

İMKB Şirketleri İçin Yeni Olanak: Hisse Senedi Geri Satın Alımı

Yrd. Doç. Dr. Emre ERGİN
Kocaeli Üniversitesi, İzmit MYO.

ÖZET

Şirketler ortaklarına iki yöntem ile nakit ödeme yapmaktadır: Bunlardan en yaygın olanı temettü ödemesi, diğeri ise hisse senedi geri satın alımıdır. Yakın zamana kadar Türkiye’de şirketler ortaklarına sadece temettü ödemesi yoluyla nakit aktarabilmekteydi. Yabancı ülkelerde yıllardır uygulanan hisse senedi geri satın alımı yöntemi ise, Sermaye Piyasası Kurulu tarafından 2009 yılının sonunda alınan kararla hayata geçirildi. Bu yeni karar, İstanbul Menkul Kıymetler Borsası’nda (İMKB) işlem gören şirketlerin yaklaşık %16’sına bu olanağı tanımakta olup gelecekte yeni Türk Ticaret Kanunu’nun da kabul edilmesiyle bu kararın kapsamının genişleyeceği ve diğer şirketleri de kapsayacağı düşünülmektedir. Hisse senedi geri satın alımı, temettü ödemesine göre bazı üstünlükler sunmaktadır. Bu makale, Türkiye’deki şirketlerin bu olanağa kavuşmalarından dolayı yeni bir boyut kazanan temettü bilmesini ve hisse senedi geri satın alımı yöntemini incelemektedir.

Anahtar Sözcükler: Hisse senedi geri satın alımı, nakit temettü ödemesi.

JEL Sınıflaması: G35, G32.

New Opportunity For The Ise Companies: Share Repurchases

ABSTRACT

Firms pay out cash to shareholders by two means: one is the cash dividends being more widely used and the other is the share repurchases. So far, companies in Turkey have been distributing cash only in form of cash dividends to their shareholders. Share repurchase method, used in other foreign countries for years, has been recently permitted by a decision taken by the Capital Markets Board of Turkey at the end of the year 2009. This new decision is applicable only to the 16% of the companies whose shares are traded in İstanbul Stock Exchange (ISE). It is expected in the future that the scope of this decision will be expanded including other companies as well followed by the acceptance of the new Turkish Trade Law. Share repurchases have some superiorities over dividend payments. This article presents the dividend puzzle which gains a new dimension by the acceptance of the share repurchase application in Turkey and examines the share repurchase method.

Key Words: Share repurchases, cash dividends.

JEL Classification: G35, G32.

1. Giriş

İşletmeler ortaklarına iki yöntem ile nakit ödeme yapmaktadır: Bunlardan en yaygın olanı temettü ödemesi, diğeri ise hisse senedi geri satın alımıdır. Temettü ödemesi ile hisse senedi geri satın alınımının deneysel olarak karşılaştırıldığı araştırmaların literatürde son yıllarda artmasına karşın, temettü bilmececi halen finansta çözölemeyen 10 temel problemden birisi olarak gösterilmektedir (Brealey, Myers ve Allen, 2008:973). Nedir bu temettü bilmececi?

Şirketlerin ortaklarına neden ödeme yapmak istediklerinin ve ortakların bu konuya neden bu kadar önem verdiklerinin halen tatmin edici bir açıklaması bulunmamaktadır. Modigliani ve Miller'in (MM) temettü konusundaki savları tartışılmaya devam etmektedir (Akgüç, 1998:855-861). Hisse senedi geri satın alımlarına göre daha fazla bir oranda vergilendirilmesi gerçeğine karşın, temettü ödemeleri tarafları ilgilendirmektedir. Temettü ödemeleri üzerindeki vergi yükü genellikle sermaye kazançları üzerinden alınan vergi yükünden daha fazladır. Hisse senedi geri satın alımlarındaki vergi yükü, vergi erteleme olanaklarının kullanılmasından dolayı, temettü ödemeleri üzerindeki vergi yüküne göre daha düşük gerçekleşmektedir. Bu nedenle, temettü ödemelerinin, hisse senedi geri satın alımları ile karşılaştırıldığında, şirkete ve ortaklara maliyeti daha yüksek olmaktadır. Bu gerçekliğe karşın şirketlerin yüksek tutarda temettü ödemelerine devam etmeleri, literatürde "temettü bilmececi" olarak adlandırılan durumu ortaya çıkarmıştır (Black, 1976:5).

Bir şirketin kendi hisse senetlerini geri satın alması özellikle Amerika Birleşik Devletleri (ABD) sermaye piyasalarında çok yaygın olarak uygulanmaktadır. S&P-500 endeksine dahil olan şirketler, 2007 yılında kendi hisselerini geri satın almak için 589 milyar ABD doları ödeme yapmışlardır.

ABD piyasalarındaki deneysel veriler temel alındığında, temettü bilmececinin öneminin azaldığı savı ortaya atılmaktadır. Fama ve French (2001:3), temettü ödemesi yapan şirketlerin oranının, 1978 yılında %67 iken 1999 yılında %21'e gerilediğini bulgulamaktadırlar. Diğer taraftan başka bir araştırmada, aynı dönemde temettü ödeme tutarının arttığı görölmektedir (DeAngelo, DeAngelo ve Skinner, 2004:130-131). Ödenen temettü tutarı, temettü ödeyen şirketlerin elde ettikleri gelir içerisinde çok önemli bir artış göstermektedir. İçinde bulunulan dönemde, te-

mettö ödeyen %20'lik kısım, zarar eden çoğu şirketler de dikkate alındığında, neredeyse ABD şirketlerinin elde ettikleri toplam net geliri ortaklara dağıtmaktadır. Düzenli temettü ödemeyen şirketlerin önemli bir özelliği zarar etmeleri olup temettü ödeyen şirket sayısının azalmasının bir gerekçesini oluşturmaktadır. Hisse senedi geri satın alımı yapan ABD şirketleri aynı zamanda temettü ödemesi de yapmaktadırlar. ABD'deki temettü gelişiminden epey farklı bir gelişim sergileyen Avrupa ve Japonya'da, temettü ödeyen şirketler ABD'deki oranda azalmamış ve hatta bazı durumlarda artmıştır. Örneğin, İngiltere'de son on yıl içerisinde, temettü ödeyen şirketlerin oranı %80'den %90'a yükselmiştir. Benzer şekilde son on yıllık dönemde, Danimarka, Fransa ve Japonya'da temettü ödeyen şirketlerin oranı ya artmış ya da durağan kalmıştır. İngiltere, Danimarka ve diğer ülkelerde, ödenen toplam temettü reel olarak artmış ve ABD'deki şirketler gibi bu ülkelerde de hisse senedi geri satın alımı yapan şirketler aynı zamanda temettü ödemesi de yapmışlardır. Ancak, bu ülkelerde, hisse senedi geri satın alımlarının temettü ödemelerine oranı ABD'deki orana göre göreceli olarak düşük kalmaktadır. Sonuç olarak, ABD'de kâr elde etmekte olan şirketlerin neredeyse hepsi için ve Avrupa'daki şirketlerin çoğunluğu için temettü bilmececi önemini korumaktadır (Bechmann ve Raaballe, 2010:2).

Türkiye'de ise, 2009 yılı sonunda alınan bir kararla, ilk defa kısıtlı sayıda şirkete hisse senedi geri satın alımı olanağı tanınmıştır. Bu makalenin, bu konuda yapılacak akademik çalışmalar için bir başlangıç olacağı düşünülmektedir. Ayrıca, bu makalenin, şirket yöneticilerine, ortaklarına ve yatırımcılara, bu yeni yöntem hakkında yardımcı olması amaçlanmaktadır. Hisse senedi geri satın alımı olanağının, gelecekte kapsamının genişletilmesi ve diğer şirketlere de tanınması beklendiğinden, ilgililerin bu konuya hazırlıklı olmasında yarar bulunmaktadır.

2. Literatür

Literatür incelendiğinde, şirketlerin neden temettü ödemesi ve/veya hisse senedi geri satın alımı yaptıklarına dair çeşitli gerekçeler ortaya çıkmaktadır. Bu bölümde, şirketlerin temettü ödemesi ile hisse senedi geri satın alımı yapma nedenleri ayrı ayrı incelenmekte ve ortaya çıkan farklılıklar bu bölümün sonunda değerlendirilmektedir. Bu çalışmada, "temettü" kavramı "nakit temettü" kavramına özdeş kullanılmaktadır.

2.1. Şirketlerin Temettü Ödeme Nedenleri

Literatür incelendiğinde, temettü ödenmesi ile ilgili farklı kuramların geliştirildiği görülmektedir. Bunlardan en önemli üçünün, piyasada oluşan eksik rekabet sorunlarından kaynaklandığı ortaya çıkmaktadır: Vergilendirme, asimetrik bilgi (sinyal etkisi) ve temsil maliyetleri. Akademik çalışmalarda, her bir değişkenin tek başına bırakılarak incelenmesinden dolayı, gerçek hayatta hepsinin birlikte ortaya çıkardığı karmaşık etkileşimin sonuçları araştırmalarda bulgulanamamaktadır. Eğer piyasadaki bu eksiklikler olmasaydı, MM'nin temettünün kayıtsızlığı savı doğru olabilirdi. Bu üç neden dışında, bunlar kadar önemli olmayan üç farklı neden daha bulunmaktadır: İşlem maliyetleri, ihraç maliyetleri ve yatırımcının ussal olmayan davranışları.

Şirketlerin neden temettü ödemesi yaptıklarına dair yapılan araştırmalardan üç sonuç çıkmaktadır. Birincisi, piyasadaki eksik rekabetten kaynaklanan nedenlerden her birisinin temettü ödemesini etkilemesidir. İkincisi, hiçbir kuramın tek başına yeterli açıklamayı getirememesidir. Ancak bunlardan, sinyal etkisi ve temsil maliyetleri gerekçeleri; vergilendirme gerekçesine göre daha fazla deneysel kanıt sunmaktadır. Üçüncüsü, bir önceki açıklamalar kadar önem derecesine sahip olmasalar da, işlem maliyetleri, ihraç maliyetleri ve ussal olmayan yatırımcı davranışları, bir şirketin temettü ödeme kararı üzerinde etkili olmasıdır (Baker, 2002:243-247).

2.2. Şirketlerin Hisse Senedi Geri Satın Alımı Yapma Nedenleri

Literatür tarandığında, hisse senedi geri satın alımı için farklı gerekçeler ortaya çıkmaktadır. Bu gerekçeler, temettü ödeme gerekçelerine benzemekle beraber aynı değildirler. Hisse senedi geri satın alımını açıklayan başlıca altı neden aşağıda açıklanmaktadır (Baker, 2002:249-252):

2.2.1. Vergisel Güdülenme

Temettü ödemesi yerine hisse senedi geri satın alımları, ortakların vergi yükünü azaltmaktadır. Temettü dağıtımına uygulanan vergi yükü, sermaye kazançları üzerinden hesaplanan vergi yükünden daha fazla olmaktadır. ABD gibi gelişmiş piyasalardaki uygulamanın günümüze uzanan tarihsel gelişimi bu doğrultuda olmuştur. Bu uygulamalar, sermaye kazançları üzerindeki vergi yükünü azalttığı için, hisse senedi geri satın alımı, gerek şirket gerekse

ortaklar açısından daha düşük maliyetlidir. ABD'de 2003 yılında çıkarılan kanunla söz konusu farklılığın ortadan kaldırılmasına karşın, hisse senedi geri satın alımları artarak devam etmektedir.

2.2.2. Sinyal Etkisi Açıklaması

Literatür incelendiğinde, hisse senedi geri satın alımları ile ilgili araştırılan nedenlerden birisi de sinyal etkisidir. En kısa ifadeyle sinyal etkisi, şirket yöneticilerinin şirketin gelecekteki değeri hakkında yatırımcılara göre daha fazla bilgi sahibi olmalarıdır. Şirket yöneticileri ile yatırımcılar arasındaki bu asimetrik bilgi akışından dolayı, şirketin hisse senetlerini geri alması, hisse senetlerinin gerçek değerinin piyasada düşük kaldığı yönünde sinyal etkisi yaratmaktadır. Böylece, şirketin geleceği hakkında piyasaya olumlu sinyal verilmektedir. Araştırmalar, geri satın alım haberinin piyasaya duyurulması sonrasında hisse senedi fiyatının yükseldiğini göstermektedir. Sinyal etkisinin gücü şirket tarafından seçilen geri satın alımı yöntemine (yöntemler bu makalenin 4. bölümünde açıklanmaktadır), alımın büyüklüğüne ve ödenecek fiyata göre de farklılık göstermektedir. Ortaklara sabit fiyatlı teklif yolunun uygulandığı yöntemlerden sonra, hisse senetlerinin fiyatlarındaki artış oranları diğer yöntemlere göre daha yüksek gerçekleşmektedir. Açık eksiltme ve açık piyasa işlemleri ile alım yapılması yöntemlerinde ise daha zayıf sinyal etkisi gözlenmektedir.

2.2.3. Serbest Nakit Akışlarının Temsil Maliyetleri

Şirketlerin hisse senedi geri satın alımları, temsil maliyetlerini azaltmaktadır; çünkü, ortaklara, nakit çıkışının yapılması sayesinde, yöneticilerin şirkette birikmiş atıl nakdi fazla ya da gereksiz yatırımlara yönlendirme olasılığı kalmamaktadır. Bu, şirketin yatırım fırsatlarının azaldığının da bir göstergesi sayılabilir. Bu durum temettü ödemesinde de geçerli olmakla beraber, hisse senedi geri satın alımları, şirketin, sektördeki rakiplerine göre daha fazla nakdi olduğunu gösterdiğinden piyasada olumlu karşılanmaktadır.

2.2.4. Sermaye Piyasası Dağılımları

Sermaye piyasası dağılımları kuramı, ortakların hisse senedi geri satın alımı programından kazançlı çıkacaklarını iddia etmektedir. Bu kuramın arkasındaki dayanak şudur: Ekonomide üretkenlik fırsatlarının belirdiği dönemlerde, ortaklar, şirket yöneticilerine göre sermayeyi, sermaye

piyasalarına daha iyi bir şekilde dağıtabilmektedirler. Bu olanağın temettü ödemesinde de geçerli olduğu söylenebilir; ancak, yaşam döngüsünün sonlarına gelen şirketlerden hisse senedi geri satın alımı yoluyla ortaklara aktarılan kaynak, ortaklarca geleceği parlak görünen başka şirketlere yatırılabilir. Bu kuramı destekleyen bir araştırmada, hisse senedi geri satın alımı yapan şirketlerin, varlık yapılarını küçülttüğü bulgulanmıştır (Nohel ve Tarhan, 1998:220). Bir diğer araştırmada ise, hisse senedi geri satın alımı yapan şirketlerin sermaye bütçelemelerini azalttığı saptanmıştır (Grullon ve Michaely, 2004:656).

2.2.5. Sermaye Yapısı Düzeltmeleri

Yöneticiler, hisse senedi geri satın alımı yöntemini, bir şirketin sermaye yapısını değiştirmek için bilinçli olarak kullanabilmektedirler. Yöneticiler, sermaye yapısında önemli bir değişiklik yapmak istediklerinde, hisse senedi geri satın alımı yoluyla yabancı kaynak kullanımına geçebilirler. Böylece, faizin vergi üstünlüğünü kullanmak isteyen şirket yöneticileri sermaye yapısını değiştirebilmektedirler.

2.2.6. Hisse Senedi Opsiyon Gerekeşi

Şirketler, hisse senedi geri satın alımı yöntemini, hisse senedi opsiyon alımlarının nakit akışlarının fonlanması için kullanabilirler. Hisse senedi opsiyonu olan yatırımcıların opsiyonlarını kullanmalarından doğacak sermaye artışının önüne geçilebilmektedir. Yapılan deneysel bir araştırmada, şirketlerin hisse senedi geri satın alım kararlarında birden çok nedenin geçerli olduğu gerçeği kabul edilmelidir. Kanıtlar, şirketlerin hisse senedi geri satın alımı gerekçesini açıklayan küresel boyutta kabul edilmiş bir kuramın olmadığını göstermektedir.

Sonuç olarak, hisse senedi geri satın alımı nedenleri arasında sayılan sinyal etkisi ön plana çıkmakla beraber, deneysel araştırmalar diğer nedenleri de desteklemektedir. Gerekçelerden bazıları birbirini dışlamadığı için, hisse senedi geri satın alım kararlarında birden çok nedenin geçerli olduğu gerçeği kabul edilmelidir. Kanıtlar, şirketlerin hisse senedi geri satın alımı gerekçesini açıklayan küresel boyutta kabul edilmiş bir kuramın olmadığını göstermektedir.

Temettü ödemesi ile hisse senedi geri satın alımı yöntemlerine ait literatürde ortaya çıkan farklılıklar aşağıda özetlenmektedir (Vermaelen, 2005:254-255):

a. Hisse senedi geri satın alımları bir ya-

tırım kararıdır. Temettü ödemelerinde her bir ortak hissesi oranında eşit nakit alırken, hisse senedi geri satın alımlarında, hisse senedini satan ortaklardan hisse senedini satmayan ortaklara servet transferi olmaktadır.

b. Temettü ödemeleri, gelecekte de temettü ödemeleri olacağı sinyali vermektedir.

c. Temettü ödemeleri, genelde, sermaye kazançlarından daha yüksek oranda vergilendirilmektedir.

d. Temettü ödemeleri, yöneticilerin ve çalışanların hisse senedi alım opsiyonlarının değerini düşürmektedir.

e. Hisse senedi geri satın alımları, yöneticilerin sahip olduğu hisseleri satmamaları koşuluyla, yönetimin sermaye payının ağırlığını arttırmaktadır. Bu, şirket yöneticilerinin, hissedar değerini yükseltme konusundaki bağlılıklarını arttırmakta ve böylece özsermaye temsil maliyetini düşürmektedir.

Bu farklılıkların yanında, hisse senedi geri satın alımının diğer üstünlükleri ise şu şekildedir (Wiemer ve Diel, 2008:299):

*Ortaklara tanınan esneklik (her ortak, satıp satmama kararını ve ne kadar satacağını, kendi vergi durumuna, beklentilerine ve nakde olan gereksinimine göre değerlendirmektedir).

*Şirkete tanınan esneklik (şirket, kendisi için en uygun olacak zamanı ve yöntemi belirlemektedir).

*Temettü ödemesine göre düşük işlem maliyeti (bütün ortaklara dağıtılması gerektiğinden, temettü daha fazla yönetsel zamana ve gidere yol açmaktadır).

Birçok nedenden, hisse senedi geri satın alımı yöntemi, temettü ödeme yöntemine göre üstün gözükmektedir. Temettü ödenmesinin en önemli nedeninin, hisse senedi fiyatının piyasada çok değerlenmesi gözükmektedir. Uzun dönemli araştırmalar, yöneticilerin, hisse senedi fiyatlarının düşük olduğu zamanlarda hisse senedi geri satın alımı yapmaya eğilimli olduklarını göstermektedir. Hisse senedi geri satın alımı yöntemi geçmişe göre daha fazla tercih edilmektedir: 1974-1998 yılını kapsayan dönemde, ortaklara ödeme oranının sabit kalırken, temettü ödeme oranının %22,3'ten %13,8'e düştüğü ve hisse senedi geri satın alım oranının da %3,7'den %13,6'ya çıktığı bulgulanmıştır (Vermaelen, 2005:256).

Hisse senedi geri satın alımlarının önemi küresel boyutta artmaktadır. Bu

önemi arttıran nedenler arasında, yönetmeliklerin değişmesi, vergi kanunlarındaki değişiklikler ve hisse senedi sahiplerinin sahip oldukları değeri arttırmaya yönelik yaklaşımlar sayılmaktadır. Ayrıca, hisse senedi geri satın almaları sonucu artan hisse senedi değerleri de yöneticilerin performans değerlendirmesini olumlu etkilemekte olup yöneticileri bu yönetime teşvik etmektedir.

3. Hisse Senedi Geri Satın Alımları İle Şirket Değeri Arasındaki İlişki

Hisse senedi geri satın alımları şirket değerini etkilemekte midir? Bu sorunun cevabı, konuya kuramsal ya da uygulamalı açıdan bakılmasına göre değişiklik göstermektedir.

3.1. Kuramsal Yaklaşım

Etkin sermaye piyasası kuramı çerçevesinde, hisse senedi geri satın alım bedellerinin ortaklara ödenmesi için yapılan nakit çıkışından ya da borçlanmadan dolayı, şirketin değeri azalmaktadır. Hisse senedi geri satın alım haberinin kamuya duyurulması öncesi ve sonrasında, etkin piyasa kuramına göre hisse senedi fiyatının aynı kalmasından dolayı, hisse senedi alımları şirketin piyasa değerini anında düşürmektedir; çünkü, piyasadaki hisse senedi adedinin azalmasından dolayı, piyasa değeri hesaplanırken alım sonrası piyasada geriye kalan hisse senedi adedinin hisse senedi fiyatı ile çarpımı sonucunda, hisse alımı öncesine göre, daha düşük bir piyasa değeri ortaya çıkmaktadır.

Temettü ödemeleri de piyasa değerini düşürmektedir; ancak temettü ödemesinde, hisse senedi adedi aynı kalırken hisse senedinin fiyatı iskonto edilmektedir. Yapılan temettü ödemesi oranında hisse senedinin değeri azalmaktadır (Wiemer ve Diel, 2008:299).

3.2. Uygulama Bakış Açısı

Gerçek hayata bakıldığında ise, sermaye piyasalarının genellikle etkin olmadığı görülmektedir. Bunun başlıca nedenleri arasında, şirket yöneticileri ile yatırımcılar arasındaki asimetrik bilgi paylaşımı ve ussal davranmayan yatırımcılar bulunmaktadır. Hisse senedi geri satın alımları, etkin olmayan piyasalarda, hisse senedi fiyatlarını yükseltmesinden dolayı şirket yöneticilerine büyük başarı sağlamaktadır. Hisse senedi fiyatında oluşan bu olumlu etki aşağıda, iki farklı açıdan değerlendirilmektedir (Wiemer ve Diel, 2008:300):

3.2.1. Şirket Açısından

Hisse senedi geri satın alımlarının şirket değerine etkisi, şirket yönetimi açısından aşağıdaki sonuçları doğurmaktadır:

a. Şirketin sermaye yapısındaki değişmeden dolayı (hazır değerlerdeki azalmandan dolayı sermaye maliyetinin düşmesi ve/veya finansal kaldıraçın ağırlığının artmasından dolayı faizin vergi üstünlüğü olması) hisse senedi fiyatı olumlu etkilenmektedir.

b. Şirket kârının aynı kalmasına karşın, hisse senedi sayısının azalmasından dolayı hisse senedi başına kâr büyümektedir. Hisse senedi başına kâr, yöneticilerin, ortakların ve yatırımcıların dikkat ettiği önemli bir performans göstergesidir.

3.2.2. Yatırımcıların Algılaması Açısından

Hisse senedi geri satın alımlarının şirket değerine etkisi, yatırımcılar açısından aşağıdaki sonuçları doğurmaktadır:

a. Hisse senedi geri satın alımları, şirket yönetiminin şirketin geleceğine dair olumlu beklentisi olduğunun sinyalini vermektedir.

b. Şirket yönetiminin, şirketin hisse senedi fiyatının piyasa tarafından düşük değerlendirildiği görüşüne katılmadığını göstermektedir. Bu durum, hisse senetlerine ek talep yaratabilmektedir.

c. Hisse senedi geri satın alımları, şirket yönetiminin finansal duruma özen gösterdiğini vurgulamaktadır; bu da yatırımcılar tarafından olumlu karşılanmaktadır.

d. Şirket yönetimi, hisse senedi geri satın alımının gerekçelerini yatırımcılara iyi açıklamak zorundadır. Şirket yönetimi, şirketin elinde güçlü hazır değerler bulunduğunu ve hisse senedi geri satın alımına ödenecek tutarlar yüzünden şirketin büyüme fırsatlarını kaçırmadığını yatırımcılarına açıklamalıdır.

Şekil 1'de, hisse senedi geri satın alımlarının, hissedar değerine nasıl etki ettiği görülmektedir. Yöneticiler, piyasadaki fiyatlara güvenmesini söyleyen etkin piyasa kuramından dolayı umutlarını kaybetmemeli ve özellikle etkin olmayan piyasalarda hisse senedi geri satın alımlarının sunduğu fırsatlardan yararlanmalıdırlar (Vermaelen, 2005:257).

4. Hisse Senedi Geri Satın Alımı Yöntemleri

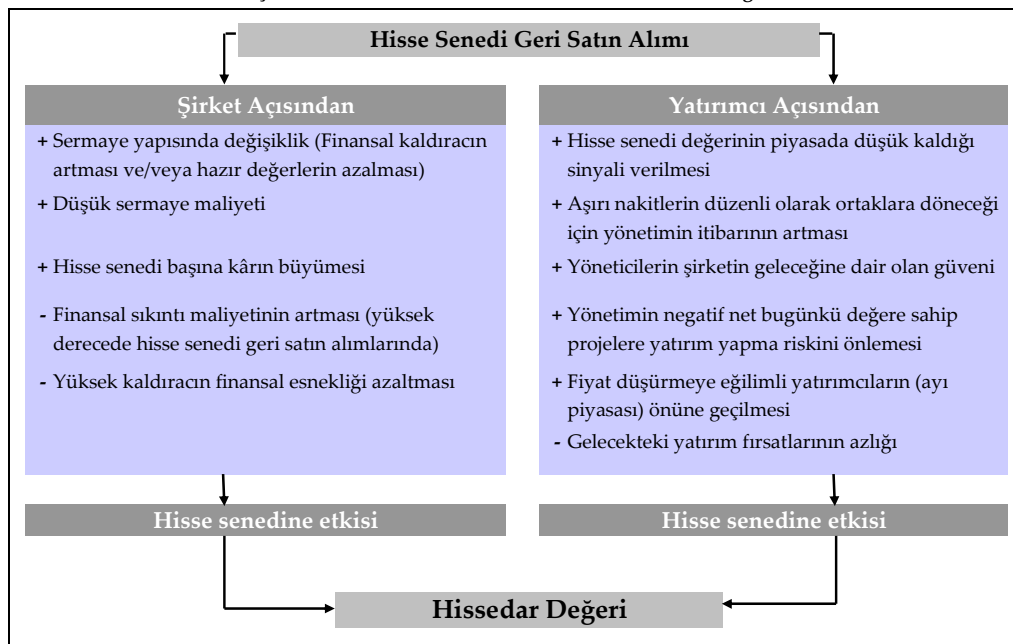
Hisse senedi geri satın alımında başlıca beş yöntem kullanılmaktadır (Vermaelen, 2005:173-181):

4.1. Ortaklara Hisse Senetlerini Sabit Fiyattan Satın Alma Teklifi

Şirket, satın alacağı hisse senedi adedi ve bir hisse senedi için belirlediği sabit fiyatı önceden açıklamaktadır. Eğer ortakların satmayı teklif ettikleri hisse senedi

adedi, şirketin almayı taahhüt ettiği hisse senedi adedinden daha fazla ise; şirket, taahhüt ettiği adet ile teklif edilen adet arasında, her ortağa eşit davranmak koşuluyla, dilediği miktarda alım yapabilmektedir. Eğer, teklif edilen adet, şirketin almayı taahhüt ettiği adetten az ise, şirket teklif edilen tüm hisse senetlerini beyan ettiği fiyattan satın almaktadır.

Şekil 1: Hisse Senedi Geri Satın Alımı ve Hissedar Değeri



Kaynak: Wiemer ve Diel, 2008:300.

4.2. Ortaklara Hisse Senetlerini Açık Eksiltme Esasına Dayalı Satın Alma Teklifi

Bu yöntemde tek bir fiyat yerine, bir fiyat aralığı belirtilmektedir. Hisse senedini satmak isteyen ortaklar, satmak istedikleri hisse senedi adedini ve kabul edecekleri en düşük fiyatı belirtirler. Böylece, çağrışı yapan şirket, almak istediği adete denk gelen en düşük fiyatı tüm hisse senedi sahiplerine öder. Örneğin, şirket 1 milyon adet hisse senedini, hisse başına 5.TL ile 10.TL arasında almayı teklif etmektedir. Sonuçta ise, şirket almak istediği 1 milyon adet hisse senedini, hisse başına 7.TL ödeyerek satın almaktadır. Bu yöntem, sabit fiyattan satın alma yöntemine göre şirketler açısından daha düşük bir nakit

çıkışı sağlamaktadır.

4.3. Açık Piyasa İşlemleri ile Geri Satın Alım

Hisse senedi geri satın alımının en yaygın yöntemi, açık piyasa işlemleri ile satın almaktır. Yapılan bir araştırmada, toplam satın alımların değer olarak yaklaşık %90'ı açık piyasa işlemleri ile gerçekleşmektedir. Şirket bir aracı kurum ile anlaşarak piyasadaki alım yapmaktadır. Bu yöntem, alım yapan şirket açısından en düşük maliyetli yöntemdir. Şirket herhangi bir alım taahhüdüne girmemektedir. Bu nedenle de bazen bu satın alım programları yılları bulabilmekte ya da %100 tamamlanamamaktadır. Yapılan bir araştırmada, bu yöntemin kullanıldığı satın alım programlarının %78'inin tamamlandığı ortaya çıkmıştır (Stephens ve Weisbach, 1998:313-314).

4.4. Özel Yatırımcılarla İhaleye Dayalı Satın Alım

Bir şirket, hisse senetlerini büyük bir yatırımcıdan geri almayı isteyebilir. Bu yöntemin kullanılmasında farklı gerekçeler vardır. Gerekçeler arasında, şirketin hisse senetlerini ele geçirmeye çalışan bir gruptan, piyasa fiyatının üzerinde prim ödeyerek satın alım nedeni sayılabilir. Bir diğer gerekçe ise, nakde sıkışan büyük yatırımcılardan, piyasa fiyatının altında hisse senetlerine sahip olma fırsatını kullanma olabilir. Yakın tarihli bir araştırmada, özel yatırımcılardan yapılan satın alımların %45'inin piyasa fiyatının altında iskontolu gerçekleştiği bulgulanmıştır. Bunun da başlıca nedenleri arasında, satıcının söz konusu şirketin hisse senedinden çıkma isteği ile zayıf pazarlık gücü sayılmaktadır (Peyer ve Vermaelen, 2005:393).

4.5. Türev Ürünler İçeren Geri Satın Alım

Türev ürünlerin kullanıldığı satın alımlar birleşik (sentetik) satın alımlar olarak adlandırılmaktadır. Hisse senedi geri satın alımı yapacak şirketler, yatırım bankaları ile işlem yapmaktadır ki bankalar da karşı pozisyon alarak risklerini dağıtmaktadırlar. Diğer yöntemlere göre bu yöntemin üstünlüğü, nakde gerek duyulmadan, gerçek fiyatı piyasa fiyatından düşük kaldığı düşünülen hisse senedinden fayda sağlanmaya çalışılmasıdır. Bu yöntemin zayıf yanı ise, şirket tarafından taahhüde girildiği için, açık piyasadan işlem yapma esnekliğinin kaybedilmesidir. Diğer taraftan, taahhüde girdiği için şirket, piyasaya daha inandırıcı bir sinyal vermektedir. Böylece, satın alım programının tamamlanamama gibi bir olasılığının olmadığı yatırımcılara duyurulmakta ve güven verilmektedir. Başlıca üç tür program bulunmaktadır: Satış opsiyonu, maliyetsiz opsiyon (collar) alımı ve vadeli sözleşme alımı.

Yakın zamanda, yatırım bankaları tarafından "Hızlandırılmış Hisse Senedi Geri Satın Alımı" uygulaması başlatılmıştır. Şirket ile yatırım bankası arasında bu sözleşmenin imzalanması ile beraber şirket, finansal tablolarında hisse senetlerini gösterebilmektedir. Bu sayede, piyasadaki hisse senedi sayısı azaldığı için, hisse senedi başına kâr artmaktadır (Kimmel ve Warfield, 2008:120).

5. Türkiye'deki Gelişmeler

Türkiye'de, 6762 sayılı Türk Ticaret Kanunu'nun "Şirketlerin Kendi Hisse Senetlerini Satın Alması" başlıklı 329. maddesinde, bazı istisnalar haricinde, şirketlerin kendi

hisse senetlerini geri alamayacağı belirtilmiştir. Ancak, Sermaye Piyasası Kurulu'nun (SPK) 01.09.2009 tarihi ve 27/748 sayılı İlke Kararı ile hisse senetlerinin geri satın alımı konusunda bir ilk gerçekleştirilmiştir. Böylece, İMKB'de işlem gören bazı şirketlere kendi hisse senetlerini geri satın alma yolu açılmıştır.

Türkiye'de, SPK'nın kararı öncesinde, şirketlerin kendi hisse senetlerini geri almaya olanak olmadığından, Türk finans literatüründe temettü ödemesi ile hisse senedi geri satın alımlarının karşılaştırılmasına yönelik deneysel bir çalışma da bulunmamaktadır. Bu nedenle, bu bölümde, Türkiye'deki temettü ödemeleri ile ilgili bazı saptamalar yapıldıktan sonra, 01.09.2009 tarihi öncesi ve sonrasında hisse senedi geri satın alımı konusu incelenmektedir.

5.1. Temettü Ödemesi Gelişimi

İMKB'de işlem gören şirketlerin 2000 yılı öncesindeki temettü politikaları incelendiğinde, şirketlerin düzensiz temettü dağıtım politikası izledikleri ve dağıtılacak temettü tutarının belirlenmesini sağlayan temel etmenin ilgili yıldaki şirket kârı olduğu bulgulanmıştır. İMKB'de işlem gören şirketlerin kârlarının en az %50'sini dağıtmaları yönündeki zorunlu uygulamanın 1995 yılında kalkmasından sonra da düzensiz temettü ödeme politikasında değişiklik olmamış, hatta ödenen temettü tutarları azalmış ve birçok şirket ödemeyi durdurarak iç kaynaklarını finanse etmiştir (Adaoğlu, 2000:268). 2000-2002 yıllarında, şirketlerin net nakit temettü (nakit temettü-bedelli sermaye arttırımı) oranı negatif düzeydedir. Diğer bir ifade ile, şirketler, ödedikleri temettü tutarından daha fazlasını, bedelli sermaye arttırmaları ile ortaklarından geri almışlardır (Yılmaz, 2003:28). Türkiye'de halka açık şirketlerin %75'inde, kamuya açıklanmış bir kâr dağıtım politikası bulunmamaktadır. Ortaklar ile ilişkiler açısından bu durum iyi değildir. SPK'nın yayımladığı kurumsal yönetim ilkelerinde, yönetim kurulu tarafından kâr dağıtım politikası ile ilgili açıklamalar istenmektedir (Aysan, 2007:165).

Türkiye'de İMKB şirketleri için, Ocak 1986-Mart 2008 tarihleri arasındaki dönemde temettü verimi ile hisse senedi getirisi arasındaki ilişkinin incelendiği bir çalışmada, yüksek (düşük) temettü verimlerini izleyen dönemlerdeki hisse senedi getirilerinin göreceli olarak daha yüksek (düşük) olduğu saptanmıştır (Ünlü, Bayrakdaroğlu ve Ege, 2008:150). Bu durum, ortaklara yapılan ödemeler sonrasında, şirketin piya-

sa değerinin olumlu etkilendiğini göstermektedir. Tablo 1’de, 1998-2008 yılları için İMKB’de işlem gören şirketlerin temettü ödeme gelişimi görülmektedir. Özellikle 2004 yılından sonra, temettü ödeyen şirket sayısında ve ödenen temettü yüzdesinde

artış görülmektedir. 2004-2008 yılları arasında, temettü ödeyen şirket sayısının toplam şirket sayısına oranının %37 ve temettü ödeyen şirketlerde temettü veriminin %33 olduğu hesaplanmaktadır.

Tablo 1: İMKB Şirketleri ve Temettü Ödeme Gelişimi

Yıllar ^a	A	B	C (B/A)	D	E	F (D/E)	G	H (D/G)
	Toplam Şirket Sayısı ^{b,c}	Temettü Ödeyen Şirket Sayısı ^d	Temettü Ödeyen Şirket %si	Ödenen Toplam Brüt Temettü (000’TL)	Toplam Şirket Kârları (000’TL)	Ödenen Toplam Temettü %si	Toplam Şirket Kâr/Zararı (000’TL)	Ödenen Toplam Temettü %si
2008	306	95	31	9.490.639	25.846.743	37	22.579.148	42
2007	309	119	39	10.338.950	35.817.335	29	35.195.535	29
2006	311	122	39	7.151.796	21.087.842	34	19.921.373	36
2005	307	117	38	5.205.183	15.088.675	34	11.218.737	46
2004	300	110	37	3.970.946	12.789.682	31	11.891.689	33
2003	294	63	21	1.941.984	10.704.967	18	9.936.695	20
2002	282	79	28	931.170	5.520.252	17	4.571.716	20
2001	276	75	27	664.470	2.053.602	32	-2.949.114	-23
2000	279	82	29	663.372	2.846.287	23	2.143.695	31
1999	300	101	34	609.956	2.635.826	23	1.753.412	35
1998	268	108	40	422.210	2.635.826	16	1.339.276	32

Notlar:

^a: Yıllar, finansal tabloların ait olduğu yılları göstermekte olup, temettü ödemeleri bir sonraki yıl içinde yapılmıştır.

^b: "Gözümlü Pazarı" ve "Diğer Şirketler" (borsa kotundan çıkartılan şirketler) alt grupları bu listeye alınmamıştır.

^c: Birden fazla hisse senedi olan şirketler, tabloda bir şirket olarak değerlendirilmiştir (Adana, İş Bankası gibi).

^d: Aynı yıl içinde birden fazla temettü dağıtan şirketler, bir şirket olarak değerlendirilmiştir (Örnek: Ford Otosan, Uşaş gibi).

Kaynak: İMKB verilerinden derlenmiştir.

5.2. 01.09.2009 Öncesinde Hisse Senedi Geri Satın Alımı

01.09.2009 tarihine kadar, Sermaye Piyasası Kanunu’nda şirketlerin kendi hisselerini geri satın almasına ilişkin herhangi bir düzenleme bulunmamasına karşın, Türk Ticaret Kanunu’nun 329. maddesinde, şirketlerin sadece aşağıdaki özel durumlarda kendi hisselerini satın alabilecekleri belirtilmiştir:

a.Hisse senetlerinin, anonim ortaklığın esas sermayesinin azaltılmasına ilişkin bir karara dayandırılarak alınması,

b.Hisse senetlerinin, anonim ortaklığın bir alacağının ödenmesi amacıyla devralınması,

c.Hisse senetlerinin, bir malvarlığının veya şirketin borç ve alacakları ile birlikte devralınması sonucunda anonim ortaklığa geçmesi,

d.Hisse senetlerinin devir alınmasının ya da rehin olarak kabul edilmesinin, esas sözleşmeye göre anonim ortaklığın faaliyet konusu içine giren işlemlerden olması,

e.Hisse senetlerinin; yönetim kurulu üyeleri, müdürler ve memurlar tarafından kendilerine bu sıfatla düşen sorumluluk dolayısıyla rehin olarak yatırılması,

f.Hisse senetlerinin hibe edilmesi.

Her ne kadar yukarıda sayılmasa da,

Türkiye’deki uygulamada, şirketler grup şirketlerine ait hisse senetlerini alabilmektedirler. Bu işlemlere örnek olarak, Doğan Holding’in iştiraki olan Petrol Ofisi, Hürriyet ve Milliyet’teki hisse senetlerini alması; Akbank’ın kurucu hisselerini geri alması gösterilebilir. Ancak, bu işlemler gerçek bir hisse senedi geri satın alımı olarak değerlendirilmemektedir.

5.3. 01.09.2009 Sonrasında Hisse Senedi Geri Satın Alımı

Avrupa Birliği (AB) uyum sürecinde, sermaye piyasasının AB normlarına uygun hale getirilerek güncel gereksinimleri karşılaması için çalışılmaktadır. Bu doğrultuda, yeni Türk Ticaret Kanunu tasarısının 378-389. maddelerinde, şirketlerin belirli koşullarda kendi hisse senetlerini geri alabilecekleri ifade edilmiştir. SPK 01.09.2009 tarih ve 27/748 sayılı İlke Kararı ile, hisse senetleri İMKB’de işlem gören aracı kurumlar ve yatırım ortaklıklarının kendi hisselerini satın almalarının önünü açmıştır. Böylece, bugün için, 33 Menkul Kıymet Yatırım Ortaklığı, 13 Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı, 2 Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklığı ve aracı kurum olarak sadece İş Yatırım olmak üzere borsada işlem gören toplam 313 (13 “Gözümlü Pazarı” ve 6 “Diğer Şirketler” gruplarına dahil şirketler hariç) şirketten 49’una, diğer bir ifade ile %16’sına, hisse senetlerini geri

satın alma hakkı tanınmaktadır. Bu şirketler, kendi genel kurullarında kabul edilmiş bir program çerçevesinde, 18 ayı geçmeyen bir sürede, ödenmiş sermayenin %20'sini aşmayacak bir şekilde kendi hisse senetlerinin geri satın alımını yapabileceklerdir. Geri satın alım programı bittikten sonra, şirketler aldıkları bu hisse senetlerini tekdardan satabileceklerdir.

Şirketlerin hisse senetlerini geri satın alması, bu çalışmada açıklanan gerekçelerden dolayı tarafların ilgisini çekecektir. Vergi güdülenmesi açısından Türkiye'deki mevcut durum incelendiğinde, temettü dağıtımına %15 stopaj kesintisi yapılmaktadır. Diğer taraftan, hisse senedi alım kazançları, tam mükellef gerçek kişiler için, 1 yıldan uzun süre tutulması koşuluyla stopaj ve beyana tabi bulunmamaktadır. 1 yıldan az elde tutulması durumunda %10 stopaj uygulanırken, yaşanan küresel ekonomik kriz sonrasında alınan bir kararla, 14.11.2008 tarihinden sonra stopaj oranı, elde tutma süresine bakılmaksızın %0'a düşürülmüştür. Ayrıca, alım satım kazançlarının hesaplanmasında, ÜFE'deki değişime endekslenerek enflasyondan arındırılmış tutar üzerinden vergi hesaplanmaktadır. Görüldüğü gibi, vergi güdülenmesi Türkiye için de önemli bir gerekçedir. Bu makalenin literatür bölümünde açıklanan diğer gerekçeler de hisse senedi geri satın alımına olan ilgiyi arttıracaktır. Bütün bu gerekçelere ek olarak, hisse senedi geri satın alımı, yeterli derinliğe sahip olmayan İMKB'de oluşacak manipülasyonların da engellenmesine katkıda bulunacaktır.

6. Sonuç

Şirketler ortaklarına iki yöntem ile nakit ödeme yapmaktadır: Bunlardan birisi temettü ödemesi diğeri ise hisse senedi geri satın alımıdır. Şirketlerin ortaklarına neden ve ne şekilde ödeme yaptıklarına dair farklı görüşler olup literatürde bu durum "temettü bilmececi" olarak tanımlanmaktadır. Türkiye'de yakın zamana kadar sadece temettü ödemesi yapılabilmekteyken, SPK'nın 01.09.2009 tarihli İlke Kararı ile, İMKB'de işlem gören sınırlı sayıda şirket için hisselerini geri satın alımı yapabilmelerinin yolu açılmıştır.

Türkiye'deki temettü ödeme gelişimi incelendiğinde, şirketlerin %75'inin bir temettü politikası bulunmamaktadır. Şimdi ise, en azından bazı şirketler için, şirketlerin önlerinde temettü ödemesi ile hisse senedi geri satın alımı yapma seçenekleri bulunmaktadır. Bu çalışmada açıklandığı üzere, hisse senedi geri satın almaları, temettü ödemelerine göre bazı üstünlükler sunmak-

tadır. Nakit fazlası ve/veya borçlanma kapasitesi olan şirketler, Türkiye sermaye piyasası gibi etkin olmayan piyasalarda, hisse senedi geri satın almalarının getirdiği fırsatlardan yararlanmalıdırlar. Şirketler, her iki yöntemi incelemeli ve kendilerine göre bir strateji belirlemelidir. Küresel uygulamalara bakıldığında, hisse senedi geri satın almalarının artmakta olduğu ve temettü ödemesi ile hisse senedi geri satın alımının şirketler tarafından birlikte yapıldığı görülmektedir. Gelecekte, hisse senedi geri satın alım yönteminin Türkiye'deki uygulama kapsamının genişletileceği beklendiğinden dolayı, şirketlerimiz bu yeni döneme kendilerini hazırlamalıdırlar.

KAYNAKÇA

- Adaoğlu, Cahit (2000), "Instability in the dividend policy of the İstanbul Stock Exchange (ISE) corporations: evidence from an emerging market", *Emerging Markets Review*, Vol.1 No:3, s.252-270.
- Akgüç, Öztin (1998), *Finansal Yönetim*, yen.7.b., Avcıoğlu Basım Yayın:İstanbul.
- Aysan, Mustafa (2007), *Kurumsal Yönetim ve Risk*, Elit Ofset: İstanbul.
- Baker, H. Kent, Gary E. Powell ve H. Theodore Veit (2002), "Revisiting the Dividend Puzzle. Do all of the pieces now fit?", *Review of Financial Economics*, Vol.11 No:4, s.241-261.
- Bechmann, Ken L. ve Johannes Raaballe (2010), "Taxable cash dividends: A money-burning signal", *European Journal of Finance*, Vol.16 No:1, s.1-26.
- Black, Fisher (1976), "The Dividend Puzzle", *Journal of Portfolio Management*, Winter76, Vol.2 No:2, s.5-8.
- Brealey, Richard A., Stewart C.Myers ve Franklin Allen (2008), *Principles of Corporate Finance*, 9th ed., New York: McGraw-Hill.
- DeAngelo, Harry, Linda DeAngelo ve Douglas J. Skinner (2004), "Are dividends disappearing? Dividend concentration and the consolidation of earnings", *Journal of Financial Economics*, Vol.72 No:3, s.95-287.
- Fama, Eugene F. ve Kenneth R. French (2001), "Disappearing dividends: changing firm characteristics or lower propensity to pay?", *Journal of Financial Economics*, Vol.60 No:1, s.3-43.
- Gullon, Gustavo ve Roni Michaely (2004), "The information content of share repurchase programs", *The Journal of Finance*, Vol.59 No:2, s.651-680.
- Kimmel, Paul D. ve Terry D. Warfield (2008), "Accelerating corporate performance: stock buybacks with zip", *Issues in Accounting Education*, Vol.23 No:1, s.119-128.
- Nohel, Tom ve Vefa Tarhan (1998), "Share repurchases and firm performances: new evidence on the agency costs of free cash flow", *Journal of Financial Economics*, Vol.49 No:2, s.187-222.
- Peyer, Urs C. ve Theo Vermaelen (2005), "The many facets of privately negotiated share repurchases", *Journal of Financial Economics*, Vol.75 No:2, s.361-395.
- Stephens, Clifford C. ve Michael S. Weisbach (1998), "Actual share reacquisitions in open market repurchase programs", *Journal of Finance*, Vol.53 No:1, s.313-333.
- Ünlü, Ulaş, Ali Bayraktaroğlu ve İlhan Ege (2008), "Hisse senedi getirilerinin tahmininde temettü verimi: İMKB 100 ve S&P 500 üzerine ampirik bir uygulama", *12. Ulusal Finans Sempozyumu*, Kayseri, s.143-156.
- Vermaelen, Theo (2005), "Share Repurchases", *Foundations and Trends in Finance*, Vol.1, No:3, s.171-268.
- Wiemer Joerg ve Steffen Diel (2008), "Strategies for share buybacks", *Journal of Corporate Treasury Management*, Vol.1 No:4, s.297-304.
- Yılmaz, Mustafa Kemal (2003), "Hisse Senetleri İMKB'de işlem gören şirketlerin temettü politikaları üzerine bir analiz: Nakit temettü-Sektör Davranışı ilişkisi", *İMKB Dergisi*, Cilt:7 Sayı:25/26, s.18-41.