olduğu belirlenmiştir. Belirtmek gerekir ki FASB'in konu ile ilgili düzenlemesi daha önce bahsi geçen 43 numaralı bülten ve APB'nin 6 numaralı görüşünden herhangi bir farklılık arz etmemektedir.

4.1.1.1 43 numaralı Bülten

43 numaralı bültende (ki bu bülten daha önce yayımlanan 42 adet bülteni konsolide etmiştir) 1938 yılında New York Borsası tarafından gelen bir talep karşısında komite tarafından yayımlanmış bir rapora atıf yapılmaktadır. Raporda özü itibariyle bir şirketin kendi hisselerini alım ve satımından kaynaklanan farkların gelir tablosunda mı yoksa özkaynak hesaplarında mı takip edileceğine ilişkin komite görüşlerine yer

verilmiştir. Konuya ilişkin görüşlerin yer aldığı raporun ilgili kısımları aşağıdaki gibidir:²¹⁶

“Hisse senedi geri alımlarına ilişkin işlemler şirketin özkaynaklarına ilişkin işlemler olup herhangi bir kar ya da zararın oluşmasına neden olmazlar. Bir şirketin kendi hisselerini alıp iptal ettikten sonra tekrar ihraç etmesi ile hisse senetlerinin geri alındıktan sonra iptal edilmeden tekrar satılması durumu arasında herhangi bir fark bulunmamaktadır. Dolayısıyla Komite bu tip işlemlerden kaynaklanan farkların gelir tablosu hesaplarında değil özkaynak hesaplarında takip edilmesi gerektiğini düşünmektedir.”

43 numaralı bültenin 8.bölümünün 12.paragrafında şirketin kendi hisseleri ile yapmış olduğu işlemlerden doğan kayıtların dönem karını belirlemede dikkate alınmaması gerektiği belirtilmiştir.

4.1.1.2 APB 6 Numaralı Görüş

APB'nin 6 numaralı görüşünde 43 numaralı bültenin hisse senedi geri alımına ilişkin kısmına aşağıdaki ilave açıklamalar yapılmıştır:²¹⁷

“Şirketin hisseleri iptal etme amacı dışında geri alınmış – veya henüz bu konuda herhangi bir karar alınmamış ise – geri alınan hisselerin maliyeti toplam sermaye stokundan, emisyon primlerinden ve birikmiş karlardan indirim olarak gösterilebilir. Ancak bazı durumlarda 43 numaralı bültenin 1A bölümündeki 4.paragraf kapsamında varlık olarak da kayıtlara alınabilir”

Görüldüğü üzere APB'nin 6 numaralı görüşünde de geri alınan hisse senetlerinin prensip olarak özkaynaklardan indirim kalemi olarak gösterileceği ancak bazı durumlarda varlık olarak da kayıtlara alınabileceği düzenlenmiştir. Varlık olarak

²¹⁶ ARB 43, Bölüm 1, Kısım B, 6 ve 10 numaralı paragraflar.

²¹⁷ APB'nin 6 numaralı görüşünün 12.paragrafi

kayıtlara alma konusunda 43 numaralı bültenin 1A bölümüne atıf yapılmış olup, atıf yapılan bölüm aşağıdaki gibidir:²¹⁸

“Bazı durumlarda şirketin kendi hisselerini varlık olarak gösterilmesine izin verilse de bu hisseden doğan kar paylarının gelir tablosu hesaplarında gösterilmemesi gerekir”

Belirtmek gerekir ki bu bölümde bahsi geçen ‘bazı durumların’ ne olduğu açıkça belirlenmiş değildir.

4.1.1.3 FASB 85-6 Teknik Bülten

FASB’ın 85-6 numaralı teknik bülteni cari piyasa fiyatlarının çok üzerinde satın alınan hisse senetlerinin gelir tablosu hesapları ile ilişkilendirilmesi konusunda bir takım açıklamalar içermektedir.

Bu açıklamalara göre cari piyasa fiyatlarının çok üzerinde satın alınan hisse senetlerinin sadece geri alım amacı ile değil örtülü olarak başka bir takım amaçlar doğrultusunda alındığı bir varsayım olarak kabul edilebilir. Örnek olarak çok yüksek fiyatlı geri alımlarda ortaklar/çalışanlar bazı hisse senedi opsiyonlarından, davalarından, iş sözleşmelerine ilişkin ihtilaflardan veya belirli bir süre şirketin hisse senedini tekrar geri alma hakkından vazgeçiyor olabilirler. Eğer hisse senedi geri alımları bu tip görünen veya görünmeyen hakları içeriyor ise bu durumda geri alınan hisse senetlerinin gerçeğe uygun değeri maliyet olarak addedilir ve geri alınan hisse senetlerinin maliyeti bu gerçeğe uygun değere göre bulunur. Geri alım fiyatı ile gerçeğe uygun değer arasındaki fark da iktisap edilen hakkın niteliğine göre muhasebeleştirilir.

Hisse senedi geri alımlarında piyasa fiyatına ilaveten ayrıca ortaklara belirli bir süre o hisseyi tekrar almamaları konusunda bir anlaşma da yapılmış ve ödenen bedel bu anlaşmanın bedelini de içeriyor ise bu durumda fazladan ödenen bu bedel (anlaşma karşılığı ödenen bedel) kayıtlarda gider olarak dikkate alınır.

²¹⁸ ARB 43, Bölüm 1, Kısım A, 4 numaralı paragraf.

Yukarıdaki açıklamalardan bahisle hisse senedi geri alımlarında ödenen bedel ile cari piyasa fiyatlarının karşılaştırılması ve geri alımın amacının başka bir takım ilave haklar ve ayrıcalıklar sağlamak olup olmadığının araştırılması gerekmektedir. Eğer bu tip hak ve ayrıcalıklar belirlenebiliyor ise bunların muhasebe kayıtlarında ayrıca gösterilmesi ve finansal tablolarda açıklanması gerekmektedir.

4.1.2 Uluslararası Finansal Raporlama Standartları (UFRS)

Uluslararası Finansal Raporlama Standartlarında hisse senedi geri alımı Amerika Muhasebe Standartlarında olduğu gibi ayrıntılı düzenlenmemiştir. Konuya ilişkin 32 numaralı standartta hisse senedi geri alımı için ödenen bedellerin ayrı bir finansal varlık olarak değil de özkaynaktan indirim olarak kayıtlara alınması gerektiği belirlenmiştir. Buna ilaveten hisse senedi geri alımı ile satışı arasında meydana gelen farkın şirket açısından herhangi bir kar ya da zarara yol açmayacağı ifade edilmiştir. Hisse senedi geri alımı, hissesini satan ortaklara satmayan ortaklardan yapılan bir transfer olarak görülmüştür.²¹⁹

32 numaralı standardın ekinde yer alan uygulama rehberi numara 36'da "*Her ne sebeple geri alınmış olursa olsun, bir işletmenin özkaynağına dayalı finansal araçlar finansal bir varlık olarak dikkate alınmamaktadır. Paragraf 33 özkaynağına dayalı finansal araçları yeniden satın alan bir işletmenin söz konusu araçları özkaynaktan düşmesini gerektirir. Ancak örneğin müşterisi adına kendi hisse senedini elinde tutan finansal bir kurum gibi, bir işletmenin başkaları adına kendi hisse senedini elinde tutması durumunda ortada bir acentelik ilişkisi vardır ve dolayısıyla elde tutulan söz konusu araçlar işletmenin finansal durum tablosuna (bilançosuna) dahil edilmez.*" açıklamaları yapılmıştır.

4.1.3 Türkiye Muhasebe Standartları

TMS hisse senedi geri alımı konusunda doğrudan UFRS'nin 32 numaralı standardındaki açıklamaları aynen içermektedir. Dolayısıyla TMS'de yer alan açıklamalar UFRS ile birebir aynıdır.

²¹⁹ UFRS No.32, 33 ve 34 numaralı paragraflar

TMS 32’de yer alan açıklamaya göre “İşletmenin, özkaynağına dayalı finansal araçlarını yeniden edinmesi durumunda, bu araçlar (“işletmenin geri satın alınan kendi hisseleri”) özkaynaktan düşülür. İşletmenin özkaynağına dayalı finansal araçlarının alışından, satışından, ihracından ya da iptalinden dolayı kar veya zarara herhangi bir kazanç ya da kayıp yansıtılmaz. Bunun gibi, işletmenin geri satın alınan kendi hisseleri, işletme tarafından ya da konsolide edilmiş şirketler grubunun diğer üyeleri tarafından geri alınabilir ya da elde tutulabilir. Alınan ya da ödenen tutarlar doğrudan özkaynakta muhasebeleştirilir. ‘TMS 1 Finansal Tabloların Sunuluşu’ Standardı uyarınca, işletmenin geri satın alınan kendi hisselerinin elde bulundurulduğu tutarı ya finansal durum tablosunda (bilançoda) ya da dipnotlarda ayrı ayrı kamuoyuna açıklanır. İşletme, özkaynağına dayalı finansal araçlarını ilişkili taraflardan geri satın alması durumunda, ‘TMS 24 İlişkili Taraf Açıklamaları’ Standardı ile uyumlu olarak kamuoyuna açıklamada bulunur.”

Görüldüğü üzere TMS 32’de işletmenin geri alınan hisse senetlerinin özkaynak hesaplarından düşürüleceği hükmü yer almıştır. Özkaynak hesaplarından düşürülen hisse senetlerinin yeniden satılması durumunda da kar veya zarar hesaplarına herhangi bir kazanç ya da kaybın yansıtılmayacağı ifade edilmiştir.

TMS 32 ekinde yer alan Uygulama Rehberi’nin 36. maddesinde (UR 36) “Her ne sebeple geri alınmış olursa olsun, bir işletmenin özkaynağına dayalı finansal araçlar finansal bir varlık olarak dikkate alınmaz. Paragraf 33 özkaynağına dayalı finansal araçları yeniden satın alan bir işletmenin söz konusu araçları özkaynaktan düşmesini gerektirir. Ancak örneğin müşterisi adına kendi hisse senedini elinde tutan finansal bir kurum gibi, bir işletmenin başkaları adına kendi hisse senedini elinde tutması durumunda ortada bir acentelik ilişkisi vardır ve dolayısıyla elde tutulan söz konusu araçlar işletmenin finansal durum tablosuna (bilançosuna) dahil edilmez.” açıklamaları yapılmıştır.

UR 36’da yer alan açıklamalar da geri alınan hisse senetlerinin özkaynak hesaplarından düşürülmek sureti ile muhasebeleştirileceğini belirlemektedir. Bu paragrafta dikkati çeken diğer bir nokta ise işletmenin geri aldığı hisse senetlerini

bilançoda ayrı bir varlık olarak göstermesinin mümkün olmamasıdır. Diğer bir deyişle firmalar geri satın aldıkları hisse senetlerini ‘finansal varlık’ olarak raporlayamazlar.

4.1.4 Muhasebeleştirme Yöntemi

4.1.4.1 Maliyet Yöntemi

Firmanın kendi hisse senedini geri alması durumunda alım bedeli kadar kasa, banka gibi aktif karakterli hesaba ‘alacak’ ve karşı tarafına özkaynak hesapları altında ‘kontra-özkaynak’ karakterli bir hesaba ‘borç’ kaydı girilmesi gerekmektedir. Firmalar geri satın aldıkları hisse senetlerini iptal etmedikleri için (ki ileride iptal etme alternatifini tercih edebilirler) ‘ödenmiş sermaye’ hesabında herhangi bir değişiklik yapılmaması gerekmektedir. Hisse senetleri geri alındıktan sonra tekrar firma tarafından piyasada geçerli fiyat üzerinden ihraç edildiği zaman oluşan olumlu farkın hangi hesaba kaydedileceği sorusunun da ayrıca incelenmesi gerekmektedir. Doğal olarak bu işlemin firmanın başka bir firmanın hissesi ile yapmış olması durumunda oluşacak olumlu fark ‘gelir’ olarak kayıtlara alınacak idi. Ancak gerek ABD muhasebe standartlarında gerek uluslararası muhasebe standartlarında bir firmanın kendi hisse senetleri ile yapmış olduğu işlemde ‘gelir’ elde edilmesi ve oluşacak olumlu farkın ‘gelir’ olarak sunulması uygun görülmemiştir. Dolayısı ile oluşacak olumlu fark sanki yeni sermaye ihraç edilmiş gibi kayıtlara alınır. Geri alınan hisse senetleri tekrar satıldıkları zaman eğer satış işlemi daha önce hisse senedi geri alınımının maliyetini aşyorsa aradaki fark ‘geri alınan hisse senetleri – sermaye’ hesabına kaydedilebilir. Aradaki farkın ‘gelir’ olarak gelir tablosuna intikal ettirilemeyeceği daha önce belirtilmiş idi. Geri alınan hisse senetlerinin yeniden satış işleminde maliyet bedelinin altına bir satış yapılır ise bu durumda aradaki olumsuz fark yine ‘geri alınan hisse senetleri – sermaye’ hesabına kaydedilir. Eğer ‘geri alınan hisse senetleri – sermaye’ hesabının ‘alacak’ bakiyesi tamamen eritilmiş ise bu durumda maliyet bedelinin altında yapılan ilave satışlarda oluşan olumsuz fark ‘birikmiş zarar’ hesabına kaydedilecektir.²²⁰

²²⁰ Jerry J. Weygandt, Paul D. Kimmel ve Donald E. Kieso, **Accounting Principles, International Student Version**, 10.bası, 2011, s.532.

Örnek olarak; X A.Ş daha önce 10 TL üzerinden ihraç ettiği 4.000 adet hisse senedini adedini 8 TL'den geri almıştır. Geri alım işleminden sonra 1.000 adet hisse senedi 10 TL'den, 800 adet hisse senedi 7 TL'den ve nihayetinde 2.200 adet hisse senedi 6 TL'den piyasaya geri satılmıştır. Maliyet yöntemine göre yapılması gereken muhasebe kayıtları aşağıdaki gibidir:²²¹

Hesap İsmi	Borç	Alacak
Geri satın alınan hisseler	32.000	
Bankalar		32.000
<i>“Hisse Senedi Geri Alımı - 4.000 adet 8 TL'den geri alım ”</i>		
//		
Bankalar	10.000	
Geri satın alınan hisseler		8.000
Geri satın alınan hisseler – ilave sermaye		2.000
<i>“Hisse senedi satışı – 1.000 adet 10 TL'den satış. 2 TL'lik farkın ilave sermaye olarak kayıtlara alınması”</i>		
//		
Bankalar	5.600	
Geri satın alınan hisseler – ilave sermaye	800	
Geri satın alınan hisseler		6.400
<i>“Hisse senedi satışı – 800 adet 7 TL'den satış. 1 TL'lik farkın ilave sermayeden tenzil olarak kayıtlara alınması”</i>		
//		
Bankalar	13.200	
Geri satın alınan hisseler – ilave sermaye	1.200	
Birikmiş zararlar	3.200	
Geri satın alınan hisseler		17.600
<i>“Hisse senedi satışı – 2.200 adet 6 TL'den satış. 2 TL'lik farkın ilave sermayeden tenzil olarak kayıtlara alınması ve kalan zararın birikmiş zarar hesabına kaydedilmesi”</i>		

²²¹ Örneklerde tek düzen hesap kodları ihmal edilmiş olup uluslararası uygulamalardan örnekler segilendiği için herhangi bir tek düzen hesap kodu ayrıca varsayılmamıştır.

Bu yöntemde geri satın alınan hisselerin geri alım maliyetinin altında tekrar satılması durumunda oluşan olumsuz fark öncelikle ‘geri satın alınan hisselerden ilave sermaye’ hesabından tenzil edilir. Bu hesap bakiyesi sıfırlandıktan sonra aradaki fark birikmiş zarar hesabına kaydedilir.

Geri satın alınan hisselerden dolayı firma kendi kendine oy kullanamaz ve kar dağıtımını yapamaz. Bu hali ile geri alınan hisseler ihraç edilmiş ve edilmemiş hisse senetleri arasında bir yerde gibi değerlendirilebilir.²²²

4.1.4.2 İtibari değer yöntemi

Maliyet yönteminden sonra gelen muhasebeleştirme yöntemi ‘itibari değer’ yöntemidir. İtibari değer yönteminde geri satın alma işlemi sanki iki ayrı işlem varmış gibi değerlendirilir. Hisse senedi geri alma işlemi şirketin kendi hisselerini iptal etmesi gibi değerlendirilir. Dolayısıyla ‘Geri Satın Alınan Hisseler’ hesabı hisselerin itibari değeri üzerinden borçlandırılır. Geri satın alma işlemi ile satın alınan hisselerin itibari değeri arasındaki fark daha önce bakiye bulunan ‘hisse senedi emisyon primleri’ hesabından hisse senetlerinin geri alınan adedine oranla düşürülür. Eğer geri alınan hisseler için ödenen bedel daha önce alınan bedelden yüksek ise aradaki olumsuz fark şirket tarafından ortaklara ödenen temettü gibi değerlendirilir. Eğer toplam ödenen bedel ile hisseler ihraç edilirken alınan toplam bedel arasında olumlu bir fark ise bu olumlu fark ortaklar tarafından şirkete ödenen ilave sermaye olarak değerlendirilir.

Eğer geri satın alınan hisselerin makul bir zamanda geri satılmasına ilişkin emareler bulunmuyor ise bu durumda geri satın alınan hisselerin itibari değeri ‘ödenmiş sermaye’ hesabından tenzil edilir.

Örnek olarak, Y A.Ş daha önce itibari değeri 10 TL olan ve toplam 40 TL üzerinden ihraç ettiği 300.000 adet hisse senedinin 10.000 adedini 53 TL’den geri almıştır. Geri alım işleminden sonra 2.000 adet hisse senedi 56 TL’den, 3.000 adet hisse senedi 48 TL’den piyasaya geri satılmıştır. İtibari değer yöntemine göre yapılması gereken muhasebe kayıtları aşağıdaki gibidir:

²²² Paul Danos, **Introduction to Financial Accounting**, Irwin, 1999, s.606.

Hesap İsmi	Borç	Alacak
Bankalar	12.000.000	
Ödenmiş sermaye		3.000.000
Emisyon primi		9.000.000
<i>“Hisse Senedi İhracı – İtibari değeri 10 TL olan 300.000 adet hisse senedinin 40 TL’den ihraç işlemi ”</i>		
//		
Geri satın alınan hisseler	100.000	
Emisyon primi	300.000	
Birikmiş zararlar	130.000	
Bankalar		530.000
<i>“Hisse Senedi Geri Alımı - 10.000 adet 53 TL’den geri alım. 53TL-40TL arasındaki farkın 10.000 hisse senedi için birikmiş zarar hesabına alınması ”</i>		
//		
Bankalar	112.000	
Geri satın alınan hisseler		20.000
Emisyon primi		92.000
<i>“Hisse senedi satışı – 2.000 adet 56 TL’den satış”</i>		
//		
Bankalar	144.000	
Geri satın alınan hisseler		30.000
Emisyon primi		114.000
<i>“Hisse senedi satışı – 3.000 adet 48 TL’den satış”</i>		
//		

Yukarıdaki örnekten görüleceği üzere maliyet yöntemi itibari değer yöntemine göre çok daha basittir. Maliyet yönteminde şirket geri alınan hisseler için daha önce

alınan emisyon primlerini takip etmek zorunda değildir. Bu yüzden şirketler uygulamada maliyet yöntemini itibari değer yöntemine tercih ederler.²²³

4.1.5 Geri Alınan Hisse Senetlerinin Bilançoda Gösterimi

Seçilen muhasebeleştirme yöntemine göre bilanço üzerinde geri satın alınan hisseler iki farklı şekilde gösterilirler. Şirket maliyet yöntemini seçmiş ise geri satın alınan hisselerin maliyet bedeli toplam özkaynak tutarından tek seferde indirim kalemi olarak gösterilir. Bu yöntemde özkaynak hesaplarındaki diğer kalemler etkilenmezler. Diğer hesapları etkilemeyen ve kendi başına ayrı bir hesapta tutulan geri alınan hisseler bu hesabın sadece geçici bir hesap olduğunu göstermesi açısından uygun bir gösterim şeklidir.

İtibari değer yönteminde geri satın alınan hisseler itibari değer üzerinden ilgili oldukları ödenmiş sermaye hesabı ile ilişkilendirilip indirim kalemi olarak gösterilir. Ayrıca hisse senetlerinin ihracı sırasında kaydedilen emisyon primleri hesabı da orantısız olarak indirilir. Bu yöntem geri satın alınan hisse senetlerinin sanki iptal edilmiş gibi gösterilmesi yaklaşımı ile uygundur.

Maliyet yöntemini uygulayan X A.Ş.'nin bilançosunun özkaynak bölümü aşağıda gösterildiği şekilde raporlanır. Raporlamanın X A.Ş.'nin hisse senetlerini ilk geri satın aldığı zamana göre yapıldığı varsayılmıştır.

X A.Ş. Özkaynak Hesapları (Maliyet Yöntemi)

Hesap İsmi	Bakiye
Ödenmiş sermaye (4.000 adet x 10 TL)	40.000
Geri satın alınan hisseler	(32.000)
Toplam özkaynaklar	8.000

İtibari değer yöntemini uygulayan Y A.Ş.'nin hisse senetlerini ilk geri aldığı zamanki raporlaması aşağıdaki gibi olacaktır:

²²³ Robert Hoskin, **Financial Accounting**, 2.bası, 1997, s.716.

Y A.Ş Özkaynak Hesapları (İtibari değer yöntemi)

Hesap İsmi	Bakiye
Ödenmiş sermaye (300.000 adet x 10 TL – 10.000 adet x 10 TL = 2.900.000)	2.900.000
Emisyon primi (300.000 adet x 30 TL – 10.000 adet x 30 TL = 8.700.000)	8.700.000
Birikmiş zararlar (10.000 adet x (53 TL-40TL) = 130.000)	(130.000)
Toplam özkaynaklar	11.470.000

Maliyet yönteminde geri satın alınan hisseler ayrı bir hesapta indirim kalemi olarak gösterilip diğer özkaynak hesapları ile ilişkilendirilmez iken, itibari değer yönteminde geri satın alınan hisseler için ödenen toplam bedel ilgili özkaynak hesapları arasında dağıtıma tabi tutulmuştur.

Tablo 14

Maliyet ve İtibari Değer Yöntemlerinin Karşılaştırılması

	Maliyet Yöntemi	İtibari Değer Yöntemi
Basitlik	Daha basittir.	Kayıt ve takip sistemi daha zordur.
İşlem adedi	Tek bir işlem gibi görülür.	Hisse senedini iptal edip yeniden sermaye artışı gibi işlem görür.
Bilançoda gösterim	Özkaynaklardan tek bir seferde indirim kalemi olarak gösterilir.	Özkaynak hesapları arasında dağıtıma tabi tutulur.
Uygulama alanı	Daha geniş / tercih nedeni	Daha az / çok tercih edilmiyor
Hisse senetlerinin maliyet tespit yöntemi	İlk giren ilk çıkar, ortalama maliyet veya diğer ilişkili maliyet yöntemleri	İlk giren ilk çıkar, ortalama maliyet veya diğer ilişkili maliyet yöntemleri

Firmaların geri satın aldıkları hisse senetlerini ayrı bir finansal varlık olarak göstermeleri – geçici bir süre elde tutup hemen satacak bile olsalar – muhasebe teorisine aykırı olarak kabul edilmiştir. Geri alınan hisse senetlerinin ayrı bir finansal varlık olarak gösterilmeleri firmanın kendi kendinin ortağı olduğu gibi hukuki geçerliliği

olmayan bir gösterime yol açacağı için uygun bulunmamaktadır.²²⁴ Geri alınan hisse senetlerinin ayrı bir finansal varlık olarak sınıflandırılmamalarının nedeni olarak aşağıdakiler sayılabilir.²²⁵

- Hisse senedi geri alımı firmaya yatırım yapmaya istekli kişilere ödenen bir bedeldir.
- Geri alınan hisseler aslında çıkarılmamış hisse senedi gibidirler. Sahibine oy hakkı ve kar payı alma hakkı vermezler.
- Geri alınan hisseler ihraç edilmiş hisse sayısını değiştirmemekte sadece ve sadece dolaşımdaki hisse senetlerinin sayısını azaltmaktadır.
- Dilediği takdirde firmalar geri alınan hisse senetlerini iptal edebilirler.
- Hisse senetleri ilk ihraç edildikleri zaman varlıklar ve özkaynaklarda artış gerçekleşmiştir. Hisse senetleri geri alındıkları zaman – ilk ihraç işleminin tersi gerçekleştiği zaman – varlıklar ve özkaynakların azalması gerekmektedir²²⁶
- Hisse senedi geri alımlarının diğer varlık yatırımlarından (fabrika veya makine alımı gibi) farklı özellikleri bulunmakta olup, firmanın kendi hisselerini geri alması firmanın toplam büyüklüğünü azaltıcı yönde etki eder.²²⁷

1960'ların başlarına kadar şirketlerin hisse senedi geri alımları hacim olarak önemsiz bir büyüklüğe sahipti. Dolayısıyla bu tarihe kadar geri alınan hisse senetlerinin muhasebeleştirilmesine çok fazla önem verilmemişti. Zaten bu tarihe kadar yapılan hisse senedi geri alımlarının nedenleri arasında ihtiyaç fazlası sermayenin eritilmesi ve gereksiz büyüklükte biriken sermaye üzerinden ödenen sermaye vergisi benzeri vergilerden kaçınılması gibi nedenler yer almaktaydı. Dolayısıyla bu tarihe kadar

²²⁴ Frederic K. Rabel, "Financial statements should show corporate surplus restrictions from treasury stock purchases", **Journal of Accountancy**, Cilt.95, Sayı.5 (1953), s.578.

²²⁵ Bertrand Horwitz ve Allan Young, "The Case for Asset Disclosure of Treasury Stock", **The CPA Journal**, Cilt. 45, Sayı. 3 (1975), s.31.

²²⁶ Baruch England, **Schaum's Outline of Intermediate Accounting II**, McGraw-Hill, 2007, s.28.

²²⁷ Harold Bierman ve Richard West, "The Acquisition of Common Stock by the Corporate Issuer", **The Journal of Finance**, Cilt.21, Sayı.4 (1966), s.689.

yapılan hisse senedi geri alımları daha geniş bir finansal stratejinin parçası olmaktan uzaktı.

Günümüzde yapılan hisse senedi geri alımları ise sonuçları itibari ile sermaye piyasalarını etkileyebilen planlı bir stratejinin parçası haline gelmiştir. Dolayısıyla bu planlı işlemin muhasebeleştirilmesi sırasında işlemin arka planındaki varsayımları gözden geçirmek gerekmektedir. Bunu literatürde amaçsal sınıflama olarak da tanımlayabiliriz. İşlemin amacı incelendiği zaman her zaman hisse senedi geri alımlarının özkaynaklarda ‘indirim’ kalemi altında gösterilmesi sonucuna ulaşılması gerektiği yargısına varılamayabilir.²²⁸ Bu aslında muhasebe işlemlerinin yapılması sırasında işlemin arkasındaki amacın analiz edilerek muhasebeleştirilmesi uygulamasına uygun düşmektedir. Örnek vermek gerekirse özellikle finansal enstrümanların muhasebeleştirilmesi sırasında enstrümanın dönen varlık veya duran varlık hesaplarına kayıt edileceğini genelde Yönetimin ilgili finansal enstrümanları elde tutmasının amacı belirlemektedir.

Yönetimin geri alınan hisse senetlerini iptal etmek gibi bir niyeti bulunmuyor ise bu durumda geri alınan hisse senetlerinin bilançonun aktif kısmında bir ‘varlık’ olarak muhasebeleştirilmesi gerektiğini ileri süren görüşler bulunmaktadır.²²⁹ Bir kalemin varlık olarak sınıflanabilmesi için o kalemin bir hizmet potansiyeline sahip olması gerekmektedir. Ayrıca bu hizmet potansiyelinin ileride işletmeye nakit girişi sağlayacak olması da gerekmektedir. Geri alınan hisse senetlerinin tekrar satılacak olması zımnen bir hizmet potansiyeli taşıdığı için Yönetimin amacı geri aldığı hisse senetlerini geri satmak ise bu hisselerin ‘varlık’ olarak muhasebeleştirilmesi gereği daha da fazla ortaya çıkmaktadır. Finansal yönetim bakış açısından varlıklar hizmet potansiyeli taşıyan kalemler arasında fonların bölüştürülmesini yansıtmakta ve yükümlülükler ile özkaynak kalemleri bu fonların kaynağını oluşturmaktadır. İhraç edilen ve dolaşımdaki hisse senetleri bir kaynak olarak değerlendirildiği için geri alınan hisse senetleri bu kaynaklardan yapılan kullanımı ifade etmekte olup, bir varlık kalemi olarak sınıflanabileceği düşünülmektedir. Şirket açısından geri alınan hisse senetleri

²²⁸ Paul Grady, **Accounting Research Study No.7**, AICPA, New York, 1965, s.200.

²²⁹ R.Wixon ve W.Kell, **Accountants Handbook**, 4.bası, s.33.

aslında alternatif yatırımlar arasından (yeni fabrika yapımı, makine alımı, iş kolu açılması, vb) seçilmiş bir yatırım işlemi olarak değerlendirilmektedir. Doğal olarak Yönetimin amacı geri alınan hisse senetlerini tekrar satmak ise bu durumda geri alınan hisse senetleri bilançoda varlıklar arasında gösterilip oluşan kar veya zararlar gelir tablosu hesapları ile ilişkilendirilebilir. Ancak yönetimin amacı bu hisseleri geri satmak değil ise bu durumda geri alınan hisse senetleri ‘varlık’ olarak değil özkaynaktan ‘indirim’ kalemi olarak muhasebeleştirilirler. Buna yönetimin niyetine göre ‘ikili muhasebe’ yöntemi denmektedir.²³⁰

Tablo 15

Hisse senedi geri alımı işleminin muhasebeleştirilmesinde değişik standartların karşılaştırılması

	Amerikan Muhasebe Standardı (GAAP)	Uluslararası Muhasebe Standardı (UFRS)	Türkiye Muhasebe Standardı (TMS)
Kaynaklar	<ul style="list-style-type: none"> - 43 numaralı bülten (ARB 43) - 6 numaralı görüş (APB 6) - 85/6 numaralı teknik görüş (FASB) 	<ul style="list-style-type: none"> - 32 numaralı standart (IAS 32) - Uygulama Rehberi (UR 36) 	<ul style="list-style-type: none"> - 32 numaralı standart (TMS 32) - Uygulama Rehberi (UR 36)
Açıklama	<ul style="list-style-type: none"> - Prensipten olarak özkaynaklardan düşülür. - Bazı durumlarda varlık olarak dikkate alınabilir. - Ödenen bedel ile geri alınan hissenin gerçeğe uygun değeri arasındaki fark başka bir takım hak ve ayrıcalıkların söz konusu olması durumunda ayrıca muhasebeleştirilir. 	<ul style="list-style-type: none"> - Hisse senedi geri alınımının maliyeti finansal varlık olarak değil özkaynaktan indirim olarak kayıtlara alınır. - Kar ve zarara herhangi bir kayıp ya da kazanç yansıtılmaz. 	<ul style="list-style-type: none"> - Özkaynaklardan düşülür. - Varlık olarak dikkate alınması söz konusu değildir. - Kar ve zarara herhangi bir kayıp ya da kazanç yansıtılmaz.

Yukarıdaki tablodan ve daha önce yapılan açıklamalardan da anlaşılacağı üzere hisse senedi geri alımları Amerikan Muhasebe Standartlarında (GAAP) çok ayrıntılı olarak düzenlenmiş bulunmaktadır. GAAP kapsamında geri alınan hisseler bazı durumlarda varlık olarak muhasebeleştirilebilirken, UFRS ve TMS kapsamında buna imkan bulunmamaktadır. Ayrıca GAAP hisse senedi geri alımı sırasında ödenen bedel

²³⁰ Horwitz ve Young, s.31.

içerisine görünen veya görünmeyen hak ve ayrıcalıkların dahil olması durumunda bunun için özüne göre muhasebeleştirilmesi gerektiğini düzenlemiştir. UFRS ve TMS’de buna ilişkin ayrıntılı bir açıklama yer almamaktadır.

Uygulamada hisse senedi geri alımı için kullanılan muhasebeleştirme yöntemleri GAAP kapsamında ortaya çıkan yöntemler olup, UFRS uygulayan şirketler de bu yöntemleri uygulamaktadırlar.

Daha önceki bölümlerde bahsi geçen 43 numaralı bültenin 1A bölümünde “Bazı durumlarda şirketin kendi hisselerini varlık olarak gösterilmesine izin verilse de bu hisseden doğan kar paylarının gelir tablosu hesaplarında gösterilmemesi gerekir” kuralı yer almaktadır. Bu kural kapsamında şirket yönetimin amacının geri alınan hisse senetlerini tekrar satmak olduğu durumlarda geri alınan hisse senetlerinin ‘varlık’ olarak kayıtlara alınabileceği belirlenmiştir. Ancak hisse senetlerinin özkaynaklarda indirim olarak dikkate alınması gerektiğini düşünenler yönetimin niyetinin muhasebe işlemlerine etki etmemesi gerektiğini düşünmektedirler. Nitekim bazı zamanlarda gerçek niyet ortaya çıkmamakta bazı zamanlarda da değişen koşullar neticesinde niyetlerde sapmalar ortaya çıkabilmektedir.²³¹

1930’lu yıllardan önce geri alınan hisse senetleri bilançoda varlık olarak gösterilmekteydi, ancak bunun nedeni bu yıllarda ‘borç’ bakiyesi veren her hesabın aktif bir hesap, ‘alacak’ bakiyesi veren her hesabın pasif bir hesap olarak sınıflanması olarak görülebilir. Mesela bu yıllarda birikmiş amortismanlar da bilançonun pasif tarafında gösterilmekte idi.

Özkaynak kaleminden indirim yöntemini savunanlara göre bir şirketin kendi hissesi bilançonun varlıklar kaleminde gösterilen diğer hisse senetleri gibi oy kullanma, kar payı alma, tasfiye bakiyesinden pay alma ve rüçhan hakkı gibi imkanlar sağlamadığı için ‘varlık’ olarak değerlendirilmezler. Buna ilaveten çoğu hukuk düzeninde geri alınacak hisse senedi tutarı belirlenirken ‘net varlık’ tutarının sermayenin altına

²³¹ Eugene Rosenfeld, “Uniformity in Accounting for Treasury Stock and its Disposition”, **The CPA Journal**, Cilt.43, Sayı.9 (1986), s.763.

düŖemeyeceđi belirlenmiŖtir. Bu bağlamda geri alınan hisse senetleri ‘varlık’ olarak kaydedilirse böyle bir hukuki kural geçersiz ve uygulanamaz hale gelecektir.

Bu konuda ayrıca belirtmek gerekir ki Amerika’daki muhasebe, sermaye piyasası ve vergi otoriteleri ‘özkaynaklardan indirim’ metodu konusunda kendi düzenlemelerinde fikir birliğine varmışlardır.

4.2 VERGİLEME YÖNTEMLERİ ve ÜLKE ÖRNEKLERİ

Hisse senedi geri alımlarında vergilemenin rolü oldukça yüksektir. Bir ülkede geçerli olan vergi rejimi şirketlerin ortaklara hangi yöntem ile kar dağıtacağı üzerinde önemli bir etkiye sahiptir. Vergi rejiminde hisse senedi geri alımlarına temettüye göre daha az vergi yüklenmiş ise şirketler (ve şirketin ortakları) hisse senedi geri alımını temettüye tercih edebilirler. Literatürde yapılan çalışmalarda vergilemenin önemi çok ön planda olmasa da hisseleri elinde tutan ortakların ellerindeki hisse senetlerini geri satmada hisse senedinin değerini artırmadan başka vergi sonrası servetlerini artırmak amacıyla oldukları da ortaya konmuştur.²³² Hatta şirket yöneticileri zaman zaman şirketin hisselerini elinde tutan çok büyük yatırımcılar tarafından kar dağıtım yöntemlerinin vergi etkisini göz önüne almak zorunda bırakılmaktadırlar.²³³

Hisse senedi geri alımını tetikleyen faktörlerden daha önce bahsedilmiş olmakla birlikte bu faktörler arasında vergilemenin ayrı bir yeri bulunmaktadır. Örnek olarak bazı ülkelerde hisse senedi geri alımından kaynaklanan kazançlar ‘değer artış kazancı’ olarak değerlendirilip temettüye göre daha avantajlı bir vergi rejimine sahip olabilir. Gerçekten de hisse senedi geri alımında geri alınan hisse senetlerinin maliyeti elde edilen gelirden düşülebilmekteyken temettü gelirinde herhangi bir istisna olmaması durumunda elde edilen gelirin tamamı vergiye tabi olmaktadır. Ayrıca bazı ülkelerde sermaye değer artış kazancı temettü gelirine göre daha az bir oran üzerinden vergilenmektedir. Bunun dışında zamanlama açısından da hisse senedi geri alımında ortaklar hisse senetlerini geri satmazlar ise herhangi bir vergi tahakkuk etmezken temettü gelirinde şirket temettü dağıtımına karar verdiği noktada vergi tahakkuk etmektedir. Dolayısıyla hisse senedi geri alımında tahakkuk edip ödenecek verginin zamanlamasını ayarlamak temettüye göre daha olanaklı hale gelmektedir. Ancak bütün bu vergisel avantajlarına rağmen şirketler halen hisse senedi geri alımı yerine temettü ödemeye devam etmektedirler. Bunun en başta gelen nedenleri arasında temettünün ortaklar açısından hisse senedi geri alımına göre daha düzenli bir nakit akışı

²³² David T. Brown, “The Construction of Tender Offers: Capital Gains Taxes and the Free Rider Problem”, **The Journal of Business**, Cilt.61 Sayı.2 (1988), s.195.

²³³ Erik Lie ve Heidi J. Lie, “The Role of Personal Taxes in Corporate Decisions: An Empirical Analysis of Share Repurchase and Dividends”, **The Journal of Financial and Quantitative Analysis**, Cilt.34, Sayı.4 (1999), s.551.

sağlaması²³⁴ ve her zaman vergi kanunlarının düzenli hisse senedi geri alımını temettü olarak değerlendirme dışı bırakmasının olanaklı olmayışıdır.²³⁵ Diğer bir deyişle Hisse senedi geri alımını sermaye değer artış kazancı olarak değerlendiren ülkelerin vergi mevzuatlarında temettü dağıtımının vergisinden kaçınmak için bu işlemin suiistimal edilmesinin önüne geçmek için çeşitli hükümler de bulunmaktadır.

4.2.1 Literatür Taraması

Hisse senedi geri alımlarının nedenleri arasında birçok nedenin olabileceği bilinmektedir. Bu nedenler arasında hisse senetlerinin geri alınarak bir başka şirket ile birleşmesi*, yöneticilere hisse senedi opsiyonları sağlanarak ortaya çıkan yükümlülüğün yerine getirilmesi, atıl nakit değerlerin yatırım amaçlı kullanılması, geri alım yolu ile ortaya çıkan borç kaldırıcı etkisi ve yatırımcılar açısından temettü dağıtımına göre sahip olunan vergi avantajı yer almaktadır.

Hisse senedi geri alımının en önde gelen vergi avantajı temettü gelirin'e göre tamamının vergiye tabi olmaması, vergiye tabi olan kısmın temettü geliri vergi oranına göre daha düşük olması ve hisse senedini geri satmak istemeyen ortağın vergi ödeme zamanlaması konusunda temettü geliri elde eden ortaklara göre esnekliğinin bulunmasıdır.²³⁶ İşlem maliyetlerinin olmadığı durumda ve yatırımcının marjinal vergi oranı değer artış kazancı vergi oranından daha fazla ise hisse senedi geri alımı temettü dağıtımına göre daha öncelikli olmaktadır. Yatırımcıların homojen olduğu bir ortamda işlem maliyetleri duruma göre hisse senedi geri alımını ve/veya temettü dağıtımını diğer metoda göre daha avantajlı kılmaktadır. Bu durumda vergi avantajı işlem maliyetini aşıyor ise hisse senedi geri alımı temettü dağıtımına göre daha avantajlı olmaktadır. Bu

²³⁴ Fred J. Weston, **Mergers and Acquisitions**, McGraw Hill Professional Book Group, 2001, s.205: Ortaklar arasında şirketin düzenli olarak temettü dağıtımına ihtiyacı olan kişiler bulunabilmekte olup bu ortakların vergi matrahları zaten düşük ise zamanlaması hisse geri alımına göre daha belirli olan temettü dağıtımını tercih edebilmektedirler. Ortaklar arasında yüksek vergi matrahına sahip olan kişiler ise temettü dağıtmak yerine şirketin kazancını kendi bünyesinde tutması yönünde tercihlerini kullanabilirler. Kazancını bünyesinde tutup net bugünkü değeri pozitif olan projelere yatırım yapan şirketlerin hisseleri zaten değer kazanacağı için yüksek vergi matrahına sahip ortaklar ellerinde bulunan hisse senetlerini satarak elde ettikleri kazancı temettü şeklinde değil de değer artış kazancı şeklinde vergilendirilmesini sağlayarak vergisel açıdan daha avantajlı bir sonuca ulaşabilirler.

²³⁵ Suzanne M.Luttman, **Advances in Taxation**, Emerald Group Publishing Limited, Cilt 18, s.30.

* Buradaki birleşme bir şirketin kendi hissesi karşılığında başka bir şirketin hissesini takas sureti ile birleşmesi anlamına gelmektedir.

²³⁶ Bierman ve West, s.688.

analize göre yatırımcıların farklı özelliklere sahip olması (bireysel, kurumsal, yatırım fonları, vb) farklı vergi kurallarına tabi olmalarını da gerektirmektedir. Mesela kar dağıtımını kurumsal yatırımcılar için vergi avantajı sağlayan bir işlem iken bireysel yatırımcılar için hisse senedi geri alımı vergi açısından daha avantaj sağlayan bir işlemdir. Dolayısıyla şirket hisse senedi geri alımı veya kar dağıtımını arasında bir seçim yaparken her zaman işlem maliyetlerini ve yatırımcılarının vergisel özelliklerini de dikkate almak zorundadır.²³⁷ Bu yüzden hisse senedi geri alımı vergisel ve işlem maliyetleri açısından her zaman kar dağıtımına göre en öncelikli dağıtım metodu olmayabilir.

İzleyen yıllarda yapılan bir çalışmada hisse senedi geri alımının temettü dağıtmaya göre daha avantajlı olduğu belirtilmektedir. Bu avantaj vergi sisteminde değer artış kazancının temettü gelirin'e göre daha avantajlı oranlardan vergilendirilmesinden kaynaklanmaktadır. O yüzden şirketler ortaklarına kar dağıtımını yerine hisse senedi geri alımı sureti ile daha avantajlı bir şekilde kaynak aktarabilme imkanına sahiptir. Ancak bu imkana rağmen şirketlerin temettü dağıtmaya devam etmesini işlem maliyetlerine ve vergi kanunundaki düzenlemelere bağlanmaktadır. Küçük çaptaki şirketlerin küçük hacimlerde hisse senedi geri almalarından doğacak borsa ve/veya aracı kurum komisyonları temettü dağıtımını daha ekonomik kılabilmektedir. Üstelik küçük çaptaki şirketlerin ortakları vergi diliminde yüksek marjinal oranlarda yer almayacağı için temettü dağıtımından elde edilecek kazanç ile değer artış kazancının vergi yükü aynı olabilecektir.²³⁸

Literatürdeki çalışmalara bakıldığında hisse senedi geri alımının önde gelen nedenleri arasında vergi etkisinin de yer aldığı görülmektedir. Dolayısıyla hisse senedi geri alım işlemlerinin hangi kurallara göre vergilendirileceği bu işlemlerin yaygın bir şekilde uygulanıp uygulanmayacağı konusunda bir fikir verebilme potansiyeline sahiptir. Hatta hisse senedi geri alımı metodları arasında farklı şekilde uygulanan vergisel kurallar da hisse senedi geri alımında hangi metodun öncelikli olarak

²³⁷ Elton ve, s.149.

²³⁸ Dan Palmon ve Uzi Yaari, "Stock Repurchase as a Tax Saving Distribution", **The Journal of Financial Research**, Cilt.4 Sayı.1 (1981), s.69.

uygulanacağı konusunda etkili olmaktadır. Özellikle İngiltere’de emeklilik fonları için temettü kaynaklı vergi alacağının* kaldırılmasından sonra hisse senedi geri alımının daha ön plana çıktığını ileri sürülmektedir.²³⁹

4.2.2 Kar Payı Modelleri

Kar payı veya bilinen adı ile temettü terimi genellikle ortaklarından ayrı bir tüzel kişiliğe sahip ve hukuk düzleminde ayrı bir şahsiyete sahip ortaklıkların dönem içerisinde elde etmiş oldukları karının ortaklarına dağıttığı kısımdır. Mesela kendisini kuran ortaklarından ayrı bir şahsiyeti bulunmayan ‘ortaklık’ türü yapılanmalarda – ki adi ortaklık bu tür bir yapılanmaya örnektir – ortaklığın elde ettiği kar o ortaklığı kuran kişilerin şahsi ticari kazancı gibi işlem görür. Dolayısıyla burada herhangi bir kar payından bahsedilememektedir.²⁴⁰ Oysa kendini kuran ortaklardan ayrı bir tüzel kişiliğe sahip ortaklıklarda ortaklığın elde ettiği kar ortağın değildir. Ortaklığın karı ortaklığın kendi mal varlığıdır ve bu mal varlığı hukuk kuralları önünde korunmaktadır. Ortaklar ancak ve ancak ortaklık elde ettiği karı dağıtma konusunda bir karar alması durumunda bu kara hukuken sahip olabilirler. Aksi halde ortaklar ortaklığın ortağı olması sıfatı ile ortaklığın karını talep edemez durumdadırlar. Bu talep ortaklığı oluşturan ortakların oluşturduğu organlar vasıtası ile değerlendirilip karara bağlanır.

Belirtmek gerekir ki kar payının genel ve her ülke uygulaması için geçerli tek bir tanımı bulunmamaktadır. Özellikle OECD tarafından yapılan bir çalışmada kar payının ülkelerin yerel yasal düzenlemelerinden bağımsız bir şekilde tanımlamanın mümkün olmadığı belirtilmiştir.²⁴¹ Her ülkenin kendi yasal düzenlemesinde kar payı farklı şekilde tanımlanmış olabilmektedir. Hatta ve hatta bir ülkenin şirketler hukukunda yer alan kar payı tanımı ile vergi hukuku anlamındaki kar payı tanımı da birbirinden farklı olabilmektedir. Şirketler hukukunda kar payı olarak tanımlanmayan bir gelir unsuru vergi hukuku anlamında kar payı olarak değerlendirilebilmektedir. İlave olarak

²³⁹ Rau ve Vermeaalen, s.245.

* Temettü kaynaklı vergi alacağı yatırımcıya kar dağıtımından doğan vergi borcundan temettütünün bir kısmına isabet eden vergiyi mahsup etme imkanı tanıdığı için hisse senedi geri alımına göre daha avantajlı bir vergi yükümlülüğü sağlayabilmektedir. Dolayısıyla temettü kaynaklı vergi alacağının olduğu sistemlerde kar dağıtımı, hisse senedi geri alımına göre daha avantajlı olabilmektedir.

²⁴⁰ OECD Model Vergi Anlaşması, **Yorum Şerhi**, Madde 10, s.150.

²⁴¹ OECD Model Vergi Anlaşması, **Yorum Şerhi**, Madde 10, s.154.

vergi hukuku anlamında şirketler hukuku anlamında kar payı olarak nitelendirilmeyecek türdeki ödemelerin ‘özün önceliği’* ilkesi kapsamında kar payı olarak nitelendirilmesi mümkündür. Buna örnek olarak ortaklığın ortaklarından almış olduğu borçlar gösterilebilir. Şirketler hukuku anlamında ortaklar ve ortaklık arasında yapılmış bir borç sözleşmesine dayanılarak yapılan ödemeler kar payı olarak değerlendirilmese de borcun ve faizin geri ödenmesi ortaklığın karlılık durumuna bağlı ise ortada ‘özü itibari ile’ bir kar payı dağıtımının varlığından bahsedilebilir. İşte şirketler hukuku bağlamında kar payı olarak değerlendirilmeyen bu nitelikteki ödemelerin vergi hukuku bağlamında kar payı olarak değerlendirilme ihtimali bulunmaktadır. Dolayısıyla vergi hukuku anlamında kar payı olarak sayılabilecek işlemleri hem şirketler hukuku düzleminde hem de yapılan işlemlerin yapılma amacını araştırarak değerlendirip sonuca bağlamak uygun bir yöntem olmaktadır.

Kar paylarının vergiye tabi tutulması bunun bir gelir unsuru olmasından kaynaklanmaktadır. Gelirin mali ya da yasal tanımına göre, gelir bir tür fon akımı olarak ele alınmakta olup, belli bir dönemdeki net ya da safi kazaç olarak tanımlanmaktadır. Sözkonusu fon akımı, vergi yasalarında belirtilen çeşitli gelir unsurlarından oluşur.²⁴² Genel olarak kar payları ‘menkul sermaye iradı’ olarak tanımlanabilecek daha geniş bir gelir unsurunun parçalarından bir tanesidir. Menkul sermaye iradı ise ticari, zırai veya mesleki faaliyeti dışında nakdi sermaye veya para ile temsil edilen değerlerden oluşan sermaye dolayısıyla elde edilen kâr payı, faiz, kira ve benzeri gelirlerdir şeklinde tanımlanabilir.²⁴³ Burada dikkat edilmesi gereken nokta elde edilen kar payı, faiz ve benzeri gelirlerin ticari veya mesleki faaliyet dışında elde edilmiş olmasıdır. Diğer bir deyişle bu geliri elde edenler herhangi bir ticari amaç veya mesleki faaliyet kapsamında bu işi yapmıyor olmalıdırlar. Aksi takdirde bu gelir duruma göre ticari kazanç veya serbest meslek faaliyeti olarak tanımlanabilir.

* İşlemlerde işin şeklinden çok yapılma amacına bakarak işlemleri değerlendiren ilke. Türk Vergi Mevzuatında Vergi Usul Kanunu’nun 3.maddesinde düzenlenmiş olup vergisel açıdan işlemleri değerlendirirken işin şeklinden çok yapılma amacına bakarak değerlendirme yapılmasını belirten ilkedir.

²⁴² Orhan Şener, **Kamu Ekonomisi**, Alkım Yayınları, 6.Bası, 1998, s.221.

²⁴³ Bu tanıma Gelir Vergisi Kanunu’nun 75.maddesinde rastlanmaktadır.

Menkul sermaye iradında dikkat edilmesi gereken unsur geliri sağlayan sermayenin mülkiyetinin geliri elde eden kişide bulunuyor olmasıdır. Örnek vermek gerekirse gelir unsuru ‘faiz’ ise bu faiz gelirini yaratan anaparanın halen geliri elde eden kişide bulunması (buradaki bulunma durumundan mülkiyetinde olma durumu kastedilmekte olup, anapara başka bir kişiye borç verilmiş olduğundan zilyetliği karşı tarafa(lara) geçmiş olabilir) veya gelir unsuru ‘kar payı’ ise bu gelir unsurunu sağlayan ortaklık haklarına halen geliri elde eden kişinin sahip olmasıdır. Bu haklar gelir elde edildikten sonra bile ilgili kişide kalmaya devam etmektedir.* Aslında menkul sermaye iratları sermayeyi elinde tutan kişinin bu sermayenin kullanımını belirli bir süre ile bir başka kişiye bırakmasından kaynaklanmaktadır. Bu hali ile işlem özü itibari ile bir ‘kiralama’ işlemine benzetilebilir. Burada kiraya verilen şey menkul (taşınabilir) olduğu için isim olarak ‘menkul sermaye iradı’ denmektedir. Taşınmaz mallardan elde edilen kiralama geliri ise ‘gayrimenkul sermaye iradı’ olarak tanımlanmaktadır. Bu nedenle sermayeyi belirli bir süre ödünç alan kişiler bu sermayenin mülkiyetine sahip olmadıkları için sermayenin dönemsel getirisinden başka sermayenin tamamını da ilgililerine iade etme borcunu taşımaktadırlar. Vergi uygulaması açısından vergiye konu olan gelir unsuru olan sermayenin iadesi değil, bu sermayenin karşılığında ilgisine ödenen dönemsel gelirlerdir.

Menkul sermaye iratlarında genellikle vergiyi doğuran olay hukuki ve ekonomik tasarruf ile doğmaktadır. Bu bakımdan geliri elde etmenin gerçekleşmesi için gelir sahibi açısından hukuki ve ekonomik tasarruf olanağının doğmuş olması gerekmektedir.²⁴⁴ Menkul sermaye iratlarında verginin doğduğu an genel olarak ‘tahsil etme’ şartına bağlanmıştır. Tahsil edilen gelir ise sermayenin kiralama karşılığı elde edilen dönemsel geliri ifade etmektedir. Burada amaç sermayenin kiralınması olduğu için dönemsel olarak ödenen gelirler hiçbir şekilde sermayenin belirli bir parçasını oluşturmamaktadır. Diğer bir deyişle kiralama işlemlerinde kiralanan eşyanın

* Bu durum menkul sermaye iradını, sermaye değer artış kazancından ayıran en önemli özelliklerden bir tanesidir. Sermaye değer artış kazancında sermayenin el değiştirmesi dolayısı ile ortada bir ‘satış’ işlemi bulunmaktadır.

²⁴⁴ Yılmaz, Özbalcı. **Gelir Vergisi Kanunu Yorum ve Açıklamaları**, Ankara: Oluş Yayıncılık, 2002, s.101.

mülkiyetinin ödeyene geçmesi düşünülmediği için hiçbir kiralayan dönemsel ödemeleri içinde o sermayenin belirli bir parçasını ödemez.

Sonuç olarak kar payı bir şirket ortağının sahibi olduğu nakdi veya aynı değerleri ortağa borç vermesinden doğan dönemsel gelirdir. Bu şekli ile menkul sermaye iradı olarak değerlendirilir. Ancak kar payını faizden ayıran en önemli özellik kar payının faiz gibi kesin bir ödeme vadesinin olmaması, ödenmesi için şirketin karlı olması ve bu konuda bir karar almış olmasıdır.

4.2.2.1 Çifte vergileme ve farklı vergi sistemleri

Kar payı, bu geliri elde eden gerçek kişi ortak açısından gelir vergisine tabi bir gelirdir. Aynı zamanda kar payı dağıtan şirketin kar payına esas olan kazancı kurumlar vergisine tabi olduğu için ortada aynı gelirin farklı kişiler bünyesinde birden fazla vergilendirilmesi problemi ortaya çıkmaktadır. Diğer bir deyişle şirket elde ettiği yıllık kazancından kurumlar vergisi ödedikten sonra kalan tutarı ortaklara dağıttığı zaman ortaklar da elde ettikleri bu gelir üzerinden vergi ödemek sureti ile çifte vergilemenin önü açılmış olmaktadır. İşte karın dağıtılıp dağıtılmadığına bakılmaksızın kurum kazancının kurumlar vergisine tabi tutulması, ya da aynı anlama gelecek şekilde, elde edilen kar paylarının daha önceki aşamalarda ödenen kurumlar vergisini dikkate almadan vergilendirilmesi ‘ekonomik çifte vergileme’ sorunu olarak bilinmektedir.²⁴⁵

Kar payları yanında kar payına esas teşkil eden kurum kazancının ayrıca kurumlar vergisine tabi tutulması kurumların kar dağıtım politikaları ve borç-özkaynak oranları üzerinde etkili olmaktadır. Kurum kar dağıttığı zaman ekonomik çifte vergileme karın dağıtılmayıp kurum bünyesinde bırakıldığı duruma göre daha erken ortaya çıkmaktadır. O yüzden kurumlar karı dağıtmak yerine kendi bünyesinde tutmayı tercih edebilmektedirler. Bunu dışında kar paylarının kurumlar vergisi matrahının tespitinde gider olarak dikkate alınmaması kurumların borç-özkaynak oranı üzerinde de etkili olmaktadır. Diğer bir deyişle kar payları üzerindeki ekonomik çifte vergilendirme yeni özkaynağın maliyetinin yeni borçlanmaya göre daha fazla olmasına

²⁴⁵ Sijbren Cnossen, **Comparative Tax Studies. Essays in honor of Richard Goode**, North-Holland Publishing Company, s.86.

neden olmaktadır. Diğer bir deyişle kurum borçlanma sureti ile ödediği faizleri kurumlar vergisinden düşebilirken ortaklara ödenen kar payları kurumlar vergisinden düşülememektedir. Bu yüzden borç verenler ile ortaklara aynı getiriye sağlamak için bile olsa kar payına esas teşkil edecek kurum kazancının vergi öncesi değerinin borç verenlere ödenecek faiz ve vergi öncesi kazançta göre daha fazla olmasını gerektirmektedir. O yüzden ekonomik çifte vergilendirme sorununun kısmen ya da tamamen çözülemediği durumlarda kurumların finansman kaynağı olarak borcu özkaynağa tercih etmeleri olası bir davranıştır.

Literatürde kurumların farklı tüzel kişiler olarak kurumlar vergisine tabi tutulmalarını savunan ‘klasik yaklaşım’ın savunucuları bu sistemin sermaye oluşumunu olumlu etkilediğini öne sürmektedirler. Kurumlar vergisinin olmadığı ve dolayısıyla kar paylarının daha fazla bir oranda ortaklara dağıtıldığı durumda kişisel tasarruf yerine kişisel tüketimin tetiklenebileceği varsayımı ile sermaye oluşumunun olumsuz etkilenmesi ihtimalinin olduğunu belirtilmektedir.²⁴⁶

4.2.2.1.1 Klasik Sistem

Kurumların ayrı tüzel kişiler olarak ortaklarından ayrı vergiye tabi tutulmaları ülkelerin vergi sistemlerinde farklı uygulamaların oluşmasına neden olmuştur. Kimi ülkeler kurumlar vergisi ile gelir vergisini tamamen farklı vergi olarak değerlendirirken, kimi ülkeler kurumlar vergisi ile gelir vergisini tamamen ya da kısmen bütünleştirme yoluna gitmişlerdir. İlk grupta bulunan ülkelerin uyguladıkları sisteme ‘Klasik Sistem’ denmektedir. Bu sistemi uygulayan ülkelerde gerçek kişilerin elde ettikleri temettü geliri daha önceki aşamalarda ödenen kurumlar vergisi dikkate alınmadan diğer gelir unsurları ile (faiz gibi) aynı vergi yüküne maruz kalmaktadır. Diğer bir deyişle daha önceki aşamalarda ödenen kurumlar vergisinin etkisi hiçbir şekilde giderilmemektedir. Klasik sistemde kurum ortaklarından ayrı bir tüzel kişilik olarak ele alınmakta ve dolayısıyla ortaklarından tamamen ayrı bir vergi yükümlüsü olarak değerlendirilmektedir. Dolayısıyla bu sistemde kurum kazancı öncelikle kurumlar vergisine tabi olmakta ve kurumlar vergisi sonrası kalan tutar ortaklara dağıtıldığı

²⁴⁶ Cnossen, s.97.

zaman bu dağıtılan kazanç (kar payı kazancı) ortaklar nezdinde ayrıca vergiye tabi olmaktadır.²⁴⁷

Klasik sistemin biraz değiştirilmiş halinde ise temettü gelirinin diğer gelir unsurlarından daha avantajlı oranlarda vergilendiği sistemlerde rastlanır. Buna göre temettü geliri örneğin faiz gelirine göre daha düşük oranda vergiye tabi tutulur. Buradaki amaç temettü gelirinin daha düşük bir orandan vergilendirilmesi sureti ile toplam kurumlar vergisi ve temettü geliri vergisi toplamının en yüksek marjinal gelir vergisi oranına getirilmesidir. Bu şekilde mükellefler kurumlar vergisi olmasa idi maruz kalacakları vergi yükü ile aynı oranda vergi yüküne maruz kalmaktadırlar.²⁴⁸

Klasik sisteme sahip ülkeler arasında Avusturya, Belçika, Çek Cumhuriyeti, Almanya, İzlanda, İrlanda, İtalya, Japonya, Hollanda ve İsveç yer almaktadır. Klasik sistemin biraz değiştirilerek temettü gelirinin diğer gelir unsurlarına göre daha avantajlı vergilendirildiği ülkeler arasında ise Danimarka, Yunanistan, Polonya, Portekiz, İspanya, İsviçre ve Amerika Birleşik Devletleri yer almaktadır.²⁴⁹

4.2.2.1.2 Bütünleştirici Sistemler

Kar paylarındaki ekonomik çifte vergileme sorununun önüne geçebilmek için farklı ülkelerin vergi sistemlerinde farklı çözüm yolları bulunmaya çalışılmıştır. Bunun için de kurumlar vergisi ile gelir vergisinin bütünleştirilmesi yönünde çeşitli çözüm yolları aranmıştır. Bu çözüm yolları kurumlar vergisinin gelir vergisi üzerindeki yükünü tamamen kaldıran uygulamalardan kısmen kaldıran uygulamalara kadar geniş bir alanda uygulanmaya çalışılmaktadır.

Imputation Sistemi

‘Imputation’ kelimesinin Türkçe karşılığı olarak ‘atfedilmiş’ sözcüğü kullanılabilir. Buradaki atfetme durumu kar payına esas olan kazanç üzerinden ödenen kurumlar vergisinin kar payı üzerinden hesaplanan vergiye atfedilmesi olarak

²⁴⁷ AB Komisyonu, **COM(2003) 810 Final sayılı Raporu**, (2003), s.4.

²⁴⁸ AB Komisyonu, **COM(2003) 810 Final sayılı Raporu**, (2003), s.5.

²⁴⁹ OECD, **Kurumlar Vergisi ve Değer Artış Kazancı Raporu**, 2010, Kısım II.4.

değerlendirilebilir. Yani bu sistemde kar payı üzerinden hesaplanan vergiden o kar payına esas olan kazanç üzerinden daha önceki aşamalarda hesaplanan kurumlar vergisinin mahsubuna izin verilmektedir. Bu sistemde gerçek kişi ortak elde ettiği net kar payını kar payı üzerinden ödenen kurumlar vergisi kadar artırarak brüt kar payı geliri tutarına ulaştıktan sonra bu tutarın beyannameye dahil edilmesi ve hesaplanan vergiden daha önce ödenen kurumlar vergisinin düşülmesi gerekmektedir. Böylece önceki aşamalarda ödenen kurumlar vergisinin kar payı üzerindeki etkisi yansızlaştırılmış olmaktadır. Bu sistemde yansızlaştırma gerçek kişi ortağın gelir vergisi beyannameyi vermesi aşamasında ortak bazında yapılmaktadır.

İkinci bir seçenek de bu yansızlaştırmanın kurum bazında yapılmasıdır. Kurumlar kazançları üzerinden kurumlar vergisi hesaplarırken ödeyecekleri kar paylarını indirilebilir gider olarak dikkate alıp özü itibari ile kar paylarını faiz ile aynı uygulamaya tabi tutarlar. Bu şekilde kar payları herhangi bir kurumlar vergisi yükü taşımadan ortaklara aktarılmış olur. Bu sistemin kurum bazında uygulanması çok rağbet görmemiş olup bunun en önemli nedenleri arasında yabancı ortakların kurumlar vergisi avantajından yararlanmalarının istenmemiş olması yer almaktadır.²⁵⁰

Imputation sisteminin kısmen uygulandığı durumlarda daha önceki aşamalarda ödenen kurumlar vergisinin tamamı yerine yarısının veya belirli bir kısmının mahsubuna izin verilmektedir. Bu uygulamalarda daha önceki aşamalarda ödenen kurumlar vergisinin sadece belirli bir kısmının mahsubuna imkân tanınmaktadır.

Imputation sisteminin tamamen uygulandığı ülkeler arasında Avustralya, Kanada, Şili, Meksika, Yeni Zelanda yer almaktayken bu sistemin kısmen uygulandığı ülkeler arasında Kore ve İngiltere yer almaktadır.²⁵¹

Diğer Sistemler

Ekonomik çifte vergileme sorununun kısmi çözümü için ayrıca bazı sistemlerde ‘bölünmüş-oran’ sistemi yer almaktadır. Bu sistemde kurumlar

²⁵⁰ Cnossen, s.92.

²⁵¹ OECD, **Kurumlar Vergisi ve Değer Artış Kazancı Raporu**, 2010, Kısım II.4.

dağıtılmayan kazançları üzerinden daha fazla bir oran üzerinden vergi öderken dağıtımına konu edilen kazançlar üzerindeki vergi yükü daha düşük bir oran üzerinden vergilendirilerek düşürülmeye çalışılmaktadır.²⁵²

Türkiye'nin de dahil olduğu bazı ülkelerin uygulamasında gerçek kişi ortaklar tarafından elde edilen temettü gelirinin bir kısmı vergiden istisna edilmekte ve dolayısıyla hiç beyannameye dahil edilmemektedir. Bu şekilde daha önceki aşamada gelirin tamamı üzerinden ödenen kurumlar vergisi gerçek kişi ortak açısından gelirin vergiden istisna edilen kısmı için nihai vergi haline gelmektedir.* Türkiye dışında bu sistemi uygulayan ülkeler arasında Finlandiya, Fransa ve Lüksemburg yer almaktadır.²⁵³

Tablo 16

Seçilmiş Ülkelerdeki Vergi Sistemleri ve Toplam Kurumlar ile Gelir Vergisi Yükü

Ülke	Sistem	Kurumlar Vergisi Yükü	Gelir vergisi Yükü	Toplam Vergi Yükü
ABD	Yarı Klasik	39,2%	17,0%	49,5%
Almanya	Klasik	30,2%	26,4%	48,6%
Avusturalya	Tam imputation	30,0%	46,5%	46,5%
Avusturya	Klasik	25,0%	25,0%	43,8%
Belçika	Klasik	34,0%	15,0%	43,9%
Çek Cumhuriyeti	Klasik	19,0%	15,0%	31,2%
Danimarka	Yarı Klasik	25,0%	42,0%	56,5%
Finlandiya	Kısmen istisna	26,0%	28,0%	40,5%
Fransa	Kısmen istisna	34,4%	48,7%	55,9%
Hollanda	Klasik	25,5%	25,0%	44,1%
İngiltere	Kısmi imputation	28,0%	42,5%	54,0%
İrlanda	Klasik	12,5%	41,0%	48,4%
İspanya	Yarı Klasik	30,0%	18,0%	42,6%
İsveç	Klasik	26,3%	30,0%	48,4%
İsviçre	Yarı Klasik	21,2%	20,0%	36,9%
İtalya	Klasik / kısmen istisna	27,5%	12,5%	36,6%
İzlanda	Klasik	15,0%	10,0%	23,5%
Japonya	Yarı Klasik	39,5%	10,0%	45,6%

²⁵² Daniel M.Holland, "The Differential Tax Burden on Stockholders", **The American Economic Review**, Cilt.45, Sayı.2 (1955), s.416.

*193 sayılı Gelir Vergisi Kanunu'nun 22.maddesinin 2.bendine göre "Tam mükellef kurumlardan elde edilen, 75 inci maddenin ikinci fıkrasının (1), (2) ve (3) numaralı bentlerinde yazılı kâr paylarının yarısı gelir vergisinden müstesnadır. İstisna edilen tutar üzerinden 94 üncü madde uyarınca tevkifat yapılır ve tevkif edilen verginin tamamı, kâr payının yıllık beyanname ile beyan edilmesi durumunda yıllık beyanname üzerinden hesaplanan vergiden mahsup edilir".

²⁵³ OECD, **Kurumlar Vergisi ve Değer Artış Kazancı Raporu**, 2010, Kısım II.4.

Kanada	Tam imputation	29,5%	46,4%	48,2%
Kore	Kısmi imputation	24,2%	38,5%	47,8%
Lüksemburg	Kısmen istisna	28,6%	39,0%	42,5%
Meksika	Tam imputation	30,0%	30,0%	30,0%
Polonya	Yarı Klasik	19,0%	19,0%	34,4%
Portekiz	Yarı Klasik	26,5%	20,0%	41,2%
Şili	Tam imputation	17,0%	40,0%	40,0%
Türkiye	Kısmen istisna	20,0%	35,0%	34,0%
Yeni Zelanda	Tam imputation	30,0%	38,0%	38,0%
Yunanistan	Yarı Klasik	24,0%	10,0%	39,3%

Kaynak: OECD Vergi Veri Tabanı, web tabanlı erişim için www.oecd.org/ctp/taxdatabase

Tabloda kurumlar vergisi ve gelir vergisi sistemlerini tamamen bütünleştiren ülkelerde toplam vergi yükü gelir vergisi yükü kadardır. Bunun nedeni bu ülkelerin daha önceki aşamalarda ödenen kurumlar vergisinin etkisini tamamen ortadan kaldırmış olması ve nihai vergi yükününü gelir vergisine eşitlemiş olmalarıdır. Bunun diğer ucunda kurumlar vergisi ve gelir vergisini birbirinden tamamen ayrı olarak değerlendiren klasik sistemi uygulayan ülkelerin vergi yükleri kurumlar vergisi ve gelir vergisinin toplamı kadardır.*²⁵⁴

4.2.2.2 Hisse Senedi Geri Alımlarının Kar Payı Olarak Değerlendirilmesi

Kar paylarının vergileme durumu göz önüne alındığı zaman hisse senedi geri alımlarının kar payı olarak görülmesi ihtimalinin düşük olduğu görüşüne varılabilir. Nitekim hisse senedi geri alımında hisse senedini elinde tutan ortak şirkete ilk başta vermiş olduğu sermayeden vazgeçmekte ve bunu şirkete satmaktadır. Diğer bir deyişle sermayenin mülkiyetinden ayrılmakta ve sermayeyi – başkasına satmak üzere – şirkete bırakmaktadır. Bunun için elde ettiği bedel ise artık sermayenin dönemsel getirisinden ziyade o sermayenin piyasa değeridir. Kişinin elinde tuttuğu hisseyi piyasada başkasına satması ile şirkete satması arasında ortak açısından herhangi bir fark bulunmamaktadır. Ancak hisse senedi geri alımında şirkette birikmiş olan kar hissesini satan ortağa geçmekte, şirket dışında iki kişi arasında gerçekleşen satış işleminde sadece ortaklık

²⁵⁴ * Kurumlar vergisinin dağıtılabilir kardan düşülmesi gerektiği düşünüldüğünde gelir vergisi dağıtılabilir kara uygulanır. Mesela Avusturya'da hem kurumlar vergisi hem de gelir vergisi oranı %25 olsa bile toplam vergi yükü %50 olarak hesaplanmaz. %25 kurumlar vergisi uygulandıktan sonra gelir vergisi kurumlar vergisinden sonra kalan %75'lik kara uygulanacağı için toplam gelir vergisi yükü %25'in %75'i kadardır. Bu rakam da %18.75 olarak hesaplanmaktadır. Daha önce ödenen kurumlar vergisi düşünüldüğü zaman (%25) toplam vergi yükü %50 olarak değil %43.75 olarak hesaplanmaktadır.

hakkı devredilmiş olmakta ve fakat şirketteki birikmiş karlar bu durumdan etkilenmemektedir.²⁵⁵

Hisse senedi geri alımlarının kar payı olarak değerlendirilmesi daha çok bu işlem için yapılacak ödemenin kaynağını nereden aldığı sorusuna bağlı olarak çözülebilir. Şirketin hisse senedini geri almak için ödeyeceği bedel genel olarak kanunen dağıtımına tabi tutamayacağı tutarlar ile sınırlı olduğu için şirketin kar dağıtabileceği tutar ile hisse senedini geri almak için ödeyeceği bedelin tutarı birbirine eşit olmaktadır. Diğer bir deyişle işlemin görünüşü bir satış işlemi gibi görünse de özü itibariyle kar dağıtımını yolu ile aktarılabilecek kaynakların ortaklara verilmesi söz konusudur. Dolayısıyla hisse senedi geri alımının kar payı olarak değerlendirilmemesi durumunda – ve özellikle kar payının sermaye değer artış kazancından daha ağır bir vergi yüküne tabi olduğu durumda – şirketler ve ortaklar hisse senedini geri alımını normal bir kar dağıtımını vergisinden kaçınmak için bir araç olarak kullanabilirler. Bu durum da hem ortaklar arasında eşitsizliğe sebep olur hem de devletin vergi gelirlerinde bir düşüşe yol açabilir. Dolayısıyla hisse senedi geri alımlarının kar payı olarak vergilendirildiği durumlarda devletin bütçe gelirlerine olan etkisi göz önüne alınabilmektedir. Bu durum yine şirketler hukuku ile vergi uygulaması arasındaki farklılıklara örnek teşkil edecek niteliktedir. Şirketler hukuku açısından kar payı olmayan bir işlem vergi uygulamaları önünde kar payı olarak değerlendirilebilmektedir.

4.2.3 Değer Artış Kazancı Modelleri

Hisse senedi geri alımlarının kar payı geliri olarak nitelendirilmesinden başka aynı zamanda değer artış kazancı olarak da değerlendirilmesi mümkündür. Değer artış kazançlarının diğer gelir unsurlarına göre daha farklı vergilendirildiği durumlarda bu ayırım önem taşımaktadır. Değer artış kazancı aslında elde bulundurulmuş bir mal veya hakkın elden çıkarılması karşılığında elde edilen gelir unsurlarından oluşmaktadır. Hukukumuzda menkul kıymet, haklar, telif hakları, ihtira beratları, ortaklık hakları ve

²⁵⁵ Terry E. Cooke ve John Glynn, “Taxation Implications of Companies Purchasing Their Own Shares”, **Accounting and Business Research**, Cilt.13, Sayı.51 (1983), s.177.

hisseleri ve gayrimenkullerin elden çıkarılmasından doğan kazançlar değer artış kazancı olarak değerlendirilmektedir.²⁵⁶

4.2.3.1 Değer Artış Kazancının Özellikleri

Değer artış kazançlarını menkul sermaye iratlarından ayıran önemli özelliklerden biri vergilemenin ‘gerçekleşme’ bazlı olmasıdır. Diğer bir deyişle değer artış kazançları eldeki mal veya hakkın transferi gerçekleşmeden vergileme dışında kalmaktadır. Gerçi istenirse elde bulundurulmuş mal veya hakkın değerinde meydana gelen artış o mal veya hakkın transferi gerçekleşmeden de vergilendirilebilir ancak bu vergiye uyum maliyetini artıracak ve pratikte her zaman doğru bir değerlendirme yapılmasına imkan tanımayacak bir düzenleme olacaktır. Gerçekten de bir mal veya hakkın transferi gerçekleşmeden değerlendirme günü itibari ile piyasada gerçekleşen emsal işlemler dikkate alınarak yapılacak bir değerlendirme her zaman doğru bir değerlendirme fiyatına ulaşılması imkanını sağlamayabilir. Nitekim alıcı ve satıcının özel durumları, piyasanın o günkü durumu ve mal veya hakkın birebir aynısının bulunmadığı durumlarda yapılacak bir değerlendirme gerçek kazancın tespitine imkan tanımayacaktır. Ayrıca henüz gerçekleşmemiş ama meydana gelmiş değer artışlarının vergilendirilmesi mal veya hakkı elinde bulunduran kişinin henüz geliri elde etmeden vergisini ödemek zorunda bırakacağı için o kişiyi zor durumda bırakabilecek, vergisini ödemek için borçlanmasına veya elinde bulundurduğu başka bir mal veya hakkı elden çıkarmasına neden olabilecektir.²⁵⁷

Değer artış kazancı için uygulanacak vergi oranı kimi ülkelerde normal vergi unsurları için uygulanacak vergi oranlarından değişkenlik gösterebilmektedir. Hatta bazı durumlarda bazı değer artış kazançları vergiden istisna edilerek vergi mükelleflerine vergi planlama yapma imkanı bilerek veya bilmeyerek tanınmaktadır. Değer artış kazançlarının normal vergi unsurlarına göre daha düşük oranda vergilendirildiği veya bazı değer artış kazançlarının vergiden istisna edildiği durumlarda vergi mükellefleri normal gelir unsurlarını değer artış kazancı şekline çevirmektedirler. Bazı ülkelerde ise

²⁵⁶ GVK'nın Mükerrer 80.maddesi

²⁵⁷ OECD Tax Policy Studies, **Taxation of Capital Gains of Individuals, Policy Considerations and Approaches**, Sayı.14, 2006, s.104.

normal vergi unsurları artan oranlı vergi tarifesiinden vergiye tabi tutulurken, değer artış kazançları düz bir oran üzerinden vergiye tabi tutulabilmektedir.²⁵⁸

Değer artış kazançlarının bir başka önemli özelliği ise bazı durumlarda işlemlerin zarar ile sonuçlanmasıdır. Bir ortak elindeki hisse senedini almış olduğu fiyattan daha düşük fiyata satmak zorunda kalabilmektedir. Bu durumda ortada vergilendirilebilecek bir gelirden ziyade diğer gelir unsurlarının değeri azaltıcı bir zarar söz konusudur. İşte bazı durumlarda ve ülke uygulamalarında bahsi geçen bu zararın diğer gelir unsurlarından (veya sadece diğer değer artış kazançlarından) mahsubu söz konusu olabilmektedir. Oysa menkul sermaye iratlarında hep dönemsel bir gelir vardır ve zarar etme olasılığı mümkün değildir.

Değer artış kazançlarında yukarıda belirtildiği üzere ‘gerçekleşme’ bazlı bir vergileme söz konusudur. Yani gelir elde edildiği zaman vergilendirilmekte ancak henüz mal veya hak elden çıkarılmadan o mal veya hakkın içsel değerinde meydana gelecek artışlar çeşitli nedenlerden dolayı vergilendirilmemektedir. Bu verginin ‘gerçekleşme’ zamanına kadar ertelenmesi anlamına gelmektedir. Ancak bazı durumlarda ‘gerçekleşme’ olsa bile değer artış kazançları o anda değil ileriki bir tarihte vergiye tabi tutulmaktadır. Örnek olarak aynı vergi birimi içinde yer alan mükellefler arasında meydana gelebilecek mal ve hak transferleri vergi dışında bırakılabilmektedir. Benzer şekilde elde bulundurulmuş mal veya hakların daha etkin biçimde organize bir yapıya bünyesinde (mesela şirket) kullanılması için kurulacak bir şirkete transferi için uygulanacak ‘istisna’ hükmü de gerçekleşme olsa bile vergi dışı bırakılabilmektedir. Buradaki en temel amaç vergi uygulayarak varlıkların daha etkin bir biçimde kullanılmasının engellenmesinin önüne geçmektir. Bir başka örnek ise şirket bünyesinde mevcut bir varlığın yenisi ile değiştirilmesi amacı ile elden çıkarılması durumunda ortaya çıkan kazancın o anda vergi dışı bırakılmasıdır. Bu tip bir uygulama mutlak bir istisna olmamakla birlikte verginin ertelenmesi amacını taşımaktadır. Amaç elden çıkarma karşılığında elde edilecek kazancın o anda vergilendirilmemek sureti ile daha modern ve yeni bir varlık alınmasını cazip kılmaktır.

²⁵⁸ OECD Tax Policy Studies, **Taxation of Capital Gains of Individuals, Policy Considerations and Approaches**, Sayı.14, 2006, s.104.

Değer artış kazançlarında bir varlığın aynı cinsten veya benzer bir varlık ile el değiştirmesinde bazı ülke uygulamalarında yukarıda bahsedilen vergi erteleme müessesesi mevcuttur.

4.2.3.2 Hisse Senedi Geri Alımlarının Değer Artış Kazancı Olarak Değerlendirilmesi

Hisse senedi geri alım işlemi incelendiği zaman hisse senedini elinde bulunduran ortağın hisse senedini şirkete satması durumu sözkonusudur. Dolayısıyla burada tek seferde yapılan bir işlemden söz edilmektedir. Oysa ki kar payı gelirinde (veya genel anlamda menkul sermaye irtalarında) dönemsel olarak kendini tekrarlayan bir gelir unsurundan söz edilebilir. Dolayısıyla hisse senedi geri alımı (veya ortak açısından geri satımı) devamlılık özelliği taşımadan arızı olarak doğması imkan dahilinde olan bir işlem olmaktadır. Çoğu zaman bu durumun belli zaman aralıkları ile yenilenmesi normal olarak beklenmemekle birlikte yenilenmesi ihtimal dışı da değildir. Zaten hisse senedi geri alımının belli zaman aralıkları ile yenilenmesi durumunda özü itibari ile bu işlemin bir nevi kar payı olarak değerlendirilmesi gerektiğine dair düzenlemeler mevcuttur.²⁵⁹

Değer artış kazançlarını menkul sermaye irtalarından ayıran en önemli özelliklerden bir tanesi gelirin tek seferde doğmuş olması ve mülkiyetin el değiştirmesidir. Değer artış kazançlarında sahibinin elinde bulunan bir mal veya hak belirli bir bedel karşılığında el değiştirmektedir. Oysa ki menkul sermaye irtalarında bu sözü edilen mal veya hakların başka bir kişiye kullandırılması karşılığında elde edilen bir nevi 'kira' geliri söz konusudur. Örnek olarak kar payı gelirinde ortak elinde bulunan nakdi veya para ile temsil edilebilen aynı sermayesini şirkete kullandırarak karşılığında kar payı geliri elde etmeyi ümit etmektedir. Konulan sermaye karşılığında sadece kar payı değil aynı zamanda oy ve yönetimde söz sahibi olma hakkı da ortaklar tarafından ileri sürülebilmektedir. Hisse senedinin şirkete geri satılması karşılığı elde edilen gelir ise ortaklar tarafından konulan sermaye karşılığı elde edilen veya edilecek tüm kar payı, oy ve yönetimde söz sahibi olma haklarından feragat edilmesi anlamına gelmektedir. Dolayısıyla burada ortak elinde bulundurduğu hisse senedi karşılığında

²⁵⁹ Bkz: ABD Dahili Vergi Kanunu, Bölüm 302.

herkese karşı ileri sürebileceği bir takım haklarını devretmektedir. Bu hisseler ileride şirket tarafından başkasına satılır ise hissesini satan ortak satış gerçekleştiği anda ileride kime transfer olacağı belli olmayan mevcut haklarından vazgeçmiş demektir. Hisseler başkasına satılmaz ve şirket tarafından iptal edilir ise bu durumda geri kalan ortakların şirket üzerindeki pay değerleri oransal olarak artış göstereceği için aslında örtülü olarak hisse senedini satan ortak mevcut oy ve yönetim haklarını diğer ortaklara transfer etmektedir.

4.2.4 ÜLKE ÖRNEKLERİ

4.2.4.1 Belçika

Şirketin hisse senetlerini geri almak sureti ile ortaklara ödeme yapması durumunda hisse senetlerinin satın alma değerini aşan kısım ortaklar açısından 'kar payı kazancı' olarak işlem görmektedir. Gerçek kişiler açısından bu kazanç için herhangi bir istisna uygulanmamaktadır. Tüzel kişi ortaklar açısından ise belirli şartların sağlanması durumunda elde edilen kar payı kazancının %95'i istisna edilebilmektedir. Bu istisnanın uygulanabilmesi için gerekli olan şartlar aşağıdaki gibidir:

- a) Kar payının ödendiği tarihte ana ortak kar payı ödeyen şirketin en az %10'unu elinde bulundurmalıdır. Elde bulundurulmuş sermaye oranı %10'un altında olsa bile eğer sahip olunan sermaye tutarı 2.5 Milyon Avro'nun üzerinde ise bu şartın sağlandığı kabul edilir.
- b) Kar payının ödendiği tarihte hisselerin elde bulundurulma süresi en az 1 yıl olmalıdır.

İstisna uygulamasının şartları yukarıdaki gibi olmakla birlikte finansman ve yatırım şirketleri tarafından ödenen kar payları, üçüncü bir ülkede doğmuş ve özellikli bir vergi istisnası uygulanmış kar payları bu istisnadan yararlanmaz. Özellikli vergi istisnasından anlaşılması gereken koşul o ülkede uygulanan kurumlar vergisi oranı veya vergi yükünün %15 oranının altında olmasıdır. Herhangi bir oran bilgisi bulunmayan ülkeler listesi de ayrıca açıklanmak sureti ile bu ülkelerden elde edilen kar paylarının dağıtım sırasında da yukarıda bahsi geçen %95'lik istisna uygulama dışı kalmaktadır.

Hisse senedi geri alımında şirket ortaklara dağıtılan ‘kar payı’ üzerinden %10 oranında stopaj sureti ile vergileme yapmaktadır. Bu stopaj Belçika’da mukim şirketin o kar payı kazancı üzerinden ödeyeceği nihai kurumlar vergisine mahsup edilebilmektedir.²⁶⁰

4.2.4.2 Bulgaristan

Bulgaristan’da hisse senedi geri alımı hissesini satan ortaklar açısından değer artış kazancı olarak değerlendirilmektedir. Değer artış kazancı %10 oranından vergilendirilmektedir. Eğer ki işlemden dolayı bir zarar oluşmuş ise bu zarar elde edilen diğer değer artış kazançlarından mahsup edilebilmektedir.²⁶¹

4.2.4.3 Avustralya

Hisse senetlerinin geri alımının vergilendirilmesi bakımından iki farklı tür geri alım işlemi bulunmaktadır. Bunlar borsadan yapılan geri alım ve borsa dışı ihale tipi geri alımlardır.²⁶² Borsadan yapılan geri alım işlemlerinde şirket tarafından ödenen bedeller ortaklar açısından sermaye ödemesi olarak kabul edilir ve elde edilen kazanç değer artış kazancı olarak işlem görür. Borsa dışı geri alımlarda ise şirket tarafından hisse geri alımı için ödenen bedeli iki farklı bölüme ayırmak mümkündür. Bu bölümler kar payı ve sermaye ödemesidir.²⁶³

Hisse senedi geri alımı için ortaklara ödenen bedelin kar payı ve sermaye olarak ayrılabilmesi için şirketin geri alım için ödediği bedelin ne kadarını dağıtılabılır kar tutarından yaptığı ve ne kadarının sermaye hesabını borçlandırarak yaptığı tespit edilmesi gerekmektedir. Geri alım işlemi için ödenecek toplam bedelin ne kadarının sermaye hesabından düşüleceğinin vergi idaresi tarafından kabul edilebilecek

²⁶⁰ IBFD, **European Taxation Database**, Country Analyses, Belgium

²⁶¹ IBFD, **European Taxation Database**, Country Analyses, Bulgaria

²⁶² Review of the Taxation Treatment of Off-Market Share Buybacks, A report to the Treasurer, The Board of Taxation, (2008).

http://www.taxboard.gov.au/content/reviews_and_consultations/off_market_share_buybacks/report/downloads/off_market_share_buyback_report.pdf (19 Mart 2012)

²⁶³ Keith Kendall, Adam Sten ve Keith Turpie, “Off-Market Tender Buybacks not Driven by Tax Benefits”, **The Finsia Journal of Applied Finance**, Sayı.3 (2008), s.12.

bir yöntem ile hesaplanması gerekmektedir.²⁶⁴ Ortaklara sermaye hesabını borçlandırılarak yapılan ödeme sermaye ödemesi, geri kalan tutar ise kar payı ödemesi olarak kabul edilir.

Örnek vermek gerekirse bir yatırımcı elindeki hisse senedini 6 TL'ye satın almış (başkaca bir satın alım maliyetinin olmadığını düşünelim) ve şirket 10 TL ödeyerek yatırımcının elindeki hisse senedini geri almış olsun. Eğer yapılan bu 10 TL'lik ödemenin 3 TL'si sermaye hesabının borçlandırılarak geri kalan 7 TL'sinin dağıtılabilir kar tutarından dağıtılarak yapılması durumunda yatırımcı 7 TL'lik kar payı geliri elde edecek ancak sermaye ödemesi olarak aldığı 3 TL ile hisse senedinin maliyeti olan 6 TL arasındaki 3 TL'lik fark kadar da zarar etmiş olacaktır. Yatırımcının kar payı üzerinden vergi ödemediği düşünülür ise yatırımcının elinde diğer gelir unsurlarından mahsup edebileceği 3 TL'lik zarar bulunmaktadır. Böylece yatırımcı hisse senedini 10 TL'ye satmış ancak vergi ödemek bir yana elinde başka gelir unsurlarına (ücret, kira,v) mahsup edebileceği bir zarar olanağına kavuşmuştur.

4.2.4.4 Almanya

Hisse senedi geri alımlarından doğan kazanç ortaklar açısından 'sermaye değer artış kazancı' olarak işlem görür. Dolayısıyla alım-satım işlemi arasındaki net kazanç vergiye tabi tutulur. Ancak geri alım işleminde uygulanan fiyat emsallere göre yüksek ise, bu durumda emsali aşan kısım 'örtülü temettü' olarak işlem görür ve kar payı kazancı olarak değerlendirilir. Bu kural şirketin hisse senedini tekrar geri satmak veya iptal etmek amacı ile yapıp yapılmadığına bakılmaksızın aynı şekilde uygulanmaktadır.²⁶⁵

4.2.4.5 Estonya

Hisse senetlerinin geri alınması sureti ile ortaklara ödenen tutarlar 'kar payı' kazancı olarak addedilmektedir. Bunun için ortaklara geri ödenen tutarların sermayenin

²⁶⁴ Review of the Taxation Treatment of Off-Market Share Buybacks, A report to the Treasurer, The Board of Taxation, 2008.

http://www.taxboard.gov.au/content/reviews_and_consultations/off_market_share_buybacks/report/downloads/off_market_share_buyback_report.pdf (19 Mart 2012)

²⁶⁵ IBFD, **European Taxation Database**, Country Analyses, Germany

nominal değerini aşması gerekmektedir. Benzer şekilde tasfiye sırasında ortaklara ödenen tutarların sermayeyi aşan kısmı ‘kar payı’ olarak değerlendirilmektedir.²⁶⁶

4.2.4.6 Finlandiya

Finlandiya mevzuatına göre şirket hisse senetlerinin bir kısmını birikmiş karlarından karşılamak sureti ile geri alabilmektedir. Ancak bu şekilde alınacak kısmın toplam hisse senedine oranı %10’u geçemez. Bu oranı aşacak şekilde geri alınan hisse senetlerinin 3 yıl içinde satılması veya iptal edilmesi gerekmektedir.

1 Ocak 2009 tarihinden itibaren başlayan vergilendirme dönemlerinde bir şirketin hisse senetlerinin satışından elde edilen kazançlar vergiye tabi değilken, hisse senetlerinin geri alınması için ödenen bedeller vergi matrahından indirilebilir gider olarak dikkate alınmamaktadır. Tasfiye durumunda elde edilen kazançlar ‘değer artış kazancı’ sayıldığı için hisse senedi geri alımından doğan kazançların da bu kapsamda değerlendirilmesi gerektiği düşünölmektedir.²⁶⁷

4.2.4.7 Fransa

Fransa mevzuatında sermayenin azaltılması, birikmiş karlardan karşılanmak sureti ile hisse senetlerinin geri alınması ve tasfiye bakiyesi ‘örtölü kar dağıtımı’ olarak işlem görmektedir. Bunun için ortaklara geri ödenen bedellerin hisse senetlerinin alımı için ödenen ilk maliyet bedellerini aşması gerekmektedir. Bir işlemin ‘örtölü kar dağıtımı’ olarak değerlendirilmesi durumunda ortaya çıkacak sonuçlar aşağıdaki gibidir:

- a) Eğer örtölü olarak dağıtıldığı kabul edilen ödeme vergi matrahından indirilebilir gider olarak dikkate alındı ise, bu tutarın tekrar vergi matrahına ilave edilmesi gerekmektedir,
- b) Ödeme yapılan kişiler nezdinde bu tutarların ‘kar payı’ olarak değerlendirilmesi gerekmektedir,

²⁶⁶ IBFD, **European Taxation Database**, Country Analyses, Estonia

²⁶⁷ IBFD, **European Taxation Database**, Country Analyses, Finland

c) Ödeme yapılan kişi dar mükellef ise (Fransa mukimi değilse) yapılan ödeme üzerinden ayrıca stopaj yapılması gerekmektedir,

d) Örtülü kar dağıtımı gerçekleştiren geç ödenen vergi için gecikme faizi ve vergi cezası uygulanmaktadır.²⁶⁸

4.2.4.8 Hollanda

Bir şirketin kendi hissesini alması işlemi vergi kanunları önünde kısmi tasfiye olarak değerlendirilmektedir. Dolayısıyla bu tasfiye bakiyesi olarak değerlendirilen tutar 'kar payı' kazancı olarak işlem görmektedir. Hollanda mevzuatında özsermayenin geri ödemesi dışında kalan her türlü ödeme 'kar payı' olarak işlem görmektedir. Vergi mevzuatı açısından özsermaye ise şirketler hukukuna göre ödenmesi gereken asgari sermaye, emisyon primi ve karşılığında herhangi bir hisse çıkartılmayan diğer sermaye ödemelerini ifade etmektedir. Dolayısıyla hisselerin geri alımı için ödenen tutarlar 'kar payı' olarak değerlendirilmektedir.

Genel kural tasfiye sırasında elde edilen değerler ile daha önce sermaye olarak eklenen tutarların ortalaması arasındaki fark vergiye tabi kazanç olarak işlem görmektedir. Kazancı elde eden ortağın gerçek kişi veya tüzel kişi olmasının herhangi bir önemi bulunmamaktadır. Gerçek kişi ortakların elde ettiği kar payı kazançları üzerinden stopaj sureti ile vergileme yapılmaktadır. Stopaj sureti ile ödenen vergi gerçek kişi ortağın nihai kişisel vergi yükünden düşülebilmektedir. Eğer elde edilen ödeme ile daha önce sermaye için ödenen tutar arasındaki fark negatif ise, bu durumda ortaya çıkan zarar diğer kazançlara mahsup edilebilir.

Tüzel kişi ortaklar açısından elde edilen ödemenin defterde kayıtlı hisse senetlerinin maliyet bedelini aşması durumunda aradaki fark 'kar payı' kazancı olarak değerlendirilmektedir. Tam tersi durumda ortaya çıkan zarar indirilebilir gider olarak dikkate alınmaktadır. Ödemeyi yapacak şirket tarafından yapılacak stopaj ödenen tutarın hisse senetlerinin maliyetini aşan kısmı üzerinden hesaplanmaktadır.

²⁶⁸ IBFD, **European Taxation Database**, Country Analyses France

Tüzel kişi ortaklar açısından daha ayrıntılı değineceğimiz ‘iştirak kazançları istisnası’ na gelmeden önce gerçek kişiler açısından elde edilen kar payı kazancının nasıl vergilendirildiği konusuna daha ayrıntılı girmek istiyoruz.

Gerçek kişi ortaklardan ortaklık oranı %5’in üzerinde olan ortakların elde ettikleri kar payı kazançları 25% oranı üzerinden vergilendirilmektedir. Şirketin yapmış olduğu kar payı stopajı hesaplanan bu 25%’lik vergiden mahsup edilebilmektedir. Diğer gerçek kişi ortakların elde ettikleri kar payı kazançları ise 30% oranı üzerinden vergilendirilmektedir.

Tüzel kişi ortaklar açısından ise bazı şartların sağlanması durumunda hem ‘kar payı kazancı’ hem de ‘değer artış kazancı’ vergiden istisna edilmektedir. Ayrıca bu kazançların sağlandığı esnada herhangi bir stopaj da yapılmamaktadır. Bu şartlardan ilki ‘sahiplik testi’dir. Bu koşula göre kazanç istisnası sahiplik oranının 5%’den fazla olduğu durumlarda uygulanabilmektedir. Bunun dışında sahip olunan şirketin ayrıca bir ticari amaç güdülerek iştirak edilmesi gerekmektedir. Diğer bir deyişle sadece portföy yatırımı olarak elde tutulmaması gerekmektedir. Bu koşulun sağlanmadığı durumlarda ‘kazanç istisnası’ yine başka bir koşulun sağlanması durumunda uygulanabilir hale gelmektedir. Bu koşul da ‘varlık testi’ olarak bilinmektedir. Buna göre sahip olunan iştirak 10%’un aşğısında vergi yüküne maruz ve aktiflerinin 50%’den fazlası herhangi bir ticari amaç taşımayan portföy yatırımlarına yatırılmış ise bu test sağlanmamış olur ve kazanç istisnası uygulanamaz hale gelmektedir. Sonuç olarak hisse senedi geri alımından sağlanan kazançlar ‘kar payı kazancı’ olarak değerlendirilip yukarıda sayılan istisna şartlarını sağlayan durumlarda bu kazanç vergiden istisna edilmektedir.²⁶⁹

4.2.4.9 İrlanda

İrlanda mevzuatına göre aşağıda sayılan şartların gerçekleşmesi durumunda hisse senedi geri alımından sağlanan kazançlar ‘değer artış kazancı’ olarak işlem görmektedir.

²⁶⁹ IBFD, **European Taxation Database**, Country Analyses, Netherlands

- a) Hisse senedi geri alım işleminin ticari bir maksadı olmalıdır. Diğer bir deyişle hisse senedi geri alımının amacının normal bir kar dağıtım işleminden doğması beklenen kar payı kazancı vergisinden kaçınmak olmamalıdır.
- b) Satış kazancı sağlayan kişinin İrlanda'da mukim olması gerekmektedir.
- c) Satış işleminden sonra satışı yapan kişinin o şirkette veya o şirket grubunun bütününde 30%'dan fazla payının bulunmaması gerekmektedir.
- d) Hisseler en az 5 yıl elde bulundurulmuş olması gerekmektedir.
- e) Hisse senedi satış işleminden sonra ilk duruma göre satışı yapan kişinin sahiplik oranının en az 25% daha azalmış olması gerekmektedir.

Hisse senedi geri alım işlemi şirket tarafından borç alınarak yapılmış ise bu durumda borçlanılan tutar için ödenen faiz vergi matrahından indirilebilir gider olarak dikkate alınabilmektedir.

4.2.4.10 İngiltere

İngiltere'de kar payının hem şirket bazında hem de bu kar payını elde eden gerçek kişi bazında iki kere vergilendirilmemesi için gerçek kişi ortaklar elde ettikleri kar payları üzerinden hesaplayacakları vergiden şirketin ödediği gelir vergisini düşme imkanına sahiptirler. Bunun anlamı gerçek kişiler sattıkları hisse senetleri için hesaplayacakları vergiden bu hisse geri alımına kaynak teşkil eden şirket karları üzerinden ödenen vergiyi mahsup edebilme imkanına sahip olduklarıdır. Ancak bu imkan hisse senetlerinin ihale yolu ile alımı sırasında bulunmakta olup açık piyasa alımlarında elindeki hisseleri satan ortaklar elde ettikleri gelirden daha önce şirket seviyesinde ödenen vergiyi mahsup etme imkanına sahip değildirler. O yüzden

İngiltere’de açık piyasa alımlarından ziyade ihale yolu ile alımları yüksek vergi matrahına sahip ortaklar tarafından tercih edilmektedir.²⁷⁰

Örnek vermek gerekirse bir şirket piyasada 10 TL olan hisse senetlerinden 10 adet geri almak istediği zaman ellerindeki hisseleri geri satmak isteyen ortaklara toplam 100 TL ödemesi gerekmektedir. Bu hisselerin ihraç bedeli 2 TL ise aradaki fark olan 8 TL şirket tarafından gerçek kişi ortaklara dağıtılan bir kar payı gibi dikkate alınır. İngiltere’de şirketin ödediği vergi oranının %25 olduğu varsayılır ise 8 TL üzerinden şirketin 2 TL vergi ödemesi gerekmektedir. Eğer ortak bu hisse senedini piyasadan 5 TL ödeyerek satın almış ise hisse senedinin ihraç bedeli olan 2 TL ile 5 TL arasında meydana gelen 3 TL ortaklar tarafından diğer gelirlerine mahsup edebileceği bir zarar oluşturmaktadır. Gerçek kişi ortağın marjinal vergi oranının %20 olduğu varsayılır ise 10 TL’lik geri alımdan dolayı hesaplayacağı 2 TL’lik vergiden şirket seviyesinde ödenen 2 TL mahsup edildikten sonra ortak vergi ödemeyeceği gibi diğer gelirlerine mahsup edebileceği 3 TL’lik kullanılabilir zarar da bulunmaktadır. Vergi oranı %20 olduğu için toplamda 0.6 TL’lik bir vergi kazancı bulunmaktadır. Dolayısıyla gerçek kişi ortak açısından 10 TL’lik geri alımın gerçek kazancı bu vergi etkisinden sonra 10.6 TL olarak hesaplanmaktadır. Eğer 10 TL şirket tarafından kar payı olarak dağıtılsa idi gerçek kişi ortak brüt 12.5 TL temettü geliri üzerinden (şirketin 10 TL’lik temettüye esas olan kazanç üzerinde önceden %25 vergi ödediği varsayıldığı zaman) %20 oranında vergi hesaplayacak ve hesaplanan bu 5 TL’lik vergiden şirketin daha önceden ödemiş olduğu 2.5 TL’yi mahsup ettikten sonra 2.5 TL daha vergi ödeyecektir. Dolayısıyla gerçek kişi ortak açısından 10 TL’lik temettünün vergi sonrası değeri 7.5 TL’dir. Görüldüğü üzere 10 TL’nin hisse senedi geri alımı yolu ile ortaklara dağıtılması temettü yolu ile dağıtılmasına göre ortaklar açısından daha avantajlı bir hal almaktadır.

4.2.4.11 İspanya

İspanya’da şirketler çeşitli şartların sağlanması koşulu ile hisse senetlerini geri alabilmektedirler. Bunlar arasında bu kararın genel kurul tarafından onaylanması, geri alınan hisse senetleri için ödenecek bedel için yedek oluşturma zorunluluğu ve 10%’u

²⁷⁰ Rau ve Vermealen, s.255.

aşacak tutarda geri alınan hisselerin şirket tarafından hemen elden çıkarılma zorunluluğu yer almaktadır.

Bu şartlar sağlanarak yapılan hisse senedi geri alım işlemlerinde ortaklar açısından elde edilen kazanç ‘değer artış kazancı’ olarak işlem görmektedir.²⁷¹

4.2.4.12 İsveç

İsveç’te şirketler kendi hisselerini geri alamazlar. Bunun tek istisnası hisseleri borsada işlem gören şirketlerin tüm ortaklara çağrıda bulunarak ellerindeki hisseleri geri alabilmeleridir. Bu durumda ortaklara hisse geri alımı yolu ile dağıtılan kazançlar vergi uygulaması açısından ‘kar payı’ olarak işlem görmektedir.²⁷²

4.2.4.13 İsviçre , İtalya, Malta, Portekiz, Sırbistan ve Macaristan

Bu ülkelerde de hisse senedi geri alımından doğan kazançlar ‘değer artış kazancı’ olarak işlem görmektedir.²⁷³

4.2.4.14 ABD

Hisse senedi geri alımları ABD Dahili Vergi Kanunu Bölüm 302’de düzenlenmiştir. Bu bölüm kapsamında değerlendirilen hisse senedi geri alımları sermaye değer artış kazancı olarak sadece hisse senedi maliyetinin üzerinde kalan kazanç kısmı üzerinden vergiye tabi tutulur. Hisseyi satan ortağa tahakkuk edecek vergi ortağın hisse senedini hangi fiyattan satın aldığı ile marjinal vergi oranına göre değişkenlik gösterecektir. Ancak Bölüm 302’ye göre vergiye tabi tutulması için hisse senedi geri alımının iki farklı testi başarı ile geçmesi gerekmektedir. Bu testi başarı ile geçemeyen hisse senedi geri alımları hukuken geri alım olarak değerlendirilse de vergi uygulaması açısından temettü ile aynı şekilde vergilendirilmektedirler.

²⁷¹ IBFD, **European Taxation Database**, Country Analyses, Spain

²⁷² IBFD, **European Taxation Database**, Country Analyses, Sweden

²⁷³ IBFD, **European Taxation Database**, Country Analyses, Switzerland, Italy, Malta, Portugal, Croatia, Hungary

Hisse senedi geri alınımının önemli ölçüde orantısız olması testi

Bu teste göre hisse senedi geri alınımından sonra hisse senedini satan ortağın şirketteki pay sahipliği oranı hisse senedini satmadan önceki pay sahipliği oranının en fazla %80'i kadar olmalıdır. Diğer bir deyişle hisse senedini satmadan önce şirketteki pay sahipliği oranı %10 olan bir ortağın hisse senedini sattıktan sonra pay sahipliği oranı en fazla %8 olmalıdır. Ayrıca hisse senedini satan ortağın satıştan sonra şirketteki toplam oy kullanma oranı %50'in altında olmalıdır.²⁷⁴

Bu noktada hisse senedini sattıktan sonra şirkette sahip olunan pay sahipliği oranı hesap edilirken 'ilişkili kişiler' vasıtası ile sahip olunan hisseler de hesaplama dahil edilmektedir. Örnek vermek gerekirse bir kişi ailesi, vakıf veya herhangi bir şekilde dolaylı olarak bir şirkette pay sahipliğine sahip ise kendi hisselerini sattıktan sonra da doğrudan ve dolaylı olarak sahip olduğu pay sahipliği oranının ilk pay sahipliği oranının %80'inden az olması gerekmektedir. Aksi takdirde kişinin pay sahipliği oranında anlamlı bir azalma meydana gelmiş olmamaktadır.²⁷⁵

İşlemin özü itibari ile temettü ile eşdeğer olmaması

Bu ifade geniş bir şekilde yorumlanabilecek bir ifade olup her işlemin kendi açısından değerlendirilmesi gerektiğine işaret etmektedir. Şirketler yukarıda bahsi geçen 'orantısızlık testini' başarı ile geçseler dahi işlemin özü itibari ile temettüye eş değer olmasına neden olacak başka bir işlem yapmaları durumunda hisse senedi geri alımları yine temettü gibi vergilendirilmeye tabi tutulacaktır. Örnek vermek gerekirse düzenli bir şekilde hisse senedi geri alan şirketlerin özü itibari ile temettü ödediği ileri sürülüp hisse senedi geri alınımının temettü vergilemesine göre sahip olduğu vergi avantajları yüzünden tercih edildiği ve bu şekilde kanunen tanına bir hakkın vergiden kaçınma amacı ile kullanıldığı ileri sürülebilecektir.

²⁷⁴ Luttman, s.33.

²⁷⁵ ABD Dahili Vergi Kanunu, Bölüm 318.

4.3 HUKUKİ AÇIDAN ÖNERİLER

TTK'da hisse senedi geri alımının hukuki niteliğinin ne olduğu tam olarak belirlenmemiş durumdadır.²⁷⁶ Hisse senedi geri alımı bir yönü ile ortaklara şirketin malvarlığının bir kısmının dağıtılması anlamına gelmekte, diğer bir yönü ile şirketin malvarlığına yeni bir değer katılmaktadır. Bu düzenlemenin hukuki niteliğinin tam olarak ortaya koyulmaması veya ortaya konan niteliğin tartışmalı olması hisse senedi geri alımının hangi yönüne göre vergilendirileceği konusunda da ileriye doğru bir takım tartışmalara neden olabilecektir. Bu yüzden hisse senedi geri alımlarının hukuki niteliğinin tam olarak ortaya koyulması gerekmekte olup, vergileme açısından da bu işlemlerin bir çeşit 'kar payı dağıtımı' mı yoksa bir çeşit 'sermayenin iadesi' mi olup olmadığının belirlenmesine öncülük etmesi beklenmelidir.

Anonim ortaklığın kendi hisse senedini bedelli şekilde edinmesi işlemi, her ne kadar dış görünüş itibariyle pay sahibi ile ortaklık arasındaki bir tür edimler değiş tokuşuysa da, aslında ortaklık, bu işlem gereğince malvarlığına, o ana kadar kendisinde bulunmayan bir değeri katmaz. Payın ortaklık tarafından edinilmesi, özellikle ortaklık alacaklıları ve payını ortaklığa satmayan pay sahipleri ilişkisini devam ettiren ortaklar yönünden değerlendirildiğinde, söz konusu işlem ardından ortaklığın malvarlığında herhangi bir artışın meydana gelmediği, tam tersine, edinim karşılığı yapılan ödeme oranında ortaklık malvarlığının azaldığı görülür. Dolayısıyla payın ivazlı şekilde edinimiyle yapılan, pek çok bakımdan kar dağıtımına benzeştirilebilecek bir malvarlığı aktarım yöntemi olduğudur.²⁷⁷

TTK'da yer aldığı üzere hisse senedi geri alımı için yapılacak ödemelerin bir sınırı bulunmakta ve hatta yapılan ödeme kadar şirketin bilançosunun özkaynak hesaplarında bir yedek oluşturulması beklenmektedir. Bu durumda elindeki hisse senetlerini satmayan ortaklara dağıtılabilecek kar payı tutarında bir azalış meydana gelecektir. Bu durum da yapılan işlemin bir nevi kar dağıtımı olduğuna işaret eder niteliktedir.

²⁷⁶ Aydın, s.316.

²⁷⁷ Aydın, s.330.

TTK'da şirketlerin hisse senetlerini geri aldıktan sonra tekrar satmaları durumunda ortaya çıkan olumlu veya olumsuz farkın nasıl değerlendirileceği belirlenmemiş durumdadır. Özü itibari ile bu işlemlerden elde edilen olumlu veya olumsuz farkların da kural olarak bir nevi kanuni yedek olarak dikkate alınması gerekir. Bunun nedeni TTK'de hisse senetlerinin iptal edilmesinden doğan karların kanuni yedek olarak ayrıca sayılmasıdır. Nasıl ki hisse senetlerinin iptal edilmesi ve yeni ortağa satılmasından doğan karlar bir çeşit kanuni yedek olarak sayılıyorsa, hisse senetlerinin geri alınıp yeni ortaklara satılmasından doğan karların da aynı mantık çerçevesi içinde kanuni yedek olarak dikkate alınması gerekmektedir.

TTK'nın 520.maddesinde geri satın alınan hisseler kadar yedek akçe ayrılacağı belirtilmekle beraber bu hisselerin kar veya zarar oluşturacak şekilde tekrar satışı durumunda daha önce ayrılan bu yedek akçe çözülecek ve ortaya yeni durumu yansıtan karlı veya zararlı bir durum çıkacaktır. İşte bu yeni durumu yansıtacak karlı veya zararlı işlemlerin de kanuni yedek akçe olarak dikkate alınması uygun olacaktır. Üstelik böyle bir düşünce mevcut muhasebe düzenlemeleri ile de uyum sağlar niteliktedir. Mevcut muhasebe düzenlemeleri kapsamında şirketlerin kendi hisselerini geri alıp satmalarından doğan kar veya zararların gelir tablosuna yansıtılmayacağı açıkça belirlenmiş durumdadır.

4.4 MUHASEBELEŞTİRME AÇISINDAN ÖNERİLER

4.4.1 Kullanılacak Hesaplar

Hisse senedi geri alım işlemlerinin ne şekilde muhasebeleştirileceği TMS 32 numaralı standartta açıklanmış durumdadır. Bu standart kapsamında işletmenin geri satın alınan hisseleri özkaynak hesaplarından düşülecektir.

Bilindiği üzere Türkiye'de faaliyet gösteren ve bilanço esasına göre defter tutmakla yükümlü gerçek ve tüzel kişiler 26.12.1992 tarih ve 21447 (Mükerrer) sayılı Resmi Gazete'de yayımlanarak yürürlüğe giren "1 Seri Numaralı Muhasebe Sistemi Uygulama Genel Tebliğ" ile belirlenen muhasebe usul ve esaslarına uymak zorundadırlar. Bu tebliğ ile belirlenen muhasebe usul ve esasları içinde tekdüzen hesap çerçevesi, hesap planı ve açıklamaları da yer almaktadır. Dolayısıyla bilanço esasına

göre defter tutmakla yükümlü gerçek ve tüzel kişiler bu tebliğ ekinde yer alan hesap planını kullanmak zorundadırlar.

Bu hesap planı içinde ‘Özkaynaklar’ hesap sınıfı kendi içerisinde çeşitli bölümlere ayrılmıştır. Özkaynaklar hesap sınıfı “5” ile başlayan hesaplardan oluşmaktadır. Bu bölümler arasında ödenmiş sermaye, sermaye yedekleri, kar yedekleri, geçmiş yıllar karları ve zararları ve dönemin net kar veya zararı yer almaktadır.

Özkaynaklar hesap sınıfı içerisinde ilk bölüm “50” numara ile başlayan dört farklı hesaptan oluşmaktadır. Bunlardan ilki ‘500.Sermaye’ hesabıdır. Bu hesaba işletmeye tahsis edilen veya işletmelerin ana sözleşmelerinde yer alan ve Ticaret Siciline tescil edilmiş bulunan sermaye tutarı kaydedilmektedir. Kayıtlı sermaye sistemine alınan ortaklıklarda çıkarılmış sermaye bu hesapta gösterilir. Kayıtlı sermaye tavanı ayrıca dipnotlarda belirtilir.²⁷⁸ Hesabın açıklamasından anlaşıldığı üzere bu hesaba esas sermaye sistemine dahil ortaklıklarda Ticaret Sicili’ne tescil edilen ödenmiş sermaye ile kayıtlı sermaye sistemine dahil ortaklıklarda çıkarılmış sermaye tutarı kaydedilmektedir. Hatırlanacağı üzere hisse senedi geri alım işlemi ne tescil edilen sermayeyi ne de çıkarılmış sermayeyi etkilemektedir. Geri alınan hisse senetleri sadece dolaşımda (veya ortakların ellerinde bulunan hisse senetleri adetlerini) bulunan payları etkilemekte olup, bu işlemden sonra ayrıca sermaye azaltımı işlemi yapılmadığı sürece ödenmiş sermayeye herhangi bir etkisi bulunmamaktadır. Dolayısıyla geri alınan hisse senetleri için ‘500 Sermaye’ hesabının kullanılmasının uygun olmayacağı kanaatindeyiz.

Ödenmiş Sermaye hesap grubu içerisinde yer alan ikinci hesap ‘501. Ödenmemiş Sermaye’ hesabıdır. Bu hesaba işletmeye tahsis edilen veya ortaklarca yüklenilen sermayenin henüz ödenmemiş kısmı kaydedilmektedir.²⁷⁹ İşletme tarafından geri satın alınan hisseler zaten daha önceden ödenmiş olacağı için yapılan işlemin bu hesap ile de herhangi bir ilişkisi bulunmamaktadır.

²⁷⁸ 1 Sıra Numaralı Muhasebe Sistemi Uygulama Genel Tebliğ, 26.12.1992 tarih ve 21447 Mükerrer Sayılı Resmi Gazete

²⁷⁹ 1 Sıra Numaralı Muhasebe Sistemi Uygulama Genel Tebliğ, 26.12.1992 tarih ve 21447 Mükerrer Sayılı Resmi Gazete

05 Mayıs 2004 tarih ve 25453 sıra numaralı Resmi Gazete’de yayımlanarak yürürlüğe giren 12 Sıra Numaralı Muhasebe Sistemi Uygulama Genel Tebliği ile ’50. Ödenmiş Sermaye’ hesap grubuna enflasyon düzeltmesinin yarattığı farkları izlemek üzere iki farklı hesap daha eklenmiştir. Bunlar sırası ile ‘502. Sermaye Düzeltmesi Olumlu Farkları’ ile ‘503. Sermaye Düzeltmesi Olumsuz Farkları’dır. Bu hesaplar ödenmiş sermaye tutarının enflasyona göre düzeltilmesi sonucu olumlu/olumsuz farkların izlenmesi amacı ile kullanılmaktadır. Enflasyon düzeltmesi bir nevi ödenmiş sermaye tutarının parasal değerini enflasyona göre düzelterek bugün itibari ile gösterme amacını taşıdığı için ’50.Ödenmiş Sermaye’ hesap grubu içerisinde konumlandırılmış hesaplar vasıtası ile izlenmektedir. Hisse senedi geri alım işlemlerinin enflasyon düzeltmesi ile herhangi bir ilişkisi bulunmadığı için bu hesaplar da geri satın alınan hisseleri takip etmek amacı ile kullanılamaz durumdadır. Daha önce de belirtildiği üzere geri satın alınan hisseler şirketlerin tescil edilmiş ve ödenmiş sermaye tutarını etkilememekte, sadece bunları ellerinde tutan kişilerin yer değiştirmesinden (ortaklar ile ortak olunan şirketin yer değiştirmesi gibi) kaynaklanan bir işlem olmaktan ibarettir. Dolayısıyla hisse senedi geri alım işlemlerinin ’50. Ödenmiş Sermaye’ hesap grubu dışında başka bir hesap grubu içerisinde yer almasının daha uygun olacağı düşünülmektedir.

Tek düzen hesap planında ’50.Ödenmiş Sermaye’ hesap grubundan sonra ’52. Sermaye Yedekleri’ hesap grubu yer almaktadır. Bu hesap grubunda hisse senedi ihraç primleri, iptal edilen ortaklık payları ve yeniden değerlendirme değer artışları gibi sermaye hareketleri dolayısıyla ortaya çıkan ve işletmede bırakılan tutarlar izlenmektedir.²⁸⁰ Bu açıklamadan hareketle hisse senedi geri alım işlemi bir nevi sermaye hareketleri dolayısıyla ortaya çıkan bir işlem olduğu için geri satın alınan hisselerin bu hesap grubunda bir hesapta takip edilmesinin uygun olacağı düşünülmektedir. Bu hesap grubunda ‘520.Hisse Senedi İhraç Primleri’, ‘521. Hisse Senedi İptal Karları’, ‘522. Maddi Duran Varlık Yeniden Değerleme Artışları’, ‘523. İştirakler Yeniden Değerleme Artışları’ ve ‘529.Diğer Sermaye Yedekleri’ hesapları tanımlanmış durumdadır. Bu hesaplar arasında ‘529. Diğer Sermaye Yedekleri’ hesabı geri satın alınan hisselerin

²⁸⁰ 1 Sıra Numaralı Muhasebe Sistemi Uygulama Genel Tebliğ, 26.12.1992 tarih ve 21447 Mükerrer Sayılı Resmi Gazete

izlenmesi için uygun bir hesap olarak görülmektedir. Nitekim bundan önce sayılan hesapların her biri kendisine özgü tanımlanan bir işlem ile eşleştirilmiş olup bu işlemler arasında hisse senetlerinin geri alınması yer almamaktadır.

4.4.2 Muhasebeleştirme yöntemi

Bundan önceki bölümlerde görüldüğü üzere geri satın alınan hisse senetlerini muhasebeleştirmek için iki farklı yöntem açıklanmıştır. Bunlar sırası ile ‘maliyet yöntemi’ ve ‘itibari değer yöntemi’dir. Örnekler ile açıklanan bu yöntemlerden maliyet yönteminin daha basit ve dolayısıyla daha geniş bir uygulama alanı bulduğunu söylemiştik. Dolayısıyla ülkemizdeki uygulamalarda da geri satın alınan hisselerin hangi maliyet bedeli ile alındığına göre ‘529. Diğer Sermaye Yedekleri’ hesabına maliyet bedeli üzerinden kaydedilmesinin basitlik anlamında tercih edilmesi gerektiği görüşündeyiz. Geri satın alınan hisselerin muhasebeleştirilmesinde maliyet yönteminin kullanılması aynı zamanda muhasebenin temel kavramları arasında yer alan ‘Maliyet Esası’ kavramına da uygun düşmektedir.

4.4.3 Tekrar satış işleminde kullanılacak hesaplar

Yukarıdaki bölümde açıklandığı üzere geri satın alınan hisseler maliyet bedeli üzerinden ‘529. Diğer Sermaye Yedekleri’ hesabına kaydedilecektir. Bu hisselerin tekrar belirli bir süre sonra elden çıkarılması durumunda ilk geri alım işleminden farklı bir fiyat üzerinden işlem görmesi muhtemel olduğu için bu durumda kullanılacak hesapların da ayrıca incelenmesi ve belirlenmesi gerekmektedir. Belirtmek gerekir ki geri satın alınan hisseler tekrar satıldıkları zaman ilk maliyet bedelinden daha yüksek ve düşük fiyata işlem görebilecektir. Bu durumda oluşacak olumlu veya olumsuz farkın gelir tablosu ile ilişkilendirilmemesi gerektiği daha önceki bölümlerde açıklanmıştır.

1 Seri Numaralı Muhasebe Sistemi Uygulama Genel Tebliği’nin ‘Özkaynaklar’ bölümü altında ‘52. Sermaye Yedekleri’ hesap grubu altında ‘521.Hisse Senedi İptal Karları’ hesabı yer almaktadır. Bu hesap iptal edilen hisse senetlerinin bedellerine mahsuben yapılan ödemelerin, bunların yerine çıkarılan hisse senetlerinden elde edilen

hasılat noksanı kapatıldıktan sonra artan kısmın izlendiği hesaptır.²⁸¹ Örnek vermek gerekirse ortaklığa karşı sermaye taahhüdünde bulunmuş ancak süresi içerisinde bu taahhüdünü yerine getirmeyen ortağa ait paylar başka bir ortağa satılır ise bu durumda ortaya çıkan olumlu fark bu hesapta izlenir. Bu olumlu fark şirket açısından bir kanuni yedek niteliğinde olup bu TTK'nın 466.maddesinin 2.fikrasında belirlenmiş durumdadır. Her ne kadar geri alınan hisse senetlerinin tekrar satışından elde edilen hasılat TTK'da düzenlenmemiş olsa bile aslında hisse senedi iptal kararlarına özü itibari ile benzemektedir. Bunun nedeni her iki durumda da hisse senetleri eskisinden farklı bir ortağa satılmakta ve ortaya çıkan olumlu farkın gelir tablosu ile ilişkilendirilmeyeceği belirtilmektedir. Bu yüzden geri satın alınan hisse senetlerinin satışından elde edilen karların '52. Sermaye Yedekleri' hesap grubu altında açılacak yeni bir hesapta izlenmesi uygun olacaktır. Bunun için halihazırda kullanılmayan '524' hesabı 'Geri satın alınan hisse senetlerinin satışından karlar' açıklaması ile kullanılabilir.

Daha önceki bölümlerde açıklandığı üzere maliyet yöntemine göre muhasebeleştirilen işlemlerde elde edilen karlar öncelikle bir yedek hesabına kaydedilmekte, yeniden satış işlemi sonucunda ortaya zarar çıkması durumunda bu zarar öncelikle daha önceki işlemlerde ortaya çıkan olumlu farktan mahsup edilerek eritilmektedir. Olumlu farkın tamamen eritilmesi durumunda ortaya çıkan zarar 'birikmiş zarar' hesabında takip edilebilecektir. Bunun için '58. Geçmiş Yıllar Zararları' hesap grubu altına bir hesap açılarak ilgili tutarlar izlenebilir.

4.4.4 Yedeklerin muhasebeleştirilmesi

TTK'nın 520.maddesinde şirketlerin geri satın aldıkları hisse senetleri için geri alım tutarını karşılayacak tutarda yedek akçe ayıracakları hüküm altına alınmıştır. Diğer bir deyişle şirketler geri satın aldıkları hisse senetleri için ödedikleri tutar kadar özkaynaklar altında bir yedek akçe oluşturacaklardır. Bu yedek akçe TTK'da kanuni yedek akçe olarak sayılmıştır. Daha önce de belirtildiği üzere şirketler geri alacakları hisse senetleri için kanunen bağlı malvarlıklarını kullanamayacaklardır. Bunun yerine

²⁸¹ 1 Sıra Numaralı Muhasebe Sistemi Uygulama Genel Tebliğ, 26.12.1992 tarih ve 21447 Mükerrer Sayılı Resmi Gazete

geçmiş yıllardan dağıtım tabii tutulmamış ve şirkette bırakılmış değerler geri alım işlemi için kullanılabilirlerdir.

Ayrılacak yedek akçelerin kaynağının geçmiş yıllardan elde edilen karlar olması nedeni ile bu yedek akçenin tek düzen hesap planı çerçevesinde '54.Kar Yedekleri' hesap grubu altında yer alan bir hesapta takip edilmesinin uygun olacağı düşünülmektedir. TTK'da bu yedek akçe kanuni yedek akçe olduğu için '540. Yasal Yedekler' hesabının bu tip yedek akçelerin izlenmesi için uygun olduğu düşünülmektedir.²⁸²

4.4.5 Program bazında muhasebeleştirilme

Şirketler çeşitli zamanlarda farklı geri alım programı uygulayabilirler. Bu durumda yapılacak geri alım işlemlerinin geri alım programı bazında izlenmesi daha faydalı olacaktır. Bu durumda farklı programlar çerçevesinde geri alınan, tekrar satılan ve yaratılan yedeklerin toplamı ayrı ayrı izlenme olanağına kavuşabilecektir.

4.4.6 Örnek çalışmalar

Buraya kadar anlatılanlar ve önerilen tek düzen hesap planı çerçevesindeki hesaplar kullanılarak örnek olayların analizine aşağıda yer verilmiştir.

Örnek olay 1: ABC İşletmesi 01.01.2010 tarihinde nominal bedeli 1-TL olan toplam 1.000.000 adet hisse senetleri 5 ortak tarafından tamamen taahhüt edilerek ve peşinen ödenerek kurulmuştur. ABC işletmesinin Genel Kurulu 30.06.2010 tarihinde Yönetim Kurulu'na 18 aylık süre boyunca toplam 100.000 adet hisse senedini geri alma yönünde yetki vermiştir. 31.12.2010 tarihi itibari ile biten hesap döneminde ABC işletmesi 1.000.000 - TL vergi sonrası net kar elde etmiş ve ortaklar karın işletmede bırakılmasına karar vermiştir. ABC işletmesi 30.06.2011 tarihinde ortaklardan bir tanesinden 10.000 adet hisseyi 150.000 – TL ödeyerek geri almıştır. 31.12.2011 tarihinde bu hisseler yeni bir ortağa 200.000 – TL'ye satılmıştır. Yapılması gereken muhasebe kayıtları ve kullanılması gereken hesaplar aşağıdaki gibi olacaktır

²⁸² 1 Sıra Numaralı Muhasebe Sistemi Uygulama Genel Tebliğ uyarınca '540.Yasal Yedekler' kanun hükümleri uyarınca ayrılmış bulunan yedeklerin izlendiği hesap olarak tanımlanmıştır.

Hesap Kodu	Hesap İsmi	Borç	Alacak
529.01	Diğer Sermaye Yedekleri	150.000	
102.01	Vadeli Mevduat Hesabı		150.000
<i>“30.06.2011: Hisse senedi geri alımı – 10.000 adet hisse senedinin 150.000-TL’den geri alımı ”</i>			
		//	
570.01	2010 Yılı Karı	150.000	
540.01	Yasal Yedekler		150.000
<i>“30.06.2011: Hisse senedi geri alımı – TTK 520.madde uyarınca geri alınan hisse senetleri için yasal yedek oluşturulması ”</i>			
		//	
102.01	Vadeli Mevduat Hesabı	200.000	
529.01	Diğer Sermaye Yedekleri		150.000
524.01	Geri satılan hisse senedinden karlar		50.000
<i>“31.12.2011: Hisse senedi geri satışı – 30.06.2010 tarihinde alınan 10.000 adet hisselerin 200.000-TL’den geri satılması ”</i>			
		//	
540.01	Yasal Yedekler	150.000	
570.01	2010 Yılı Karı		150.000
<i>“31.12.2011: Hisse senedi geri satışı – TTK 520.madde uyarınca geri alınan hisse senetleri için yasal yedeğin çözülmesi ”</i>			
		//	

Örnek olay 2: ABC İşletmesi'nin verileri örnek olay 1'deki gibi korunmuş sadece 31.12.2011 tarihinde geri satın alınan hisseler yeni bir ortağa 100.000 – TL'ye satılmıştır. Buna göre yapılması gereken muhasebe kayıtları ve kullanılması gereken hesaplar aşağıdaki gibi olacaktır.

Hesap Kodu	Hesap İsmi	Borç	Alacak
529.01	Diğer Sermaye Yedekleri	150.000	
102.01	Vadeli Mevduat Hesabı		150.000

“30.06.2011: Hisse senedi geri alımı – 10.000 adet hisse senedinin 150.000-TL’den geri alımı ”

//

570.01	2010 Yılı Karı	150.000	
540.01	Yasal Yedekler		150.000

“30.06.2011: Hisse senedi geri alımı – TTK 520.madde uyarınca geri alınan hisse senetleri için yasal yedek oluşturulması ”

//

102.01	Vadeli Mevduat Hesabı	100.000	
580.01	Geçmiş yıllar zararları	50.000	
529.01	Diğer Sermaye Yedekleri		150.000

“31.12.2011: Hisse senedi geri satışı – 30.06.2010 tarihinde alınan 10.000 adet hisselerin 100.000-TL’den geri satılması ”

//

540.01	Yasal Yedekler	150.000	
570.01	2010 Yılı Karı		150.000

“31.12.2011: Hisse senedi geri satışı – TTK 520.madde uyarınca geri alınan hisse senetleri için yasal yedeğin çözülmesi ”

//

Örnek olay 2’de görüleceği üzere hisse senedi geri alım işleminden kaynaklanan zararlar gelir tablosu hesabı yerine geçmiş yıllar zararlarına kaydedilmiştir. Bu olayın tek farkı şirket geri satın aldığı hisseleri daha düşük bir fiyata yeni bir ortağa satmıştır.

Örnek olay 3: ABC İşletmesi’nin verileri örnek olay 1’deki gibi korunmuş sadece 30.09.2011 tarihinde geri satın alınan hisselerden 5.000 adedi yeni bir ortağa 100.000 – TL’ye satılmıştır. 31.12.2011 tarihinde ise geri satın alınan hisselerden kalan 5.000 adedi ise başka bir yeni bir ortağa 40.000 – TL’ye satılmıştır. Buna göre

yapılması gereken muhasebe kayıtları ve kullanılması gereken hesaplar aşağıdaki gibi olacaktır.

Hesap Kodu	Hesap İsmi	Borç	Alacak
529.01	Diğer Sermaye Yedekleri	150.000	
102.01	Vadeli Mevduat Hesabı		150.000
<i>“30.06.2011: Hisse senedi geri alımı – 10.000 adet hisse senedinin 150.000-TL’den geri alımı ”</i>			
//			
570.01	2010 Yılı Karı	150.000	
540.01	Yasal Yedekler		150.000
<i>“30.06.2011: Hisse senedi geri alımı – TTK 520.madde uyarınca geri alınan hisse senetleri için yasal yedek oluşturulması ”</i>			
//			
102.01	Vadeli Mevduat Hesabı	100.000	
529.01	Diğer Sermaye Yedekleri		75.000
524.01	Geri satılan hisse senedinden karlar		25.000
<i>“30.09.2011: Hisse senedi geri satışı – 30.06.2010 tarihinde alınan 5.000 adet hisselerin 100.000-TL’den geri satılması ”</i>			
//			
540.01	Yasal Yedekler	75.000	
570.01	2010 Yılı Karı		75.000
<i>“30.09.2011: Hisse senedi geri satışı – TTK 520.madde uyarınca geri alınan hisse senetleri için yasal yedeğin çözülmesi ”</i>			
//			
102.01	Vadeli Mevduat Hesabı	40.000	
524.01	Geri satılan hisse senedinden karlar		25.000
580.01	Geçmiş yıllar zararları		10.000
529.01	Diğer Sermaye Yedekleri		75.000

“31.12.2011: Hisse senedi geri satışı – 30.06.2010 tarihinde alınan 5.000 adet hissenin 40.000-TL’den geri satılması ”

//

540.01	Yasal Yedekler	75.000
570.01	2010 Yılı Karı	75.000

“31.12.2011: Hisse senedi geri satışı – TTK 520.madde uyarınca geri alınan hisse senetleri için yasal yedeğin çözülmesi ”

//

Bu örnek olayın diğerlerinden farkı geri satın alınan hisse senetlerinin farklı tarihlerde farklı fiyatlardan satılmış olmasıdır. Görüleceği üzere toplamda 150.000 TL ödenerek geri alınan 10.000 adet hisse senedinin ilk 5.000 adedinin satışında elde edilen 100.000 TL’nin, 25.000 TL’si kayıtlara ‘yasal yedek’ olarak kaydedilmiştir. Daha sonra elde kalan 5.000 adedin toplam 40.000 TL üzerinden satılmasında ilk alım maliyetine göre 35.000 TL zarar edilmiştir. Bu zararın toplam 25.000 TL’si daha önce kayıtlara alınan 25.000 TL’lik yasal yedeklerden mahsup edilmiş, kalan 10.000 TL ise geçmiş yıl zararlarına kaydedilmiştir. 10.000 TL’lik zarar, 150.000 TL ödenerek geri alınan 10.000 adet hisse senedinin toplamda 140.000 TL’ye satılması sonucu oluşmuştur.

4.5 VERGİLEME AÇISINDAN ÖNERİLER

Hisse senedi geri alım işlemleri vergileme açısından bir nevi kar payı dağıtımı veya değer artış kazancı olarak dikkate alınabilir. Uygulamada da bazı ülkelerde bu işlemlerin kar payı dağıtımı bazılarında ise değer artış kazancı olarak düzenlendiği görülmektedir. Hatta bazı ülkelerde bir takım şartların gerçekleşmesi durumunda hisse senedi geri alım işlemi değer artış kazancı olarak işlem görürken bu şartların gerçekleşmediği durumlarda kar payı dağıtımı olarak işlem görmektedir.

Hisse senedi geri satın alımlarında hissesini satan ortak artık elindeki varlıktan ayrılmakta ve hisse senedine bağlı olarak doğan maddi (kar payı, tasfiye payı) ve yönetsel hakları (oy kullanma) devretmektedir. Devredilen bu haklar şirketin kendisi tarafından kullanılmayacağına göre hisse senedini satmayan ortakların şirketteki pay sahipliği oranı artacağı için örtülü olarak bu ortaklara bir devir gerçekleştiği ileri

sürülebilir. Şirkete devredilen bu hisseler ileride başka ortaklara satıldığı zaman da bu haklar yeni ortaklara geçeceği için yine ortada bir mal veya hakkın devrinden bahsedilebilmektedir. Dolayısıyla işlemin özüne bakıldığı zaman ortada GVK'nın mükerrer 80.maddesinde tanımlanan 'değer artış kazancı'nın tarifine uygun düşen bir işlemde bahsedildiği ortaya çıkmaktadır.

Hisse senedi geri alım işlemlerinin nedenlerinden bir tanesi de şirketlerin kendilerini olası bir satın alma tehlikesine karşı korumalarıdır. Bunun için şirkette kalmak istemeyen ortakların elenmesi gerekmektedir. İşte bu elemeyi daha etkin bir şekilde gerçekleştirmek için ortakların bu işlem sonucunda ödeyecekleri vergi yüklerinin de ayrıştırılması gerekmektedir. Örnek olarak hisse senedini görel olarak daha yüksek fiyattan alan ortaklar daha az vergi yüküne tabi olacakları için ellerindeki hisseleri satmak isteyebileceklerdir. Ayrıca vergiyi şimdi ödemek istemeyen ortaklar da ellerindeki hisseleri satmak yerine tutmak isteyeceklerdir. Sonuç olarak değer artış kazancı modeli ortakların hisse senetlerini geri satışlarında farklı davranış modelleri içerisine girmelerine neden olabileceği için ortakların elenmesi açısından daha etkin bir sonuca yol açabilecektir.

Hisse senedini geri satan alan kurum daha önce de bahsedildiği üzere geri satın alma için ödediği bedelleri satın alma maliyeti üzerinden özkaynak hesap grubunda bir indirim olarak gösterecektir. Dolayısıyla bu aşamada hisse senedini geri satın alan kurum açısından herhangi bir vergisel sonuç doğmamaktadır. Kurum bu hisse senetlerini tekrar başka ortaklara sattığı zaman ilk maliyet bedelinden daha pahalı veya ucuz satabileceği için ortaya olumlu veya olumsuz farklar çıkabilecektir. Daha önceki bölümlerden hatırlanacağı üzere muhasebeleştirme anlamında bu olumlu veya olumsuz farklar gelir tablosu ile ilişkilendirilmemektedir. Hukuki açıdan ise bu bedellerin bir nevi yedek akçe niteliğinde olması gerektiği de düşünülmektedir. Sonuç olarak vergisel açıdan bu olumlu veya olumsuz farkların vergiye tabi olmaması gerektiği ileri sürülebilir. Nitekim KVK'nın 5.maddesinde anonim şirketlerin kuruluş veya sermaye artış sırasında payların itibari değerini aşan bedellerin (emisyona primi) vergiden istisna edileceği hükme bağlanmış durumdadır. Ayrıca şirketin kendi hisselerini geri alıp iptal ettikten sonra tekrar yeni sermaye çıkarmasında nasıl vergi ödenmiyor ise aynı sonuca

ulaşan bu işlemin de vergiye tabi olmaması gerektiği kanaatine varılabilir. Hisse senedinin tekrar satışından doğan zararların ise vergi matrahından dūřılmemesi gerekir.

5 SONUÇ

Çalışmanın başlıca konusu yakın bir gelecekte uygulamaya girecek hisse senedi geri alımı işlemlerinin nedenleri ve türlerini açıklayarak bu işlem ile hisse senedi fiyat performansı arasında pozitif bir ilişki olup olmadığının tespit edilmesidir. Bu tespit yapılırken istatistiki olarak hisse senedini geri alan ve almayan firmaların hisse senedi fiyat performansları hipotez testi yolu ile incelenmiştir. Türkiye’de henüz uygulaması bulunmadığı için istatistiki analiz için veri setine dahil edilen firmalar ABD’de NYSE Borsasına kote şirketler arasından geçmiş 4 yıla dönecek şekilde seçilmiştir. Çalışmanın sonucunda hisse senedi geri alım programı açıklayan şirketlerin hisse senetlerinin 1 günlük bir zaman periyodunda NYSE endeks getirisinden daha fazla bir getiri sağladığı görülmüş ancak daha uzun vadelerde aynı sonuca ulaşamamıştır.

Hisse senedi geri alımı ile piyasadaki fiyat performansı arasında olumlu bir ilişki bulunduğu literatürde çeşitli çalışmalar ile tespit edilmiştir. Bu çalışmalarda hisse senedini geri alan firmaların piyasa fiyatlarında normalin üzerinde bir getiriye sahip olduğu belirtilerek bunun en önemli nedeni olarak geri alım işlemi ile piyasalara bir ‘sinyal’ gönderilmesi olarak gösterilmiştir. Geri alım işlemi piyasalara hisse senedi fiyatının olması gerekenin altında olduğuna ilişkin sinyaller göndermekte olduğu için piyasalar bu sinyal sayesinde ilgili hisse senedinin fiyatında artışa yol açacak şekilde talep yaratmaktadır. Bunun dışında hisse senedi geri alım yapan şirketin fazla nakit kaynaklarını ortaklarına dağıtmasının ve dolayısıyla riskli projelere yatırım yaparak risk seviyesini artırmaktan imtina etmesinin şirketin değeri üzerinde olumlu etki yarattığı belirtilmektedir.

6102 Sayılı Türk Ticaret Kanunu’nda yer alan hükümler sayesinde ülkemizde de hisse senedi geri alımlarına çeşitli koşulların sağlanması durumunda izin verilmektedir. İzleyen dönemlerde ülkemizde görebileceğimiz bu işlemlerin diğer ülkelerde nasıl uygulandığı üzerinde durulmuş ve AB ile ABD örneklerine kısaca değinilmiştir. Karşılaştırmalı çalışmalardan görüldüğü üzere ABD uygulaması AB uygulamasına göre daha kolay ve esnek bir biçimde düzenlenmiştir. Bunun doğal bir sonucu olarak hisse senedi geri alım işlemleri ABD’de diğer ülkelere göre daha fazla uygulanır hale gelmiştir.

Hisse senedi geri alımının sebepleri üzerinde durulmuş ve bu sebeplerin arasında başlıca ekonomik gayelerin olduğu gözlemlenmiştir. Ekonomik gayeler arasında şirketlerde yer alan atıl nakit değerlerin ortaklara dağıtılması, sermaye yapısının değiştirilerek şirketin istenen borç-sermaye oranına sahip olması, dolaşımda yer alan hisselerin birim başına düşen kazancının artırılması ve piyasalara şirketin durumu ile ilgili sinyallerin verilmesi sayılmıştır. Ekonomik olmayan nedenler arasında ise şirketlerin kendini olası satınalmalara karşı savunması, ortaklar arasında servet transferi yapılması ve çalışanlar ile yöneticilere verilen hisse senedi opsiyon yükümlülüklerin yerine getirilmesi yer almaktadır. Hisse senedi geri alımının farklı türlerde uygulandığı da tespit edilmiştir. Bunlardan en fazla uygulananı açık piyasa geri alım işlemleri olup bu geri alım türünde şirketler belirli bir vadede dolaşımdaki hisse senetlerini geri alma niyetlerini açıklarlar. Bu geri alım türü dışında şirketlerin belirli bir fiyat aralığında veya belirli bir fiyattan geri alım taahhüdü verdikleri işlemlere de rastlanmaktadır. Bu işlemler de sırası ile Hollanda Tipi Geri Alım ile Sabit Fiyat Geri Alım'larıdır. Bu türlerin dışında özel geri alımlar ve türev araçlar kullanılmak sureti ile yapılan sentetik geri alımlar da bulunmaktadır.

Hisse senedi geri alımlarının ne şekilde muhasebeleştirileceği – özellikle geri alınan hisse senetlerinin şirket bilançosunda aktif bir varlık olarak mı gösterileceği – konusunun literatürde tartışılan konulardan bir tanesi olduğu görülmüştür. Yapılan araştırmalardan varılan sonuç geri alınan hisse senetlerinin bilançoda ayrı bir aktif varlık olarak gösterilmesi yerine özkaynak hesap sınıfında 'indirim' olarak ayrıca gösterilmesidir. Bu sonuç şirketin kendi kendisinin sahibi olamayacağı önermesi ile de uygunluk göstermektedir. Uluslararası muhasebe uygulamalarında da geri alınan hisse senetlerinin özkaynak hesap sınıfında indirim kalemi olarak dikkate alınması gerektiği belirtilmekte ve pratik uygulamalar bu yönde şekillenmektedir. Şirketlerin hisse senedi geri alım işlemleri ve akabinde yaptıkları geri satım işlemlerinden kar veya zarar beyan etmelerine izin verilmemektedir. Gerçekleşen işlemler hep özkaynak kalemlerinde yer alıp dönem içinde meydana gelen faaliyetlerden elde edilen kar veya zarar üzerinde bir etkisi bulunmamaktadır. Türkiye Muhasebe Standartlarında da konu bu şekilde çözümlenmiştir. Ayrıca belirtmek gerekir ki hisse senedi geri alımını gerçekleştirmek

için şirketin net aktif değerinin belirli bir seviyenin altına düşmemesi ve ödenen bedel kadar serbest yedeklerden yedek akçe ayrılması gerekmektedir.

Muhasebeye ilave olarak hisse senedi geri alımı işlemlerinin vergi boyutu da literatürde önemli bir yer tutmaktadır. Nitekim hisse senedi geri alım işlemlerinin kar dağıtımını yerine ikame edilmesinin arkasında bu işlemlerin taşıdığı vergi avantajlarının olduğu ileri sürülmektedir. Genel olarak hisse senedi geri alım işlemlerinin vergilendirilmesi rejiminde ortak bir uygulama olduğu söylenememektedir. Ülke uygulamaları incelendiği zaman ülkelerin farklı vergilendirme rejimlerine sahip oldukları göze çarpmaktadır. Hatta bazı ülkelerde hisse senedi geri alım işlemlerinin vergi kaçırma aracı olarak kullanılmamasını teminen vergi kanunlarındaki yasal boşlukların doldurulmasının hedeflendiği görülmüştür. Ülkemizde uygulamaya geçtikten sonra bu işlemler için geçerli olacak vergisel uygulamalar konusundaki önerilerimiz bu işlemlerin bir çeşit ‘değer artış kazancı’ olarak vergilendirilmesidir. Bu yöndeki bir vergileme hem işlemin niteliğine uygun hem de işlemde beklenen vergi yükü avantajını artırma niteliğine sahiptir.

Çalışmamızda ülkemizde uygulanmaya başlanması beklenen hisse senedi geri alımı işlemlerinin hukuki, muhasebe ve vergisel boyutlarında birtakım önerilerde bulunulmuştur. Öncelikle belirtmek gerekir ki hisse senedi geri alım işleminin hukuki niteliğinin ortaya açıkça konması yerinde olacaktır. Bu işlemin bir çeşit ‘kar payı dağıtımı’ mı yoksa ‘sermayenin iadesi’ niteliğini mi taşıdığı konusunun açıklığa kavuşturulması gerekmekte olup bu belirlemenin ileride vergisel değerlendirmelere de baz oluşturacağı beklenmelidir. Bunun dışında hisse senetlerinin geri alınıp daha sonra belirli bir prim ile satılması durumunda ortaya çıkacak ‘kazancın’ ticaret kanunu açısından bir çeşit yasal yedek olarak dikkate alınması gerektiğini düşünülmektedir. Ayrıca hisse senedi geri alımı için örtülü bir sınır oluşturan ‘net aktif değeri’nin tanımlanması çok büyük önem arz etmektedir. Nitekim hisse senedini geri almak isteyen anonim ortaklıklar ödeyecekleri en yüksek bedeli bu şekilde hesaplamak durumunda kalacaklardır.

KAYNAKÇA

Kitaplar

- Aydın Alihan. **Anonim Ortaklığın Kendi Paylarını Edinmesi**. İstanbul: Vedat Kitapçılık, 2008.
- Bailey Roy E. **The Economics of Financial Markets**. Cambridge University Press, 2005.
- Brealey Richard A. ve Meyers Stewart C. **Principles of Corporate Finance**. The McGraw-Hill Companies, 2003.
- Ceylan Ali Korkmaz. **Sermaye Piyasayı ve Menkul Değer Analizi**. Bursa: Elkon, 2004.
- Chambers Nurgül. **Firma Değerlemesi**. İstanbul: Avcıyol, 2005.
- Cnossen Sijbren. **Comparative Tax Studies. Essays in honor of Richard Goode**. North-Holland Publishing Company.
- Damodaran Aswath. **Investment Valuation: Tools and Techniques for Determining the Value of Any Asset**. Wiley & Sons, 1996.
- Danos Paul, **Introduction to Financial Accounting**, Irwin, 1999.
- Doğanay, İsmail. **Türk Ticaret Kanunu Şerhi**. Ankara: Feryal Kitabevi, 1990.
- England Baruch. **Schaum's Outline of Intermediate Accounting II**. McGraw-Hill, 2007.
- Fabozzi Frank J. **Capital Markets: Institutions and Instruments**. Prentice Hall, 1996.
- Ferdman Stanly. **Principles of Private Firm Valuation** Wiley, 2005.
- Francis Jack C. **Management of Investments**. Mc-Graw Hill, 1993.
- George Frankfurter M ve Bob Wood G. **Dividend Policy Theory & Practice**. Academic Press, 2003.
- Haagen Robert A. **Modern Investment Theory**. Prentice Hall, 1997.
- Hearth Douglas ve Zaima Janis K. **Contemporary Investments Security and Portfolio Analysis**. Dryden, 1998.

- Hoskin Robert, **Financial Accounting**. 1997.
- Kendigelen, Abuzer. **Anonim Ortaklık Payı Üzerinde İntifa Hakkı**. İstanbul: Beta Yayınevi, 1994.
- Levine David M., Stephan David, Krehbiel Timothy C. ve Berenson Mark L. **Statistics for Managers**. Pearson International Edition, 2008.
- Luttman Suzanne M. **Advances in Taxation**. Emerald Group Publishing Limited.
- Özbalcı Yılmaz. **Gelir Vergisi Kanunu Yorum ve Açıklamaları**. Ankara: Oluş Yayıncılık, 2002.
- Özdamar Mehmet. **Anonim Ortaklıkların Kendi Paylarını İktisap Etmesi (TTK.md.329)**. Ankara: Yetkin Kitabevi, 2005.
- Poroy Reha, Tekianlp Ünal ve Çamoğlu Ersin. **Ortaklıklar ve Kooperatif Hukuku**. Denizli: Arıkan Yayınevi, 2005.
- Pratt Shannon P. ve Grabowski Roger J. **Cost of Capital: Application and Examples**. Wiley Finance, 2008.
- Reilly Frank K. ve Brown Keith C. **Investment Analysis and Portfolio Management**. Dryden, 1997.
- Ross Stephen A. ve Westerfield Randolph W. **Fundamentals of Corporate Finance**. Irwin, 1993.
- Schroeder Richard G., Clark Myrtle W. ve Cathey Jack M. **Financial Accounting Theory and Analysis**. Wiley, 2001.
- Sevi Ali Murat. **Anonim Ortaklıkta Payın Devri**. Ankara: Seçkin Kitabevi, 2004.
- Şener Orhan. **Kamu Ekonomisi**, Alkım Yayınları, 1998.
- Vermealen Theo. **Share Repurchases Foundations and Trends in Finance**. Now Publishers Inc, 2005.
- Weston Fred J. **Mergers and Acquisitions**. McGraw Hill Professional Book Group, 2001.
- Weygandt Jerry J., Kimmel Paul D. ve Kieso Donald E. **Accounting Principles, International Student Version**, 2011.
- Wixon R. ve Kell W. **Accountants Handbook**.

Süreyi Yayınlar

- Abbasi Zubair. “Legal Analysis of Agency Theory: an inquiry into the nature of corporation”. **International Journal of Law and Management**. Cilt. 51, Sayı.6, 2009, ss.401-420.
- Akkaya Yakup. “Tek Ortaklı Anonim Şirket Kurulması Mümkün Müdür?”. **Yaklaşım Dergisi**. Sayı, 215, 2005, ss.6-7.
- Asquith Paul ve Mullins David. “Signaling with Dividends, Stock Repurchases, and Equity Issues”. **Financial Management**. Cilt.15, Sayı.3, 1986, ss.27-44.
- Atlaş Soner. “Türk Ticaret Kanunu’na Göre Anonim Şirketlerce Hisse Senedi Bastırılması Zorunlu Mudur? TTK Tasarısı’nın Bu Konudaki Yaklaşımı Nedir?”. **Yaklaşım Dergisi**. Sayı,196, 2009, http://www.yaklasim.com/mevzuat/dergi/read_frame.asp?file_name=20090414211.htm (24 Mart 2012)
- Bagwell Laurie S. “Share Repurchase and Takeover Deterrence”. **RAND Journal of Economics**. Cilt.22, 1991, ss.72-88.
- Bierman Harold ve West Richard. “The Acquisition of Common Stock by the Corporate Issuer”. **The Journal of Finance**. Cilt.21, Sayı.4, 1966, ss.687-696.
- Block Stanley. “An Empirical Study of Stock Repurchase Programs Among Fortune 1000 Companies”. **Corporate Finance Review**. Cilt.11, Sayı.2, 2006, ss.22.
- Brennan Michael J. ve Thako Anjan V. “Shareholder Preferences and Dividend Policy”. **Journal of Finance**. Cilt.62, 1990, ss.1411-1438.
- Brooke, T.F. Brooke. “Uncertainty, Profit and Entrepreneurial Action: Frank Knight’s Contribution Reconsidered”. **The Journal of the History of Economic Thought**. Cilt.32, Sayı.2, 2010, ss.221-235.
- Canfield George F. “The Scope and Limits of the Corporate Entity Theory”. **Columbia Law Review**. Cilt.17, Sayı.2, 1917, ss.128 .
- Chan Konan, Ikenberry David ve Lee Inmo. “Economic Sources of Gain in Stock Repurchases”. **The Journal of Financial and Quantitative Analysis**. Cilt.39, Sayı.3, 2004, ss.461-479.
- Charles R.T O’Kelley. “The Entrepreneur and the Theory of the Modern Corporation”. **Journal of Corporation Law**. Cilt. 31, Sayı.3, 2006, ss.753-777.
- Choi Dosoung ve Park Sangsoo. “Targeted Share Repurchases, Free Cash Flows, and Shareholder Wealth: Additional Evidence”. **Managerial Finance**. Cilt.23, Sayı.3, 1994, ss.49-63.

- Coase, Ronald. "The nature of the Firm". **Economica**. Cilt.4, Sayı.16, 1937, ss.386-405.
- Cooke Terry E. ve Glynn John. "Taxation Implications of Companies Purchasing Their Own Shares". **Accounting and Business Research**. Cilt.13, Sayı.51, 1983, ss.177-181.
- Daniel Kent, Hirshleifer David ve Subrahmanyam Avaniidhar. "Investor Psychology and Security Market under – and overreactions". **The Journal of Finance**. Cilt.53, Sayı.6, 1998, ss.1839-1885.
- Demsetz, Harold. "The Structure of Ownership and the Theory of the Firm". **Journal of Law and Economics**. Cilt. 26, Sayı.2, 1983, ss.375-390.
- Denis David J. "Defensive Changes in Corporate Payout Policy: Share Repurchases and Special Dividends". **Journal of Finance**. Cilt.45, Sayı.5, 1990, ss.1433-1456.
- Dittmar Amy K. "Why Do Firms Repurchase Stock?". **The Journal of Business**. Cilt.73, Sayı.3, 2000, s.331-355.
- Dixon Rob, Palmer Graham, Stradling Bob ve Woodhead Anne. "An Empirical Survey of the Motivation for Share Repurchases in the UK". **Managerial Finance**. Cilt.34, Sayı.12, 2008, ss.886-906.
- Easley David ve O'Hara Maureen. "Information and the Cost of Capital". **The Journal of Finance**. Cilt.59, Sayı.4, 2004, ss.1553-1583.
- Ekelund, Robert Burton ve Tollison Robert. "Mercantilist Origins of the Corporation". **The Bell Journal of Economics**. Cilt.11, Sayı.2, 1980, ss.715-720.
- Elton Edwin ve Gruber Martin. "The Effect of Share Repurchase on the Value of the Firm". **The Journal of Finance**. Cilt. 23, Sayı.1, 1968, ss.135-149.
- Fama Eugen. "Agency Problems and the Theory of the Firm". **Journal of Political Economy**. Cilt.88, Sayı.2, 1980, ss.288-307.
- Franke Günter. "Costless Signalling in Financial Markets". **The Journal of Finance**. Cilt.42, Sayı.4, 1987, ss.809-822.
- Gonzales M Victor ve Gonzales Francisco. "Stock Repurchases with Legal Restrictions. Evidence from Spain". **The European Journal of Finance**. Cilt.10, 2004, ss.526-541.
- Grullon Gustavo ve Michaely Roni. "The Information Content of Share Repurchase Programs". **The Journal of Finance**. Cilt.59, Sayı.2, 2004, ss.651-680.
- Guffley Daryl M. ve Schneider Douglas K. "Financial Characteristics of Firms Announcing Share Repurchases". **Journal of Business and Economic Studies**. Cilt.10, Sayı.2, 2004, ss.13-27.

- Guthart Leo A. "Corporate Repurchases of Already Outstanding Common Stock". **The Journal of Finance**. Cilt.21, Sayı.4, 1966, s.749-750.
- Hackethal Andreas ve Zdantchouk Alexandre. "Signalling Power of Open Market Share Repurchases in Germany". **Financial Markets and Portfolio Management**. Cilt.20, Sayı.2, 2006, ss.123-151.
- Hansmann Henry ve Krackman Reinier. "The End of History for Corporate Law". **Yale Law School Working Paper**. Sayı.235, 2000, ss.1-36.
- Holland Daniel M. "The Differential Tax Burden on Stockholders". **The American Economic Review**.Cilt.45, Sayı.2, 1955, ss.415-429.
- Horwitz Bertrand ve Young Allan. "The Case for Asset Disclosure of Treasury Stock". **The CPA Journal**. Cilt. 45, Sayı. 3, 1975, ss.31-33.
- Hovenkamp Herbst. "Neoclassicism and the Separation of Ownership and Control". **Virginia Law & Business Review**. Cilt. 4, Sayı.2, 2009, ss.373-401.
- Ikenberry David, Lakonishok Josef ve Vermealen Theo. "Market Underreaction to Open Market Repurchases". **Journal of Financial Economics**. Cilt.39, 1995, ss.181-208.
- Ikenberry David, Lakonishok Josef ve Vermealen Theo. "Stock Repurchases in Canada: Performance and Strategic Trading". **Journal of Finance**. Cilt.55, Sayı.5, 2000, ss.2373-2397.
- Isagawa Nobuyuki. "Market Repurchase Announcements and Stock Price Behavior in Inefficient Markets". **Financial Management**. Cilt.31, Sayı.3, 2002, ss.5-20.
- Jagannathan Murali ve Stephens Clifford. "Motives for Multiple Open-Market Repurchase Programs". **Financial Management**. Cilt.32, Sayı.2, 2003, ss.71-91.
- Jensen Michael C ve Meckling William. "Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure". **Journal of Financial Economics**. Cilt.3, Sayı.4, 1976, ss.305-360.
- Jensen Michael C. "Agency Costs of Free Cash Flow". **American Economic Review**. Cilt.76, 1986, ss.323-329.
- Kahle Kathleen M. "When a Buyback isn't a Buyback: Open Market Repurchases and Employee Options". **Journal of Financial Economics**. Cilt.63, 2002, ss.235-261.
- Kendall Keith, Sten Adam ve Turpie Keith. "Off-Market Tender Buybacks not Driven by Tax Benefits". **The Finsia Journal of Applied Finance**. Sayı.3, 2008, ss.11-16.

- Kim Jaemin, Schremper Ralf ve Varaiya Nikhil. "Open Market Repurchase Regulations: A-Cross Country Examination". **Corporate Finance Review**. Cilt.9, Sayı.4, 2005, ss.316-337.
- Kim Jaemin. "Buyback Trading of Open Market Share Repurchase Firms and the Return Volatility Decline". **International Journal of Managerial Finance**. Cilt.3, Sayı.4, 2007, ss.316-337.
- Kochhar Paul. "Explaining Firm Capital Structure: The Role of Agency Theory vs. Transaction Cost Economics". **Strategic Management Journal**. 1996, ss.713.
- Krannich Jess M. "The Corporate Person: A New Analytic Approach to a Flawed Method of Constitutional Interpretation". **Loyola University of Chicago Law Journal**. Cilt, 37, 2005, s.61-109.
- Lakonishok Josef ve Vermealen Theo. "Price Behavior around Repurchase Tender Offers". **The Journal of Finance**. Cilt.45, Sayı.2, 1990, ss.455-477.
- Lang Larry H.P ve Litzenberger Robert H. "Dividend Announcements: Cash Flow Signaling vs. Free Cash Flow Hypothesis". **Journal of Financial Economics**. Cilt.24, 1989, ss.181-191.
- Lee Bong-Soo ve Rui Oliver Meng. "Time-Series Behavior of Share Repurchases and Dividends". **Journal of Financial and Quantitative Analysis**. Cilt.42, Sayı.1, 2007, ss.119-142.
- Liu Ying-Feng ve Gombola Michael. "The Risk of Signalling Failure and Managers Trading Before Self-Tender Stock Repurchases". **Managerial Finance**. Cilt.24, Sayı.2, 1998, ss.30-43.
- Modigliani Franco ve Miller Merton H. "The Cost of Capital, Corporation Finance and The Theory of Investment". **The American Economic Review**. Cilt.48, Sayı.3,1958, s.261-280.
- Oded Jacob ve Micher Allen. "Stock Repurchases and the EPS Enhancement Fallacy". **Financial Analyst Journal**. Cilt.64, Sayı.4, 2008, ss.62-75.
- Palmon Dan ve Yaari Uzi. "Stock Repurchase as a Tax Saving Distribution". **The Journal of Financial Research**. Cilt.4 Sayı.1, 1981, ss.69-79.
- Persons John C. "Signalling and Takeover Deterrence with Stock Repurchases: Dutch Auctions Versus Fixed Price Tender Offers". **The Journal of Finance**. Cilt.49, Sayı.4, 1994, ss.1373-1402.
- Peyer Urs ve Vermealen Theo. "The Many Facets of Privately Negotiated Share Repurchases". **Journal of Financial Economics**. Cilt.75, 2005, ss.361-395.
- Philipps Michael J. "Reappraising the Real Entity Theory of the Corporation". **Florida State University Law Review**. Cilt.21, 1994, ss.1065.

- Pugh William ve Jahera Sir John Junior. "Stock Repurchases and Excess Returns: An Empricial Examination". **The Financial Review**. Cilt.25, Sayı.1, 1990, ss.127-142.
- Rabel Frederic K. "Financial statements should show corporate surplus restrictions from treasury stock purchases". **Journal of Accountancy**. Cilt. 95, Sayı.5,1953, ss.572-579.
- Rau Paghavendra ve Vermeaelen Theo. "Regulation, Taxes and Share Repurhcases in the United Kingdom". **Journal of Business**. Cilt.75, Sayı.2, 2002, ss.245-282.
- Ravid Abraham S. ve Sarig Oded H. "Financial Signalling by Committing to Cash Outflows". **The Journal of Financial and Quantitative Analysis**. Cilt.26, Sayı.2, 1991, ss.165-180.
- Rosenfeld Eugene. "Uniformity in Accounting for Treasury Stock and its Disposition". **The CPA Journal**. Cilt.43, Sayı.9, 1986, ss.763-769.
- Shaken Jay. "The Arbitrage Pricing Theory: Is it Testable". **The Journal of Finance**. Cilt.35, Sayı.5, 1982, ss.1129-1140.
- Sigler Kevin J. "A brief Survey of Executive Stock Options in Reducing the Agency Problem of Excessive Risk Aversion". **Management Research News**. Cilt.32,Sayı.8, 2009, ss.762-766.
- Sinha Sidhart. "Share Repurhcase as a Takeover Defense". **Journal of Financial and Quantitative Analysis**. Cilt.26, Sayı.2, 1991, ss.233-244.
- Stephens Clifford P ve Weisbach Michael S. "Actual Share Reacquisitions in Open-Market Repurchase Programs". **The Journal of Finance**. Cilt.53, Sayı.1, 1998, ss.313-334.
- Vermealen Theo. "European Corporate Finance Special Issue: Introduction". **Financial Management**. Cilt. 25, Sayı.3, 1996, ss.4-5.
- Veronesi Pietro. "Stock Market Overreaction to Bad News in Good Times: A Rational Expectations Equilibrium Model". **The Review of Financial Studies**. Cilt.12, Sayı.5, 1999, ss.975-1007.
- White Eugene N. "The Stock Market Boom and Crash of 1929 Revisited". **The Journal of Economic Perspectives**. Cilt.4, Sayı.2, 1990, ss.67-83.
- Woods Donald H. ve Brigham Eugene F. "Distribution Decisions: Share Repurchases or Dividends?". **The Journal of Financial and Quantitative Analysis**. Cilt.1, Sayı.1, 1966, ss.15-26.
- Yılmaz Ferudun. "Güç İlişkileri ve Firma Teorisi". **Ankara Üniversitesi Siyasal Bilgiler Fakültesi Dergisi**. Cilt. 57, Sayı.1, 2002, ss.157-176.

Zekos Georgios. "Insider Trading Under the EU, USA and English Laws: Well Recognised Necessity or a Distraction". **Managerial Law**. Cilt.41, Sayı.5, 1999, ss.1-35.

Diğer Yayınlar

01.09.2009 tarih ve 27/748 sayılı Sermaye Piyasası Kurulu İlke Kararı

1 Sıra Numaralı Muhasebe Sistemi Uygulama Genel Tebliğ, 26.12.1992 tarih ve 21447 Mükerrer Sayılı Resmi Gazete

193 Sayılı Gelir Vergisi Kanunu

2499 Sayılı Sermaye Piyasası Kanunu

5520 Sayılı Kurumlar Vergisi Kanunu

6102 Sayılı Türk Ticaret Kanunu (Yeni)

6762 Sayılı Türk Ticaret Kanunu (Eski)

AB Komisyonu, COM(2003) 810 Final sayılı Raporu

ABD Dahili Vergi Kanunu

Accounting Principles Board Opinion (Görüşleri)

Bainbridge Stephen M. “Director vs Shareholder Primacy in the Convergence Debate”. **University of California, Los Angeles School of Law Research Paper**, 2002. <http://www.ragm.com/grasso/biblio/SSRN-id317121.pdf> (24 Mart 2012)

Bıyan Özgür. “Hisse Senedi Bastırılmasının veya Geçici İlmühaber Çıkartılmasının Gelir ve Katma Değer Vergisi Açısından Verisel Avantajları”. http://www.alomaliye.com/2009/ozgur_bıyan_hisse_senedi.htm. (18 Mart 2012)

Blanchard Olivier J. ve Watson Mark W. **Working Paper No.945**, NBER Working Paper Series, 1982, http://www.nber.org/papers/w0945.pdf?new_window=1 (18 Mart 2012)

Dejnozkaa Jan. “Corporate Entity”. **Basilmamış Kitap Baskısı**, 2007, http://www.members.tripod.com/~Jan_Dejnozka/corporate_entity_book.pdf (18 Mart 2012)

Drutman Lee. “The History of the Corporation”. **Citizen Works Corporate Power Discussion Groups**. s.1. <http://citizenworks.org/corp/dg/s2r1.pdf> (18 Mart 2012)

Foss J Nicolai, Lando Henrik ve Thomsen Steen, “The Theory of the Firm”, 1999, <http://encyclo.findlaw.com/5610book.pdf> (17 Mart 2012)

Grady Paul, **Accounting Research Study No.7**, AICPA, New York, 1965

Hay, Donald. “The Public Joint-Stock Company: Blessing or Curse ?”, 1990, Oxford University, http://www.gordon.edu/ace/pdf/Hay_JointStockCo.pdf (17 Mart 2012)

IBFD, **European Taxation Database**, Country Analyses.

Mackenzie Duncan. “Abusing the Corporate Form: Limited Liability, Phoenix Companies and a Misguided Response”. **Doktora Tezi**. University of Otago. 2008. http://www.otago.ac.nz/law/oylr/2008/Duncan_MacKenzie.pdf (24 Mart 2012)

OECD, Kurumlar Vergisi ve Değer Artış Kazancı Raporu

OECD Model Vergi Anlaşması, **Yorum Şerhi**.

OECD Tax Policy Studies, **Taxation of Capital Gains of Individuals, Policy Considerations and Approaches**, Sayı.14, 2006.

Review of the Taxation Treatment of Off-Market Share Buybacks, A report to the Treasurer, The Board of Taxation, (2008).
http://www.taxboard.gov.au/content/reviews_and_consultations/off_market_share_buybacks/report/downloads/off_market_share_buyback_report.pdf (19 Mart 2012)

Uluslararası Finansal Raporlama Standartları

Yılmaz, Ö Ayşegül. “Halka Açık Anonim Ortaklıklarda Yöneticilerin Mali Hakları”, **Yayımlanmış Yüksek Lisans Tezi**. Ankara Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Özel Hukuk Anabilim Dalı, 2009.