



***SERMAYE PİYASASI KURULU
ORTAKLIKLAR FİNANSMANI DAİRESİ***

**ANONİM ORTAKLIKLARIN
KENDİ HİSSE SENETLERİNİ
GERİ SATIN ALMASI
(STOCK REPURCHASE)**

YETERLİK ETÜDÜ

**Bülent Murat HAHOLU
Uzman Yardımcısı**

ANKARA, 2000

YÖNETİCİ ÖZETİ

Çalışmanın amacı, halka açık anonim ortaklıkların kendi hisse senetlerini geri satın almalarına ilişkin olarak, Türk Ticaret Kanunu'nun 329. maddesindeki yasaklayıcı hüküm nedeniyle, belli başlı durumlar dışında yapılması mümkün olmayan, bununla birlikte Anglo-Amerikan hukukunun egemen olduğu Amerika Birleşik Devletleri'nde ortaklıkların hissedarlarına dağıttıkları temettüe alternatif olarak kullanılan ve olağan bir uygulama olan *hisse senedi geri satın alımlarının* incelenmesidir. Çalışmada esas olarak Amerikan sistemi ele alınmış, daha sonra ülkemiz mevzuatı ve Avrupa Birliği düzenlemeleri incelenmiştir. Geri satın alımlar, Kara Avrupası hukukunun egemen olduğu Türk hukuku ve Avrupa Birliği hukukunda hissedarlar arasında eşitsizliğe yol açabileceği, ortaklığın malvarlığının ve alacaklılarının korunması gerektiği ve ortaklık yöneticilerinin manipülatif işlemlerine imkan tanınabileceği düşünceleriyle *-temel kural olarak yasaklama, istisnai olarak cevaz verme-* şeklinde düzenlenmiş, ancak sermaye piyasasının dünya ölçeğinde bakıldığında en gelişmiş olduğu Amerika Birleşik Devletleri'nde belli başlı istisnalar dışında serbest bırakılmıştır.

Amerikan uygulamasında, ortaklıklarca hisse senedi geri satın alımları çeşitli nedenlerle yapılabilmektedir: Geri satın alımlar temettü dağıtımlarına nazaran belli bir vergi avantajı sunmaları nedeniyle tercih edilmektedir. Borçlanarak gerçekleştirilen geri satın alımlar ile ortaklığın *borç/özsermaye oranının* ayarlanması mümkündür. Hisse senedi geri satın alımları ortaklığın ele geçirilme tehditlerine karşı bir savunma önlemi olarak kullanılabilir. Benzer şekilde, firmanın serbest nakit akımlarının değerlendirilmesinde de geri satın alımlardan yararlanılabilmektedir. Geri satın alımlar, piyasa açısından bakıldığında ortaklığın hisse senetleri hakkında bir uyarı fonksiyonuna sahiptir. Ortaklığın hisse senetlerinin piyasadaki değerinin düşük kaldığına ilişkin bir gösterge olarak hisse senedi geri satın alımı yapılabilmektedir. Geri satın alımlar kullanılarak sermaye piyasasında fonların verimsiz alanlardan verimli alanlara yönlendirilebilmesi mümkündür. Hisse senedi opsiyonları, hisse senedi varantları, hisse senedi ile değiştirilebilir tahviller ve çalışanların hisse senedi sahipliği gibi enstrümanlarla birlikte kullanılması amaçlarıyla da hisse senedi geri satın alımı yapılabilmektedir.

Amerikan hukukunda halka açık anonim ortaklıkların kendi hisse senetlerini geri satın alabilmeleri, Delaware General Corporation Law, Model Business Corporation Act, Securities and Exchange Act of 1934 ve Securities and Exchange Commission'un çeşitli kurallarıyla düzenlenmiştir. Geri satın alımların, ortaklığın hisse senetleri üzerinde manipülatif işlemlere imkan verebilmesi nedeniyle, Amerikan uygulamasında, Securities and Exchange Commission'un geri satın alımlar üzerinde çok sıkı bir gözetim ve denetimi bulunmaktadır.

Avrupa Birliği düzenlemelerinde ise temel hüküm Avrupa Konseyi İkinci Direktif'in 18. maddesidir. Buna göre, bir firma kural olarak kendi hisse senetlerini satın alamaz. Yasağın çeşitli istisnaları bulunmaktadır. Geri satın alım neticesinde, ortaklıkça satın alınan hisse senetlerinin nominal değeri, daha önce alınanlar da dahil olmak üzere hiçbir şekilde ortaklık sermayesinin %10'unu aşamaz.

Türk hukukunda, halka açık anonim ortaklıklar için düzenleyici kanun olan 2499 sayılı Sermaye Piyasası Kanunu'nda konuyla ilgili açık bir hüküm bulunmamaktadır. Bu nedenle, genel hüküm niteliğinde olan Türk Ticaret Kanunu'nun 329. maddesi hükümleri uygulanmaktadır. Anılan madde hükmüne göre, bir ortaklık kendi hisse senetlerini iktisap ya da rehin olarak kabul edememektedir. Ancak, kuralın istisnaları da bulunmaktadır. Halka açık anonim ortaklıkların kendi hisse senetlerini geri satın almalarına imkan tanınması, gelişmekte olan sermaye piyasamızın gereklerine uygun bulunmaktadır. Konunun önemi nedeniyle özel bir düzenlemeye ihtiyaç duyulduğu, ancak Sermaye Piyasası Kanunu'nun, Sermaye Piyasası Kurulu'nun görev ve yetkilerine ilişkin 22. maddesinin sözkonusu özel düzenlemelerin yapılabilmesi hususunda Sermaye Piyasası Kurulu'na yetki tanımadığı düşünülmektedir. Bu çerçevede, öncelikle 2499 sayılı Sermaye Piyasası Kanunu'nun 22. maddesine Sermaye Piyasası Kurulu'nca halka açık anonim ortaklıkların kendi hisse senetlerini satın alabilmeleri için düzenleme yapılmasına olanak sağlayacak yetki hükmünün eklenmesinin ve daha sonra aşağıda yer alan düzenlemelerin yapılmasının uygun olacağı düşünülmektedir:

- ◆ Halka açık anonim ortaklığın esas sözleşmesinde konuya ilişkin olarak bir *yetki maddesi* yer almalıdır.
- ◆ Hisse senetlerinin satın alınması neticesinde, hisse senetlerinin *azami elde tutma süresi* (1 yıl gibi) belirlenmelidir.
- ◆ Satın alınabilecek *hisse senedi/ödenmiş (çıkarılmış) sermaye oranı* tespit edilmelidir. Sözkonusu oranın, ortaklık hisse senetleri üzerinde manipülasyonun önlenmesini teminen dolaşımdaki payların %10'unu geçmemesi şeklinde belirlenmesi uygun olacaktır.
- ◆ Satın alma yöntemi tespit edilmelidir. Yöntem olarak, borçlanma ya da ortaklara temettü ödemesinin ikame edilmesi önerilmektedir. Ayrıca, satın alma işleminde kullanılacak fonun *yedek akçeler* niteliğine benzer *özel bir fon* ile karşılanabileceği düşünülmektedir.
- ◆ Satın alınan hisse senetlerine ilişkin olarak mali tablo dipnotlarında ayrıntılı açıklamalar yapılmalıdır.
- ◆ Geri satın alım programı öncesinde, geri satın alım sırasında ve sonrasında, satın alınacak hisse senetlerine ilişkin olarak kamunun aydınlatılmasını teminen gerekli açıklamalar yapılmalıdır.
- ◆ Satın alınan hisse senetlerinin tekrar satışına ilişkin asgari koşulların belirlenmesi gerekmektedir.
- ◆ Diğer ülke uygulamaları da dikkate alınarak, 2499 sayılı Sermaye Piyasası Kanunu'nun 22. maddesi kapsamında, ortaklıkların kendi hisse senetlerini geri satın alma işlemiyle bağlantılı, manipülatif amaca hizmet etmeyi engelleyici özel hükümler getirilmelidir.
- ◆ Hisse senedi geri satın alımlarını teşvik etmek amacıyla, geri satın alımlar neticesinde elde edilecek kazançların vergilendirilmesinde, ABD uygulamasında yer alan geri satın alımlardan elde edilen sermaye kazançlarının ertelenmesi opsiyonu da dikkate alınarak, temettülerin vergilendirilmesine nazaran çeşitli vergi avantajları sağlanmalıdır.

İÇİNDEKİLER

YÖNETİCİ ÖZETİ	i
KISALTMALAR CETVELİ	v
GİRİŞ	1
1. HİSSE SENEDİ GERİ SATIN ALIMLARININ TÜRLERİ.....	2
1.1. GENEL OLARAK	2
1.2. AÇIK PİYASA GERİ SATIN ALIMLARI	3
1.3. SABİT FİYATLI ALENİ PAY ALIM TEKLİFİNE DAYALI GERİ SATIN ALIMLAR	4
1.4. DUTCH-AUCTION ŞEKLİNDE YAPILAN GERİ SATIN ALIMLAR	4
2. ANONİM ORTAKLIKLARIN KENDİ HİSSE SENETLERİNİ GERİ SATIN ALMALARININ NEDENLERİ.....	5
2.1. GENEL OLARAK	5
2.2. GERİ SATIN ALIMLARIN TEMETTÜ DAĞITIMLARINA NAZARAN VERGİ AVANTAJI	5
2.3. BORÇ/ÖZSERMAYE ORANININ AYARLANMASINDA GEÇİŞ MEKANİZMASI OLARAK GERİ SATIN ALIMLAR	7
2.4. GERİ SATIN ALIMLARIN FİRMANIN ELE GEÇİRİLME TEHDİTLERİNE KARŞI KULLANILMASI	8
2.5. SERBEST NAKİT AKIMLARININ DEĞERLENDİRİLMESİ	8
2.6. KAZANÇ ELDE EDİLMESİ	9
2.7. NAKİT AKIM SİNYALİ	9
2.8. PİYASADAKİ DÜŞÜK DEĞERLEME	10
2.9. SERMAYE PİYASASI İÇİN FON TAHSİSİNİN SAĞLANMASI	10
2.10. GERİ SATIN ALIMLAR İLE HİSSE SENEDİ OPSİYONLARI ARASINDAKİ İLİŞKİ ...	11
2.10.1. Geri Satın Alımların Hisse Senedi Opsiyon Planlarını Finanse Etmek İçin Kullanılması	13
2.10.2. Geri Satın Alımlar İle Yönetime Yapılan Ödemeler Arasındaki Genel İlişki	13
2.10.3. Opsiyonların Geri Satın Alımları Teşvik Etmek Ya da Önlemek İçin Kullanılması	14
2.10.4. Diğer Etkenler	14
3. HİSSE SENEDİ GERİ SATIN ALIMLARINA İLİŞKİN VARSAYIMLAR.....	15
3.1. GENEL OLARAK	15
3.2. BİREYSEL VERGİ TASARRUFU VARSAYIMI	15
3.3. UYARI VARSAYIMI	15
3.4. İÇERİDEN ÖĞRENENLERİN TİCARETİ İÇİN KULLANILMA VARSAYIMI	16
3.5. ARACILIK VARSAYIMI	17
3.6. ORTAKLIĞIN ELE GEÇİRİLMESİNİN ÖNLENMESİ VARSAYIMI	18
3.7. SERBEST NAKİT AKIMLARI VARSAYIMI	18
4. HİSSE SENEDİ GERİ SATIN ALIMLARININ AVANTAJ VE DEZAVANTAJLARI ...	18
4.1. HİSSE SENEDİ GERİ SATIN ALIMLARININ AVANTAJLARI	18
4.1.1. Hissedar Açısından	18

4.1.2.	<i>Yönetim Açısından</i>	19
4.2.	HİSSE SENEDİ GERİ SATIN ALIMLARININ DEZAVANTAJLARI	19
4.2.1.	<i>Hissedar Açısından</i>	19
4.2.2.	<i>Yönetim Açısından</i>	20
5.	HİSSE SENETLERİNİN GERİ SATIN ALINMASINA İLİŞKİN YASAL DÜZENLEMELER	20
5.1.	GENEL OLARAK	20
5.2.	ABD DÜZENLEMELERİ	20
5.2.1.	<i>ABD’nde Hisse Senedi Geri Satın Alma Programlarının Düzenlenmesi</i>	23
5.3.	ÜLKEMİZ MEVZUATI	26
5.3.1.	<i>Genel Olarak</i>	26
5.3.2.	<i>Kapsam</i>	27
5.3.2.1.	Aracı Kurumlar	27
5.3.2.2.	Yatırım Fonları	27
5.3.2.3.	Yatırım Ortaklıkları	28
5.3.2.4.	Üst Kuruluşlar	29
5.3.3.	<i>İstisnalar</i>	30
5.3.3.1.	Hisse Senetlerinin Anonim Ortaklığın Esas Sermayesinin Azaltılmasına İlişkin Bir Karara Dayanılarak Alınması	30
5.3.3.2.	Hisse Senetlerinin Anonim Ortaklığın Bir Alacağının Ödenmesi Maksadı İle Devralınması	30
5.3.3.3.	Hisse Senetlerinin Bir Malvarlığının veya İşletmenin Borç ve Alacakları İle Birlikte Devralınması Sonucunda Anonim Ortaklığa Geçmesi	31
5.3.3.4.	Hisse Senetlerinin Devir Alınmasının ya da Rehin Olarak Kabul Edilmesinin Esas Sözleşmeye Göre Anonim Ortaklığın İştigal Konusu İçine Giren İşlemlerden Olması	31
5.3.3.5.	Hisse Senetlerinin Yönetim Kurulu Üyeleri, Müdürler ve Memurlar Tarafından Kendilerine Bu Sıfatla Düşen Yüküm Dolayısıyla Rehin Olarak Yatırılması	31
5.3.3.6.	Edinmenin İvazsız Olması	31
5.3.4.	<i>İktisabın Hüküm ve Sonuçları</i>	31
5.3.5.	<i>Yasağa Aykırılığın Sonuçları</i>	32
5.4.	AVRUPA BİRLİĞİ DÜZENLEMELERİ	32
5.4.1.	<i>Kural</i>	32
5.4.2.	<i>İstisnalar</i>	32
5.4.3.	<i>Satın Alınan Hisse Senetlerinin Hükümü</i>	33
5.4.4.	<i>Avrupa Birliği Düzenlemeleri ile Ülkemiz Mevzuatındaki Düzenlemeler Arasındaki Farklılıklar</i>	33
6-	GENEL DEĞERLENDİRME VE SONUÇ	34
	KAYNAKÇA	41
	EK DİZİNİ	45

KISALTMALAR CETVELİ

AB	: Avrupa Birliği
ABD	: Amerika Birleşik Devletleri
ASE	: American Stock Exchange
Batider	: Banka ve Ticaret Hukuku Dergisi
BK	: Borçlar Kanunu
bkz.	: Bakınız
CA	: Corporations Act
DGCL	: Delaware General Corporation Law
EPS	: Earnings Per Share (Hisse Senedi Başına Kazanç)
Erdemir	: Ereğli Demir ve Çelik Fabrikaları T.A.Ş.
f.	: Fıkra
IRS	: Internal Revenue Service (Gelirler Genel Müdürlüğü)
İBK	: İsviçre Borçlar Kanunu
İMKB	: İstanbul Menkul Kıymetler Borsası
KHK	: Kanun Hükmünde Kararname
MBCA	: Model Business Corporation Act
md.	: Madde
NASDAQ	: National Association of Securities and Dealers' Automated Quotation
NYSE	: New York Stock Exchange
s.	: Sayfa
SEA	: Securities and Exchange Act of 1934
SEBI	: Securities and Exchange Board of India
SEC	: Securities and Exchange Commission
SPKn	: 2499 sayılı Sermaye Piyasası Kanunu
SPKr	: Sermaye Piyasası Kurulu
TSE	: Toronto Stock Exchange
TTK	: Türk Ticaret Kanunu
USD	: Amerikan Doları
vb.	: ve benzeri

GİRİŞ

Halka açık anonim ortaklıkların kendi hisse senetlerini geri satın alabilmelerine ilişkin olarak çeşitli ülkelerin mevzuatları incelendiğinde, ülkelerin hukuk sistemlerine göre çeşitli farklılıklar bulunduğu görülmektedir. Anglo-Amerikan hukukunun egemen olduğu Amerikan hukuk sisteminde genel olarak, anonim ortaklıkların kendi hisse senetlerini geri satın alabilmesine cevaz verildiği, ancak istisnai durumlarda sözkonusu iktisaplara müdahale edildiği görülmektedir. ABD’nde hisse senedi geri satın alımları, sunduğu vergi avantajının da etkisiyle ortaklıkların hissedarlarına dağıttıkları temettüe alternatif olarak kullanılmakta ve hisse senedi geri satın alım programları olağan bir uygulama şeklinde gerçekleşmektedir. Geri satın alımlar, Kara Avrupası hukukunun egemen olduğu Türk hukuku ve AB hukukunda ise hissedarlar arasında eşitsizliğe yol açabileceği, ortaklığın malvarlığının ve alacaklılarının korunması gerektiği ve ortaklık yöneticilerinin manipülatif işlemlerine imkan tanınabileceği düşünceleriyle *-temel kural olarak yasaklama, istisnai olarak cevaz verme-* şeklinde düzenlenmiştir.

Çalışmanın ilk bölümünde, hisse senedi geri satın alımlarının türlerine değinilmektedir. ABD uygulamasında geri satın alımlar üç türde yapılmaktadır. Bunlar, açık piyasa geri satın alımları, sabit fiyatlı aleni pay alım teklifine dayalı geri satın alımlar ve Dutch-Auction şeklinde yapılan geri satın alımlardır.

İkinci bölümde ise, ortaklıklarca hisse senedi geri satın alımı yapılmasının nedenleri üzerinde durulmaktadır. Geri satın alımlar temettü dağıtımlarına nazaran belli bir vergi avantajı sunmaları nedeniyle tercih edilen enstrümanlardır. Borçlanarak gerçekleştirilen geri satın alımlar yoluyla ortaklığın *borç/özsermaye oranının* ayarlanması mümkündür. Hisse senedi geri satın alımları ortaklığın ele geçirilme tehditlerine karşı bir savunma önlemi olarak kullanılabilir. Benzer şekilde, firmanın serbest nakit akımlarının değerlendirilmesinde de geri satın alımlardan yararlanılabilmektedir. Geri satın alımlar, piyasa açısından bakıldığında ortaklığın hisse senetleri hakkında bir uyarı fonksiyonuna da sahiptir. Ortaklığın hisse senetlerinin piyasadaki değerinin düşük kaldığına ilişkin bir gösterge olarak hisse senedi geri satın alımı yapılabilmektedir. Geri satın alımlar kullanılarak sermaye piyasasında fonların verimsiz alanlardan verimli alanlara yönlendirilebilmesi mümkündür. Hisse senedi opsiyonları, hisse senedi varantları, hisse senedi ile değiştirilebilir tahviller ve çalışanların hisse senedi sahipliği gibi enstrümanlarla birlikte kullanılması amaçlarıyla da hisse senedi geri satın alımı yapılabilmektedir.

Çalışmanın üçüncü bölümünde ise finans literatüründe yer alan çeşitli varsayımlara yer verilmiştir. Bu varsayımlar, bireysel vergi tasarrufu varsayımı, uyarı varsayımı, içeriden öğrenenlerin ticareti için kullanılma varsayımı, aracılık varsayımı, ortaklığın ele geçirilmesinin önlenmesi varsayımı, serbest nakit akımları varsayımı olarak sayılabilir.

Dördüncü bölümde, hisse senedi geri satın alımlarının ortaklık yönetimi ve hissedar açısından, avantaj ve dezavantajları incelenmiştir.

Çalışmanın beşinci bölümünde, konuya ilişkin yasal düzenlemelere yer verilmiştir. Bu bölümde, temel olarak ABD’ndeki yasal düzenlemeler, ardından ülkemiz mevzuatı incelenmiştir. Daha sonra AB düzenlemeleri incelenerek ülkemiz hukukuyla karşılaştırmalar yapılmıştır.

Çalışmanın altıncı ve son bölümünde ise, ilk beş bölümde elde edilen bilgiler çerçevesinde, hisse senedi geri satın alımlarının ülkemiz hukukunda da belirli şartlar dahilinde uygulanabilirliğine ilişkin değerlendirmeler yapılmıştır.

1. HİSSE SENEDİ GERİ SATIN ALIMLARININ TÜRLERİ

Çalışmanın bu bölümünde, genel nitelikleri itibariyle hisse senedi geri satın alımlarının türleri, esas olarak Amerikan hukuku çerçevesinde, karakteristik özellikleri de dikkate alınarak incelenecektir.

Hisse senedi geri satın alımlarının belli başlı iki finansman şekli bulunmaktadır:

1- Firmanın hissedarlarına dağıtmak için nakde sahip olduğu ve bu nakdi nakit temettü olarak dağıtmak yerine kendi hisse senetlerini geri satın almak suretiyle kullandığı durumlar,

2- Firmanın sermaye yapısının çok fazla özsermaye ağırlıklı olduğuna inandığı ve dolayısıyla borç olarak hisse senetlerini geri satın aldığı durumlar.

Bir firma tarafından geri satın alınan hisse senetleri *hazine hisse (treasury stock)* olarak adlandırılır. Ortaklığın dolaşımdaki hisse senetlerinin bir bölümü geri satın alındığında, geride daha az sayıda hisse senedi kalacaktır. Geri satın alınanın firmanın gelecekte elde edeceği karlarını olumsuz etkilemediğini varsayarak, geriye kalan hisse senetlerinin hisse senedi başına karı (EPS) artacak ve hisse senedi başına daha yüksek bir piyasa fiyatı ile sonuçlanacaktır. Bu ise, sermaye kazançlarının temettü kazançlarının yerini alması anlamına gelmektedir (Brigham, 1996: 277).

1.1. GENEL OLARAK

Anonim ortaklıkların kendi hisse senetlerini geri satın alması, ABD’nde olağan bir uygulama şeklinde gerçekleşmektedir. Bunda, bir firmanın elindeki mevcut fazla fonları hissedarların servetinin artırılması amacıyla hissedarlara dağıtma düşüncesi ve bu yapılırken firma değerinin azalmasının önlenmesini teminen, temettü dağıtımını yerine hisse senedi geri satın alımlarının kullanılması etkili olmaktadır. Bu konu, çalışmanın ilerleyen bölümlerinde detaylı olarak incelenecektir.

Bir görüşe göre, Amerikan sisteminde, bir ortaklığın kendi hisse senetlerini geri satın alması, iki şekilde yapılmaktadır (Narasimhan, 1999: 10-11):

- 1- Açık piyasa geri satın alımları,
- 2- Aleni pay alım teklifine dayalı geri satın alımlar.

Aleni pay alım teklifine dayalı geri satın alımlar ise, sabit fiyatlı aleni pay alım teklifine dayalı geri satın alımlar ve Dutch-Auction şeklinde yapılan geri satın alımlar olmak üzere kendi içinde iki türe ayrılmaktadır.

Ancak bir diğer görüşe göre ise, hisse senedi geri satın alımları üç şekilde yapılmaktadır. Bu görüş, sabit fiyatlı aleni pay alım teklifine dayalı geri satın alımlar ile Dutch-Auction şeklinde yapılan geri satın alımları tek bir başlık altında değerlendirmeyip ayrı birer geri satın alma çeşidi olarak kabul etmektedir (Grullon, Ikenberry, 2000: 32).

ABD’nde sabit fiyatlı aleni pay alım teklifine dayalı geri satın alımlar ile açık piyasa geri satın alımları firmalar için yıllar öncesinden mümkün bulunmasına rağmen hisse senedi geri satın alımları 1980’lerin ortalarından itibaren yaygınlaşmıştır. Ancak, Dutch-Auction şeklinde gerçekleştirilen işlemler ise diğerleriyle kıyaslandığında yeni sayılabilecek işlemlerdir.

Aleni pay alım teklifine dayalı geri satın alımlar açık piyasada gerçekleştirilen geri satın alımlara göre daha büyük tutarlıdır, ancak daha az sıklıkla yapılmaktadır. ABD’nde 1984 ile 1986 yılları arasında NYSE, ASE ve NASDAQ’da kote firmalar tarafından yapılan açık piyasa geri satın alımlarının sayısı 446 iken aleni pay alım teklifine dayalı geri satın alımların sayısı 44 olarak gerçekleşmiştir. Bununla birlikte, aleni pay alım teklifine dayalı geri satın alımların toplam değeri 31 milyar USD iken, açık piyasa geri satın alımlarının toplam değeri 51 milyar USD olarak gerçekleşmiştir (Narasimhan, 1999: 12).

Konunun arz ettiği nitelikler dikkate alınarak, bu çalışmada hisse senedi geri satın alımlarının türleri üç başlık altında incelenecektir.

1.2. AÇIK PİYASA GERİ SATIN ALIMLARI

Açık piyasada gerçekleştirilen geri satın alımlarda, ortaklıklar, aylar ve hatta yıllar süren dönemlerde, birçok alım işlemi yapmak suretiyle ikincil piyasada hisse senetlerini geri satın almaktadırlar. Hisse senetlerini satan ortağın, hisse senetlerini ortaklığa sattığından haberdar olmaması mümkündür. Ortaklıklar, genellikle hisse senetlerinin geri satın alınacağına ilişkin niyetlerini açık piyasa koşullarında açıklamaktadırlar. Geri satın alma programı, kamuoyunun bilgisine sunulmaktadır. Buna karşılık, geri satın alma tarihi, satın alınan hisse senetlerinin sayısı, geri satın alma fiyatı vb. işlemin detayına ilişkin bilgiler kamuoyu tarafından bilinmemektedir. Hatta bazı durumlarda, hissedarlar, ortaklığın geri satın almaya ilişkin açıklamasından sonra herhangi bir hisse senedi geri satın alımı yapmadığından haberdar olamamaktadırlar.

Açık piyasada gerçekleştirilen geri satın alımlarda, firmalar, doğrudan ya da aracı kurumlar vasıtasıyla kendi hisse senetlerini açık piyasada satın almaktadırlar. ABD’nde geri satın alma programları, ortaklıkların yönetim kurulları tarafından kararlaştırılmakta ve resmi olarak kamuya ilan edilmektedir. Yapılan bu ilk ilandan sonra, idareye, herhangi bir hisse senedi piyasasına ya da borsasına resmi bir

açıklama yapma zorunluluğu bulunmamaktadır. Geri satın alma programının süresi ya da büyüklüğüne ilişkin bir sınırlama yoktur.

1.3. SABİT FİYATLI ALENİ PAY ALIM TEKLİFİNE DAYALI GERİ SATIN ALIMLAR

Bu tür geri satın alımlarda, ortaklık, belirli sayıda hisse senedi için, belirli bir sürede -genel olarak üç haftada-, tüm hissedarlara doğrudan geri satın alma teklifi yapmaktadır. Ortaklık, geri satın alma başlamadan önce *geri satın alma fiyatını* ilan etmektedir.

Sabit fiyatlı aleni pay alım tekliflerinde, belirli sayıda hisse senedinin belli bir fiyattan geri satın alınması için tüm hissedarlara teklif yapılması sözkonusudur. Bu yöntem, genellikle belirli bir zaman dilimi için geçerlidir. Eğer geri satın alım teklifine fazla talep gelirse, ortaklık yönetiminin geri satın alma miktarını artırma yetkisi bulunmaktadır. Yönetim böyle bir artırıma gitmezse, her bir hissedara oransal olarak ödeme yapılmaktadır.

Firmaların hisse senetlerini geri satın almada kullandıkları yöntemler içinde en az kullanılan yöntem, sabit fiyatlı tekliflerdir (Grullon, Ikenberry: 2000, 32).

1.4. DUTCH-AUCTION ŞEKLİNDE YAPILAN GERİ SATIN ALIMLAR

Dutch-Auction olarak ifade edilen yöntemde ise, ortaklık, belirli bir aralıkta hissedarların hisse senetlerini satma isteğinde oldukları fiyatı belirlemek için hissedarlara çağrıda bulunmaktadır. Bundan sonra ortaklık, belirlenen geri satın alma fiyatına eşit ya da ondan daha düşük fiyat veren hissedarlardan alım yapacaktır. Geri satın alma fiyatı tüm hissedarlar için aynıdır.

Dutch-Auction şeklinde yapılan işlemlerde de talebe bağlı olarak geri satın alınması düşünülen hisse senedi sayısı artırılabilir. Bu yöntemde, geri satın alma fiyatından daha yüksek bir teklif verenleri de kapsamak üzere, hisse senetlerini satışa sunan tüm hissedarlardan oransal olarak hisse senetlerinin geri satın alması mümkün bulunmaktadır. Bu nedenle, hissedarlar için geri satın alma fiyatının, sabit fiyatlı geri satın alma tekliflerine göre Dutch-Auction işlemlerde daha yüksek olması mümkündür.

Dutch-Auction şeklinde yapılan aleni pay alım tekliflerinde de sabit bir fiyat sözkonusudur. Bu işlemde, yöneticiler, kesin fiyatın belirlenmesi için hissedarlardan bilgi talep etmektedirler. Geri satın alma fiyatı, yönetim tarafından başlangıçta tespit edilen sabit fiyatlı tekliflerin aksine, geri satın alma sürecinin sonuna doğru belli olmaktadır. Süreç, hissedarlardan hangi aralıktaki tekliflerin kabul edileceğine ilişkin bir ilan yapılması ile başlar. Teklife katılan hissedarlar, satmak istedikleri fiyatı ve hisse senedi miktarını açıklarlar. Teklif süresinin sonunda, bütün teklifler toplanır ve fiyata göre sıralama yapılır. Fiyat, satılmak istenen kümülatif hisse senedi sayısı, geri satın alma programının büyüklüğüne ulaştığında kesinleşir. Belirlenen fiyat seviyesinde ya da bunun altında geri satın alınma için hisse senetlerini sunan hissedarlar geri satın alma programına dahil edilir ve tamamı beher hisse senedi

başına aynı fiyatı alır. Belirlenen fiyatın üstünde kalan hissedarlar ise, programa dahil olmazlar.

2. ANONİM ORTAKLIKLARIN KENDİ HİSSE SENETLERİNİ GERİ SATIN ALMALARININ NEDENLERİ

Çalışmanın bu bölümünde, ortaklıklarca temettüe alternatif olarak kullanılabilen, kendi hisse senetlerinin geri satın alınma nedenleri çeşitli boyutlarıyla detaylı olarak incelenmektedir.

2.1. GENEL OLARAK

Hisse senedi geri satın alım işlemleri, ABD’nde son 20 yılda önemli ölçüde değişiklik göstermiştir. 1980 ile 1999 yılları arasında ABD’nde gerçekleştirilen ve üç önemli geri satın alım yöntemi kullanılarak yapılan hisse senedi geri satın alımlarının sayısı ve USD cinsinden toplam değeri Ek/1’de yer alan tabloda verilmektedir (Grullon, Ikenberry, 2000: 33).

Tablo incelendiğinde önemli bir nokta hemen göze çarpmaktadır. Hisse senedi geri satın alımı yapan ABD firmaları için açık piyasada gerçekleştirilen geri satın alımlar en çok kullanılan yöntemdir. Ayrıca, açık piyasa geri satın alımlarında, geri satın alımı yapılan hisse senetlerinin tutarı diğer iki yöntemle kıyaslanmayacak kadar büyüktür. ABD’ndeki hisse senedi geri satın alma faaliyetleri, son 15 yılda önemli değişiklikler yaşamıştır. 1980’lerin ortalarına kadar hisse senedi geri satın alımları çok yaygın kullanılan enstrümanlar olarak görülmemektedir.

Anonim ortaklıkların kendi hisse senetlerini geri satın almalarının nedenleri incelenirken, bunun tek bir saikten kaynaklandığını söylemek mümkün değildir. Bu faktörler aşağıda ayrıntılı olarak incelenmektedir.

2.2. GERİ SATIN ALIMLARIN TEMETTÜ DAĞITIMLARINA NAZARAN VERGİ AVANTAJI

Asimetrik bilgi probleminin, vergilerin ve işlem maliyetlerinin olmadığı bir firmada, temettü dağıtımı ile hisse geri satın alımlarının etkisi aynı olacaktır. Aynı tutarda nakdin her iki yöntemde dağıtımından sonra, toplam firma değeri aynı kalacaktır. Aynı şekilde, borç/özsermaye oranı, ortaklık hakları, maddi duran varlıklar, olanaklar ve bunlara paralel olarak firma değeri aynı kalacaktır.

Ancak, vergiler bu eşitliği bozmaktadır. Bu ise, temettülerin aleyhine olarak gerçekleşmektedir. Vergilendirilebilir hane halkı ve fertler açısından hisse senedi geri satın alımları avantajlı olmaktadır. Nakit dağıtım temettü şeklinde yapılırsa tamamen vergilendirilebilir nitelikte olmaktadır. Bununla birlikte, geri satın alım yapılırsa, hissedarlara yapılan ödeme sermaye kazancı olarak değerlendirilecektir. Ancak bu sermaye kazancının büyük bölümü realize edilmemektedir ve bu bağlamda vergisel avantaj sağlanmaktadır.

Hisse senedi geri satın alma stratejisini Ek/2’de yer alan örnekle açıklamak mümkündür. Bir firma, her biri 10 USD değerinde 100 adet hisse senedine sahiptir. Firmanın değeri 1000 USD’dir ve 1 yıllık faaliyetleri sonucunda 100 USD kar elde ediyor. Tam rekabet koşullarının geçerli olduğu bir piyasada firmanın değeri 1100 USD (hisse başına 11 USD) olacaktır (1000 USD’lik makine ve 100 USD nakit olduğunu varsayalım).

Her iki stratejide de hissedarlara 100 USD dağıtılmaktadır. Nakit fonlar temettü olarak dağıtılsa 28 USD ferdi vergi yükümlülüğü doğmaktadır. Diğer yandan, firma kendi hisse senetlerinin 9,09 adedini 11 USD’den 100 USD’a satın alırsa, firmaya ellerindeki hisse senetlerini satan hissedarların realize edilmiş kazançları 9,09 USD olacaktır (firmaya hisse senetlerini satanların hisse senedi başına 10 USD vererek firmayı finanse ettiği ve 9,09 USD üzerindeki verginin 2,55 USD olduğu varsayılmaktadır).

Geri satın alım sonrasında firmanın hisse senetlerinin değeri 11 USD olarak kalmakta ve bu nedenle kalan 90,91 adet hisse senedi kümülatif 1 USD’lik kazanç sağlamaktadır (Shoven, Simon, 1987: 2).

Hisse senedi fiyatları objektif olarak oluşmuş firmalar için her iki yaklaşım da ekonomik olarak eşdeğer olsa da hissedarlar için vergi yükümlülüğü aralarında önemli bir farklılık yaratmaktadır. Hisse senetlerinin firma tarafından geri satın alınması durumunda, hisse senetlerini satan ortak elde ettiği sermaye kazancından dolayı vergi ödemekle yükümlü olacaktır. Satış yapmayan ortak ise firmada daha fazla ortaklık payına sahip olacak ancak bu konuda herhangi bir vergi yükümlülüğüne maruz kalmayacaktır. Ancak hisse senedi geri satın alımlarında, sermaye kazancı nedeniyle ortaya çıkan bu verginin ertelenmesi opsiyonu bulunmaktadır. Bu nedenle, geri satın alımlardaki bu vergisel etki, temettü dağıtımını yerine kullanılma sonucunu doğurmuştur.

Yapılan araştırmalar hissedarlarına fazla fon dağıtımını yapan firmaların bugün artık temettü dağıtımını değil hisse senedi geri satın alımlarını tercih ettiklerini göstermektedir. ABD’nde hisse senedi geri satın alımı yoluyla fon dağıtımını yapan firmaların oranı 1973 yılında %27 iken 1998 yılında %81’e yükselmiştir. Ayrıca, büyük firmalar temettü dağıtımlarında önemli artış yapmamalarına rağmen geri satın alım faaliyetlerini önemli oranlarda artırmışlardır. Hisse senedi piyasalarında eğilim temettü dağıtımlarından hisse senedi geri satın alımlarına doğru yönelmiş durumdadır. Yine yapılan araştırmalar, birçok firma için kötü olarak nitelendirilebilecek olan temettü dağıtımının durdurulmasına piyasanın tepkisinin, eğer o firma yakın zamanda geri satın alım yapmış ise, sıfır olduğunu başka deyişle piyasanın hiçbir tepki göstermediğini ortaya çıkarmıştır. Ayrıca, temettü yerine kullanım için vergi avantajlarının daha yüksek olması, geri satın alıma ilişkin ilana piyasanın gösterdiği tepkinin pozitif ve daha yüksek olmasını sağlamaktadır (Grullon, Ikenberry, 2000: 40).

2.3. BORÇ/ÖZSERMAYE ORANININ AYARLANMASINDA GEÇİŞ MEKANİZMASI OLARAK GERİ SATIN ALIMLAR

İşlem maliyetlerinin, vergilerin olmadığı ve hissedarların firma hakkında bütünüyle bilgili oldukları durumlarda, hissedarlar geri satın alımda teklif edilen fiyat karşısında duyarlı olmayacaklardır. Esasen, hissedarlar hem alıcı hem de satıcı konumundadırlar. Bununla birlikte, hissedarlar arasındaki farklılıklar satanlar ve satmayanlar arasındaki potansiyel nakit transferini yaratmaktadır.

Optimal *borç/özsermaye oranının* ayarlanmasında firma hakkındaki bilgilerin kamuya açıklanmış olmaması etkilidir. Bununla birlikte, kaldıraç oranını ayarlamak isteyen bir firmanın karşı karşıya kaldığı bazı değişiklikleri tahmin etmek de mümkündür. Örneğin, firmanın mevcut risk durumundaki bir değişiklik (piyasanın gelişmesi ya da teknolojik belirsizliklerin çözülmesinden kaynaklanan) firmanın daha yüksek kaldıraç oranı ve borçlanmada daha fazla vergi avantajı elde etmesini sağlayabilir. Risk durumundaki bu değişiklik yüksek özsermaye değerini getirebilir. Firmanın hisse senedi fiyatı yükselirse, kaldıraç oranı kendiliğinden azalacaktır. Firmanın finansal oranlarda meydana gelen bu değişikliği en azından kısmen borçlanma ya da sermaye emerek dengelemesi uygun olabilecektir.

Temettüler ve hisse senedi geri satın alımları özsermayeyi emmektedir. Bununla birlikte geri satın alımlar *borç/özsermaye oranının* ayarlanmasında tutarı artırılan temettülerden daha iyi bir mekanizmadır. Çünkü, temettünün sürekli aynı tutarda kalması ve mümkünse artırılması piyasa açısından bakıldığında firma için olumlu bir durumdur. Ancak bu durum firmanın mali yapısını zorlayacaktır. Daha önce ödediği temettüü azaltan firmalar piyasa tarafından olumsuz karşılanmaktadır (Shoven, Simon, 1987: 5).

Aleni pay alım teklifi şeklinde yapılan geri satın alımlarda, firmaların bu işlemlerde genellikle hisse senetlerinin önemli bir bölümünü satın almaları nedeniyle bu etken gerçekten önemli rol oynamaktadır ve bu şekilde kaldıraç oranı yükselecektir. Ancak açık piyasada gerçekleştirilen geri satın alımlarda, bu etken daha az zorlayıcıdır. Açık piyasa geri satın alımları ölçek olarak daha küçüktür. Yapılan araştırmalarda, ortalama olarak, dolaşımdaki toplam hisse senedi sayısının %5'inin satın alındığı tespit edilmiştir (Grullon, Ikenberry, 2000: 41). Ayrıca, firmaların böyle bir geri satın alma programını tamamlamaları birkaç yıl sürmektedir.

Açık piyasa geri satın alımlarının sermaye yapısı üzerindeki etkisinin az olduğu kabul edilse de, firmaların kaldıraç oranlarında büyük ölçekli ayarlamalar yapmak yerine *ince ayar* yapmak için hisse senetlerini geri satın almak istemeleri daha olası bir sonuçtur. Bu, firmaların kaldıraç oranlarını ayarlamada küçük ölçekli açık piyasa geri satın alım programlarını kullanabilecekleri anlamına gelmektedir (Grullon, Ikenberry, 2000: 41).

2.4. GERİ SATIN ALIMLARIN FİRMANIN ELE GEÇİRİLME TEHDİTLERİNE KARŞI KULLANILMASI

Ortaklığın karşı karşıya bulunduğu düşman ele geçirme teklifine karşı kendi hisse senetlerini geri satın alması mümkündür. Bu türden işlemlere *greenmail işlemler* denilmektedir. *Greenmail*, hedef firma tarafından, teklif sahibinin hedef firma hissedarlarının satış yapması için önerilen fiyattan hisse senetlerinin geri satın alınmasıdır (Brealey, Myers, 1988: 359-360).

Hissedarlara temettü dağıtımı yapılırken, bu dağıtım hissedarların payları oranında yapılacaktır. Buna karşılık bu nakit fon, geri satın alımda kullanılırsa yalnızca geri satın alım teklifine katılan hissedarlara nakit dağıtım yapılacaktır. Hissedarlar arasındaki farklılıklar nedeniyle, hissedarların satmak istedikleri fiyatı belirleyen ve yukarı yönlü olan bir arz eğrisi ortaya çıkacaktır. Başarılı bir ele geçirme teklifi yapanın dolaşımdaki hisse senetlerinin belirli bir bölümünü elde etmesi gerekmektedir, ancak hedef firmanın *greenmail* yoluyla geri satın alıma gitmesi durumunda ele geçirme maliyeti temettüleriyle karşılaştırıldığında önemli ölçüde artmaktadır. Çünkü, hedef firma ortakları aynı tutarlı teklif durumunda geri satın alımı tercih edeceklerdir. Bu durum, düşman ele geçirme teklifinde fiyatın yükseltilmesini gerektirecektir. ABD’nde özellikle son 15 yılda önemli artışlar gösteren geri satın alımların ele geçirme tehditlerine karşı bir önlem olarak kullanıldığı söylenebilmektedir.

2.5. SERBEST NAKİT AKIMLARININ DEĞERLENDİRİLMESİ

Firma yöneticilerinin amacı kontrolleri altındaki kaynakları artırmaktır. Ancak hissedarların servetlerinin maksimizasyonunun ötesinde bir büyümeye ihtiyaç olmadığını düşünmeleri de mümkündür. Bu düşünceyle, yöneticiler serbest nakit akımlarını yatırımlar yerine geri satın alma ya da temettü dağıtımında kullanmayı tercih edebilirler. Bu tercih, kaynaklar yatırıma dönüştürüldüğünde ortadan kalkacak olan gelecekteki nakit akımları üzerinde kontrol olanağı sağlar. Yapılan araştırmalar serbest nakit akımlarının geri satın alımlar ve başka bir ortaklığın satın alınmasında pozitif etkisi bulunduğunu göstermektedir (Shoven, Simon, 1987: 8).

Serbest nakit akımları varsayımı, fazla yatırım yapmayan ya da buna fırsatı olmayan firmaların daha büyük olasılıkla hisse senedi geri satın alımı yaptıklarını vurgulamaktadır.

Gelecekteki nakit akımlarındaki bir beklenti, bir aleni teklif sırasında hissedarlara dağıtılan nakit yoluyla uyarı verilmesiyle açıklanabilir. Aleni pay alım teklifi yoluyla geri satın alım teklifi yapan firmaların hisse başına kazançları geri satın alım ilanı öncesindeki *zaman serileri modeli* beklentilerinin üzerinde gerçekleşmektedir. Bu durum, geri satın alım programlarının ortaklığın önemli kazanç planları olduğuna ilişkin açıklamaları olarak nitelendirilmesinden kaynaklanmaktadır. Geri satın alım yoluyla piyasaya gönderilen uyarı nakit akımlarında artış olmasını sağlayabilir (Shoven, Simon, 1987: 8).

2.6. KAZANÇ ELDE EDİLMESİ

Hisse senetlerinin geri satın alınmasına ilişkin olarak yapılan araştırmalar, geri satın alım nedenlerinden biri olarak hisse başına kazancın yükseltilmesini göstermektedirler. Buna, geri satın almanın en önemli faydalarından biri olarak “*EPS Çarpanı-(EPS Bump)*” denilmektedir. Firmanın kazançlarındaki artış, tedavüldeki hisse senedi oranının üzerinde gerçekleştiği sürece, EPS artacaktır (Grullon, Ikenberry, 2000: 35).

Ancak burada gizli bir varsayım bulunmaktadır. Bu ise, firmanın atıl ya da verimsiz varlıkları bulunduğu ve bu varlıklardan kurtulduğunda firmanın verimliliğinin artacağı varsayımdır. Örneğin, hisse senetlerini geri satın almak için yeni borç almak yerine eldeki fazla nakit kullanıldığında, firma varlıklarını azaltma yoluna gidecektir. Geri satın alımın borçlanma yoluyla finanse edilmesi durumunda ise firmanın kazançlarında yükselme olsa bile, böyle bir yükseliş borçlanmadan kaynaklanan yüksek finansal riski de beraberinde getirecektir.

2.7. NAKİT AKIM SİNYALİ

Firma yöneticileri, firmanın gerçek değeri hakkında diğer ortaklardan daha fazla bilgiye sahip olabilmektedirler. Bu asimetrik bilgi, yöneticilerin firmanın gelecekteki karlılığını bilmeleri konusunda fırsat yaratmaktadır. Ancak, hissedarlar açısından mevcut hisse senedi fiyatları bunu yansıtmayabilir, çünkü yatırımcılar yalnızca kamuya açıklanan bilgilere ulaşabilmektedirler. Bu nedenle, hisse senedi gerçek değerinin altında bir fiyattan işlem görebilir. Firma yöneticileri, bu fiyat farklılığını ortadan kaldırmak için ellerindeki mevcut bilgiyi diğer hissedarlarla paylaşmak isteyeceklerdir. Ancak, bunu sağlamaya yönelik olarak yapılacak açıklamalar da firmanın kredibilitelerini engelleyebilecektir.

Finans literatüründe, bunun sağlanması için, yöneticilerin hisse senedi geri satın alımları gibi firma yönetimini zorlayacak çeşitli işlemler yapmak suretiyle firmanın gelecekteki kazanç yapısına ilişkin olarak olumlu beklentileri olduğunu vurgulayan sinyaller verebilecekleri kabul edilmektedir. Örneğin, firma yönetimi tahmini kazançlarından daha fazlasının elde edileceği beklentisinde olursa, temettü dağıtımını ya da hisse senedi geri satın alımları yoluyla hissedarlara nakit dağıtımına yoluna gidebilecektir. Buna göre, firma yönetimi bu nakit çıkışını gelecekte karşılaşılabilecek sermaye gereksinimlerinin firma kazançlarında meydana gelecek artışlarla finanse edilebileceği düşüncesiyle yapmaktadır. Ancak, kazançlarda bir azalma beklentisinde olan firmalar bu yola gitmeyeceklerdir, çünkü hissedarlara yapılacak olan büyük tutarlı dağıtımlar yalnızca karlı yatırım fırsatlarından vazgeçilmesine değil, aynı zamanda finansal zorluklara da neden olabilecektir.

Hisse senetlerinin geri satın alınmasına ilişkin bir ilan yapan firma yönetiminin, firmanın gelecekteki nakit akımları ya da kazançlarına ilişkin olarak olumlu bilgilere sahip olduğu kabul edilmektedir. Diğer bir görüş ise bunun tam tersidir. Buna kanıt olarak ise, geri satın alımların kazançlarda ve karlılıkta bir azalmaya neden olması gösterilmektedir. Bu görüşle paralel olarak, açık piyasada gerçekleştirilen hisse senedi geri satın alımlarının çoğunluğunun borçlanma yerine

nakitle finanse edildiği gözönüne alındığında, bu durumun firmanın varlık ve sermaye yapısının küçülmesi sonucunu doğurması olasıdır (Grullon, Ikenberry, 2000: 35).

2.8. PİYASADAKİ DÜŞÜK DEĞERLEME

Firma yöneticileri, piyasada oluşan fiyatların firmanın gerçek değerinden farklı olduğunu görebilmek için en uygun pozisyonda bulunmaktadırlar. Bu bakış açısı, yöneticilerin geri satın alma ilanları yapıldığında firma hisse senetlerinin yatırım için uygun olduğu ya da fiyatının düşük kaldığı yönündeki açıklamalarını desteklemektedir. Ancak bu savın her zaman doğru olduğunu söylemek de zordur. Çünkü açık piyasa geri satın alımlarına piyasanın ilk tepkisi sadece %4 civarında bir artıştır (Bu oran sabit fiyatlı tekliflerde %15'lere varabilmektedir). Bu sonuç ise hisse senetlerinin gerçekten ucuz olduğuna ilişkin önemli bir gösterge olarak değerlendirilememektedir. Bunun ötesinde, geri satın alma ilanı yapan birçok firmanın değeri düşük değildir ve firma yöneticilerinin yukarıda ifade edilen türden açıklamalarının piyasada şüphe ile karşılanması mümkündür (Grullon, Ikenberry, 2000: 36-37).

2.9. SERMAYE PİYASASI İÇİN FON TAHSİSİNİN SAĞLANMASI

Finansal piyasaların en önemli fonksiyonlarından biri, sermayenin çeşitli yatırım olanakları arasında dağıtılabilesinin sağlanmasıdır. Firma değerini artıran tüm projeler, herhangi bir ekonomide servet artırımı için yeni sermaye gücü sağlayabilmelidir. Ancak bazen, sermayenin bu şekilde dağıtılması piyasadaki çeşitli olumsuzluklar nedeniyle her zaman mümkün olmayabilir. En önemli olumsuzluğun ise, firma yönetimi ile firmanın hissedarları arasındaki asimetric bilgi olduğu söylenebilir.

Bunu bir örnekle açıklamaya çalışalım: Herhangi bir ekonomide, yatırımlar için ayrılmış tüm kaynakların belli bir zamanda Y firmasına verildiğini kabul edelim. Bir sonraki yılda Y firması yeni nakit akımları elde ediyor, ancak Y firmasının kar getirebilecek yeni yatırım projeleri mevcut değil. Diğer taraftan, yeni yatırım projeleri olan bir X firması mevcut. Y firması elindeki fazla fonları dağıtmadığı takdirde, servet azalması olacaktır.

Sermayenin serbest ekonomi şartlarında nasıl dağıtılabileceği sorusunun yanıtı, firmanın değer getiren yeni yatırım projeleri olmaması durumunda hissedarlarına sermaye dağıtılması hususunu değerlendirmesi gerektiğidir. Bu dağıtım yapıldığı takdirde, hissedarlar, ellerindeki fonu daha verimli alanlarda kullanma fırsatını elde edebileceklerdir. Hissedarlar tüm ekonomi ölçeğinde yatırım fırsatlarını görebildikleri takdirde, fazla fonları firma yöneticilerinden daha iyi kullanabileceklerdir.

Sermaye piyasaları için fon tahsisi varsayımına göre, geri satın alma ilanı yapan firmaların, yatırım olanaklarında bir azalmayla karşılaşması gerekir. Gerçekten de, sabit teklifle yapılan geri satın alımlar sonucunda firmaların varlık yapısının küçüldüğü görülmüştür. Açık piyasada gerçekleştirilen geri satın alımlarda

ise, sermaye harcamalarında da bir azalma görülmüştür. Ancak bu, fazla fonların daha verimli alanlarda değerlendirilmesi imkanını da beraberinde getirmektedir.

Hisse senedi geri satın alımlarının önemli bir nedeni, kapitalist sistemlerde firmanın kuruluş ve sona erme tarihleri arasında mutlaka bu işlemin yapılması gerekliliğidir. Hisse senedi geri satın alımları finansal piyasalarda, sermayenin kötü durumdaki bir ekonomik sektörden umut vaadeden yeni alanlara kanalize edilmesi amacıyla da kullanılabilir. Bu bakış açısıyla, hisse senedi geri satın alımları bir firmanın küçülmesi sonucunu doğursa bile istenmeyen ya da zararlı işlemler değildir ve firma yönetiminin bir başarısızlığı olarak görülmemelidir. Geri satın alımlar, sermayenin eski bir yatırım alanından yenisine kanalize edilmesi olanağını sağlayan tüm dinamik ekonomiler için gerekli finansal enstrümanlardır.

2.10. GERİ SATIN ALIMLAR İLE HİSSE SENEDİ OPSİYONLARI ARASINDAKİ İLİŞKİ

Geri satın alımlar vergi avantajı nedeniyle hissedarlar açısından tercih edilen işlemlerdir. Ancak bu enstrümanın olumsuz yönü, hissedarların aleyhine firma yöneticilerinin zenginleşmesine olanak tanıyabilmesidir. Firma sahiplerinin yöneticilere hisse senedi opsiyonları vermelerinde görülen artışlar, bunların hisse senedi geri satın alımlarına dönüşümünü açıklamaktadır. Hisse senedi opsiyonları, firma üst yönetiminin hissedarlar lehine hareket etmesinde önemli bir etken olarak görünmektedir. Bu nedenle, firma yöneticileri, fazla fonların verimsiz yatırımlarda kullanılması yerine hisse senetlerinin geri satın alınması suretiyle vergi avantajlı olarak hissedarlarına nakit dağıtım yolunu seçeceklerdir. Ancak firma yöneticileri, firmaya ilişkin bilgileri, firmanın değerini artırmak için en uygun işlemin hisse senedi geri satın alımı olmadığını bilmelerine rağmen yine de hisse senetlerinin geri satın alınmasına karar verebilirler. Bu, hisse senedi opsiyonlarının bir etkisi olarak görülmektedir.

Örneğin, bir firmanın dolaşımında 100 USD değerinde 10 adet hisse senedi olduğunu düşünelim. Firma, hisse senedi başına 1 USD ödeyerek temettü olarak 10 USD dağıtırsa, dağıtım sonrasında her bir hisse senedinin değeri 9 USD olacaktır (Diğer bütün koşulların eşit olduğu varsayılmaktadır). Ancak bu 10 USD, 1 adet hisse senedinin geri satın alınması için kullanılırsa, firmanın geride kalan 9 adet hisse senedi yine 10 USD edecektir. Hisse senedinin fiyatının daha fazla olması da mümkündür. Çünkü geri satın alıma ilişkin ilanlar sonrasında hisse senedi fiyatlarında artış olabilmektedir. Bunun nedeni ise, geri satın alımların piyasa tarafından genellikle, firma yöneticilerinin firmanın değerinin düşük kaldığını düşündüklerine ilişkin bir uyarı olarak algılanmasıdır. Firma hisse senetlerini fiilen geri satın almaya başladığında hisse senedi fiyatları daha da yukarı gidebilecektir. Bu nedenle, kendi firmasının hisse senetlerini belli bir fiyattan almaya ilişkin opsiyonu bulunan firma yöneticileri, geri satın alım isteğinde olacaklardır.

Hissedarların geri satın alımlara izin vermeleri, bu işlemin onların da yararına olmasından kaynaklanmaktadır. Firma sahipleri geri satın alımları özendirmek için hisse senedi opsiyonları vermektedirler. Çünkü, hisse senedi fiyatları yükseldiğinde

hissedarlar bundan kazanç sağlayacaklardır. Bu nedenle firma yöneticilerinin opsiyon kazançları, teşvik amaçlı yapılan ödemelere eşdeğer bir ödüldür. Bunun aksine bir görüş ise, az sayıda firma yönetiminin hisse senedi opsiyonlarının gerçek maliyetini ve etkisini realize etmesidir.

Hisse senedi geri satın alımlarının artan oranda kullanılması, firmanın üst düzey yöneticilerine verilen hisse senedi opsiyonlarındaki artışla doğru orantılıdır. Hisse senedi opsiyonları firma yöneticilerini geleneksel temettü dağıtımını yerine geri satın alım kararı vermeye teşvik etmektedir. Çünkü geri satın alımlar temettü ödemelerinden farklı olarak beher hisse senedinin fiyatını düşürmemektedir. Hisse senedi opsiyonlarını teşvik ya da ödül mekanizması olarak daha çok kullanan firmalar, bu enstrümanı sık kullanmayan firmalara oranla daha fazla olasılıkla geri satın alım yapmaktadırlar.

Günümüzde firmalarda, firma sahipliği ve kontrol kavramları hissedarlar ile yöneticiler arasında bölünmüştür. Bu firmalarda hissedarlar, yöneticilerin ödüllendirilmesini kendi yararlarına bulabilmektedirler. Hisse senedi bazlı teşvik ya da ödül mekanizmaları içinde hisse senedi opsiyonları çok sık uygulanan bir yöntem olarak karşımıza çıkmaktadır. Geri satın alımlar, yukarıda da ifade edildiği üzere, temettü ödemelerinden farklı olarak firmanın hisse senedi başına değerini azaltmamaktadır. Firma kazançlarının fazlalığı, dolaşımdaki hisse senetlerinin sayısının oransal olarak azaltılması ile dengelenmektedir. Önceden belirlenmiş bir fiyattan hisse senedi satın alım hakkı veren hisse senedi opsiyonları temettü dağıtımları yerine geri satın alımlar sonrasında daha değerli olacaktır.

Geri satın alımların cazibesi, elinde hisse senedi opsiyonu bulunan firma üst yönetiminin, firma tarafından ödenen temettü dağıtımından pay almamasından, diğer bir ifadeyle hissedar olmamasından kaynaklanmaktadır. Aynı zamanda hissedar olan yönetici için ise geri satın alımlar bir özellik arz etmemektedir. Çünkü yönetici temettü dağıtımından hissedar sıfatıyla pay alacaktır.

Elinde hisse senedi opsiyonu bulunan firma üst yönetiminin temettü dağıtımını yerine geri satın alımı tercih etmesi, *hisse senedi opsiyonu varsayımı* olarak adlandırılmaktadır.

Geri satın alımlar ile yasaklı hisse senedi¹ arasında negatif yönlü bir ilişki bulunmaktadır.

Firmanın üst yönetimine verilen hisse senedi opsiyonlarının geri satın alımlar üzerindeki etkisini açıklamak için çeşitli açıklamalar yapılmıştır (Jolls, 1998: 20).

¹ Hisse senedi bazlı teşvik mekanizmalarının alternatif bir şekli olan, hisse senedi opsiyonlarından farklı olarak temettü hakkı veren ve bu nedenle geri satın alımlar için temettüler karşısında bir özellik içermeyen hisse senedi.

1- Hisse senedi opsiyonları ile geri satın alımlar arasındaki ilişki, firmaların hisse senedi opsiyon programlarını finanse edebilmek için geri satın alım yapma zorunluluğundan kaynaklanmaktadır.

2- Hisse senedi opsiyonları ile geri satın alımlar arasındaki ilişki, esas olarak geri satın alımlar ile yöneticilere yapılan ödemeler arasındaki ilişkinin daha genel bir türüdür.

3- Hisse senedi opsiyonları ile geri satın alımlar arasındaki ilişki, hissedarların çeşitli nedenlerle geri satın alımları teşvik etmek ya da önlemek için opsiyonları kullanmalarından kaynaklanmaktadır.

4- Hisse senedi opsiyonları ile geri satın alımlar arasındaki ilişki, diğer değişkenlerden kaynaklanmaktadır.

2.10.1. Geri Satın Alımların Hisse Senedi Opsiyon Planlarını Finanse Etmek İçin Kullanılması

Yönetim kadrosunun elinde çok sayıda opsiyon bulunan bir firma, opsiyon programını finanse edebilmek için geri satın alımı zorunlu bulabilir. Hisse senedi opsiyonu tanınan kişi bunu kullanmak isterse, firma bu opsiyon sahibine verilmek üzere elinde hisse senedi bulundurmak zorunluluğundadır. Opsiyon sahipleri genellikle piyasa fiyatı ile opsiyon fiyatı arasındaki değer de dahil olmak üzere nakit değerini kabul etmektedirler. Bu durumda, opsiyonlar geri satın alım zorunluluğu doğurmamaktadır.

2.10.2. Geri Satın Alımlar İle Yönetime Yapılan Ödemeler Arasındaki Genel İlişki

Hisse senedi opsiyonları ile geri satın alımlar arasındaki ilişki, geri satın alımın yönetime yapılan ödemelerle bağlantılı olmasıdır. Yönetim kadrosuna yüksek ödeme yapan firmalar, daha fazla geri satın alımda bulunan firmalar olabilmektedirler. Hisse senedi opsiyonları dışında, aynı etkiyi yaparak geri satın alımları etkileyen ödül mekanizmaları bulunmaktadır. Bunlardan biri de yasaklı hisse senedir.

Yasaklı hisse senedi hisse senedi opsiyonları üzerinde önemli bir kontrol imkanı sağlar. Çünkü, hisse senedi fiyatı bazında yöneticilerin ödüllendirilmesi temelinde hisse senedi opsiyonları ile benzerlikler taşımaktadır. Ancak, yasaklı hisse senedi opsiyonlardan farklı olarak, hisse senedinin belirli hakkı sağlamasından önce gerçekleşen temettü ödemelerinden pay alma hakkı vermektedir. Bu nedenle, hisse senedi opsiyonlarından farklı olarak yasaklı hisse senedi, temettülerle kıyaslandığında geri satın alımlar için bir özellik içermemektedir.

2.10.3. Opsiyonların Geri Satın Alımları Teşvik Etmek Ya da Önlemek İçin Kullanılması

Hisse senedi opsiyonları ile geri satın alımlar arasındaki ilişkiyi belirlemek için yapılan bir diğer açıklama ise, hissedarlarca, opsiyonların geri satın alımları teşvik etmek ya da önlemek için kullanılabileceğidir. Buna göre, geri satın alımların temettü miktarının artırılmasına nazaran istenebilirliği, hisse senedi opsiyonlarının doğal bir sonucu değildir. Bu durum, hissedarları, geri satın alımları teşvik etmek ya da engellemek için hisse senedi opsiyonlarının çeşitli seviyelerini (yüksek ya da düşük) ödül mekanizması olarak kullanmaya iten bazı faktörlerin sonucudur. Burada, ters nedensellik ilkesi geçerli olmaktadır. Yüksek geri satın alım etkisi yapan yüksek seviyedeki opsiyonlar yerine, yüksek geri satın alımlar yüksek seviyede tanınan hisse senedi opsiyonlarına neden olmaktadır.

2.10.4. Diğer Etkenler

Opsiyon değişkenlerinin, bir üçüncü faktörden etkilenmesi ihtimal dahilinde bulunmaktadır. Firmanın ele geçirilme tehdidi altında bulunması bunlardan birisidir. Böyle bir durumun varlığı halinde, hisse senedi opsiyonlarının firmanın ele geçirme tehdidiyle doğru orantılı olduğu söylenebilir. Bir firmanın ele geçirilmesine ilişkin tehditler arttıkça hisse senedi opsiyonlarında da artış görülmektedir. Hisse senedi opsiyonlarının fazla olması ise, ele geçirme sonrasında yönetim hakimiyetinin hedef firma yöneticilerinde kalması ihtimalini beraberinde getirdiği için ele geçirmenin başarısını olumsuz etkileyebilmektedir. Bu bağlamda, yöneticilerine yüksek seviyede opsiyon tanınmış olan firmaların ele geçirme tehditleri karşısında diğer firmalara nazaran daha güçlü durumda oldukları söylenebilecektir.

Ele geçirme tehdidi dışındaki diğer etkenlere bakıldığında, firmanın hisse senedi fiyatının izlediği trend, firmanın piyasa değeri ve firmanın içinde yer aldığı sektöre ilişkin değişkenler görülebilecektir.

Firmanın hisse senedi fiyatının yönü ile, geri satın alım kararlarında hisse senedinin düşük değerli olmasının muhtemel etkisi tespit edilmeye çalışılmaktadır. Hisse senedinin fiyatı düşerse, firmanın üst yönetimi büyük tutarda hisse senedi opsiyonlarını elde tutmak ve hisse senedinin piyasadaki düşük değerliliğini düzeltmek için bir geri satın alım yapmak eğiliminde olabilecektir.

Diğer bir etken olan firmanın piyasa değerinin, geri satın alımlar ve temettü artırımları üzerinde önemli bir etkisi bulunmamaktadır. Ancak, opsiyonların elde tutulmasında negatif bir etkisi bulunmaktadır. Büyük firmalarda küçük firmalara kıyasla opsiyonların tercih edilmesi daha az olasıdır.

Firmanın içinde yer aldığı sektörlerle ilişkin değişkenlere bakıldığında, kamu hizmet sektörü değişkeni geri satın alımlar üzerinde negatif ve önemli bir etkiye sahiptir. Bu firmalar (büyük oranda kamu yararı taşıyan firmalar ve yasalarla düzenlenmiş diğer firmalar), imalat sektöründe yer alan firmalara göre temettü dağıtımlarına nazaran geri satın alımlara daha az başvuran firmalardır. Bu sonuç, bu firmaların yüksek tutarlı temettü dağıtımları yapmalarıyla uyumlu bir sonuçtur.

3. HİSSE SENEDİ GERİ SATIN ALIMLARINA İLİŞKİN VARSAYIMLAR

3.1. GENEL OLARAK

Hisse senetlerinin geri satın alınmasına ilişkin olarak, finans literatüründe çeşitli varsayımlar bulunmaktadır. Bunları aşağıdaki şekilde sıralamak mümkündür (Narasimhan, 1999: 19-41):

- ◆ Bireysel vergi tasarrufu varsayımı,
- ◆ Uyarı varsayımı,
- ◆ Aracılık varsayımı,
- ◆ İçeriden öğrenenlerin ticareti için kullanılma varsayımı,
- ◆ Ortaklığın ele geçirilmesinin önlenmesi varsayımı,

Geri satın almaya ilişkin varsayımlarda bir diğer ayırım ise aşağıda verilmektedir (Nally, 1999: 55-57):

- ◆ Serbest nakit akımları varsayımı,
- ◆ İçerden öğrenenlerin ticareti modeli,
- ◆ Uyarı varsayımı,

Geri satın almaya ilişkin bu varsayımlar aşağıda sırasıyla açıklanmaktadır.

3.2. BİREYSEL VERGİ TASARRUFU VARSAYIMI

Bireysel vergi tasarrufu varsayımı, ortaklık tarafından hissedarlara dağıtılan temettü üzerindeki vergi yükümlülüğünün en aza indirildiğini ve geri satın alımın temettü dağıtımından farklı olarak vergi avantajı sağladığını vurgulamaktadır. Geri satın alımın vergi avantajı, geri satın alınan hisse senetleri üzerindeki sermaye iratları ve temettü nazaran vergi yükümlülüğü hesaplanırken maliyetlerin azaltılması temelinden kaynaklanmaktadır. *Bireysel vergi tasarrufu varsayımının vergi zamanlaması versiyonuna* göre, geri satın alım, temettü dağıtımında bulunmayan vergi zamanlaması esnekliği kazandırmaktadır. Geri satın alım sırasında, ortaklar, sahip oldukları hisse senetlerini satıp satmamaya karar verebilmektedir. Bu esneklik, temettü dağıtımında bulunmamaktadır. Ortaklar temettü dağıtımında ya da hisse senetlerini elden çıkardıklarında, realize edilmiş sermaye iradı üzerindeki vergileri ödemekle yükümlüdür.

3.3. UYARI VARSAYIMI

Uyarı varsayımı, geri satın alım öncesindeki hisse senedi değerinden daha yüksek bir fiyattan geri satın alım yapılmasıyla yöneticilerin ortaklığın değerinin olduğundan düşük olduğu yönünde bir uyarı yapabileceğini ileri sürmektedir. Geri satın alım fiyatı, geri satın alım öncesindeki hisse senedi değerinden yüksek olduğu için uyarı mevcut ortaklar için yüksek maliyet taşıyacaktır. Piyasadaki asimetric bilgi

fazla olmadığında uyarı maliyeti az olacaktır. Dönemsel bilanço açıklamalarından sonra geçen sürede piyasadaki asimetrik bilgiler artacaktır. Bu açıklamaları izleyen dönemde geri satın alımlarda artış olmamaktadır.

Bu varsayım, yeni hisse senedi ihraçları ve geri satın alım arasında bir benzerlik bulunduğu temelinde kurulmuştur. Hisse senedi geri satın alımlarının yeni hisse senedi ihraçlarının tam tersi bir işlem olması nedeniyle, *yeni ihraç uyarısı modeli*, geri satın alım işleminin uyarı fonksiyonunun kuruluşuna katkıda bulunmuştur. Yeni hisse senedi ihraçlarında elindeki hisse senetlerini satmayan, diğer bir ifadeyle rüçhan hakkını kullanan ortaklar, büyük bir kazanç için uyarı verebilirler. Çünkü yüksek kazanç elde eden firma ortakları, kendi firmalarının daha fazla sayıda hisse senedini elde bulunduracakları için daha fazla yarar sağlayacaklardır.

Bir açık piyasa geri satın alım işlemine katılmayan hissedarın maruz kalacağı risk artabilecektir: Elinde nakit bulduran ya da belirsiz bir tarihteki nakit akımları için bir hakkı bulunan bir firma nakit finansmanına dayalı geri satın alım yapacaktır. Hissedar eğer geri satın alıma katılmaktan imtina ederse, değer düşüklüğü sözkonusu olacak olan firmada daha büyük bir paya sahip olacaktır. Çünkü açık piyasa geri satın alımlarında firma değerinin düşmesi olasıdır. Ayrıca, firma portföyü, risk taşıyan varlıklarla değiştirilecektir, çünkü firma nakdini geri satın alınan hisse senetleri için kullanacaktır. Firma geri satın almayı borçlanma yoluyla finanse etmek isterse, bu takdirde de artan kaldıraç etkisi, geri satın almaya katılmayan hissedarın daha fazla risk altına girmesine neden olacaktır (Nally, 1999: 56-57).

Uyarı varsayımı, piyasa ve firma yöneticileri arasındaki asimetrik bilgi temelinde bir varsayımdır. Firma yönetimi ortaklığın değerinin düşük olduğunu düşünüyorsa, hisse senetlerinin geri satın alınması yoluna gidebilir. Böyle bir geri satın alım ilanı yapılması, yeterli bilgisi olmayan piyasa için önemli bir uyarı olabilecektir. Eğer piyasa bu uyarıyı etkili bir uyarı olarak karşılarsa, hisse senedi fiyatları en hızlı şekilde yeni duruma uygun seviyeye gelecektir. Yeni denge fiyatı, yeni bilginin tam olarak içerileceği gerçek değeri yansıtmalıdır ve uzun süreli hissedarlar ile hisse senetlerini ortaklığa geri satan ortaklar arasında herhangi bir servet değişimi sözkonusu olmamalıdır.

Piyasanın, geri satın alma ilanlarını hisse senedi fiyatlarının zaman içinde dengelenmesini sağlayacak şekilde şüpheli bir yaklaşımla karşılayacağına ilişkin varsayım ise *alt tepki varsayımı* olarak adlandırılır (Ikenberry, Lakonishok, Vermaelen, 1994: 2).

3.4. İÇERİDEN ÖĞRENENLERİN TİCARETİ İÇİN KULLANILMA VARSAYIMI

Geri satın alımlar, ortaklığın olanaklarından tam olarak yararlanılamaması nedeniyle bilgi sahibi olamayan hissedarlardan, düşük değerdeki hisse senetlerinin alınması için, içeriden öğrenen kişilere bir olanak sağlamaktadır. Bir başka deyişle,

geri satın alım ilanı, firma olanaklarından tam olarak faydalanamayan ortakların bu zaafiyetlerinden yararlanılmasına neden olabilir.

Bu varsayım, piyasanın etkin olmadığını kabul eden bir yaklaşımdır. Hissedarlar, genellikle yanlış bir düşünceyle, ortaklık yöneticisinin ortaklığın gelecekteki planları için olumlu düşünceleri bulunduğunu düşünürler. Hissedarlar yöneticinin geçmişteki deneyimlerini tespit etmek ve gelecekteki amaçlarını doğru olarak tahmin edebilmek isteyebileceklerdir. Ancak, ortaklık için aleni pay alım teklifi yapılması durumunda böyle olmayabilecektir. Bunun nedeni ise, aleni pay alım teklifine dayanan geri satın alımların sıklıkla gerçekleşmemesi, bu çerçevede, hissedarların yöneticinin geri satın alım saikine ilişkin kuşkularının ortadan kalkması için yeterli fikri olamamasıdır. Bu nedenle hissedarlar, ortaklığın gelecekteki projelerindense mevcut piyasa fiyatına oranla belli bir primle hisse senetlerini satma isteğinde olacaklardır. Geri satın alımın faydaları, başarıya ulaşmış bir içeriden öğrenme ile kıyaslandığında daha az olmaktadır.

Piyasanın etkin olmadığı varsayımını kabul eden içeriden öğrenenlerin ticareti için kullanılma varsayımı, yöneticilerin hisse senetlerinin gerçek değerinden daha düşük bir fiyatla satın alınacağına ilişkin bir bilgiden menfaat temin edebileceklerini savunmaktadır. Bu varsayım, hisse senedinin gerçek değerini aşan bir fiyattan hisse senetlerinin geri satın alınması suretiyle ortaklık dışındaki kişilere gerçek firma değeri hakkında uyarı yapan uyarı varsayımından ayrılmaktadır. İçeriden öğrenenlerin ticareti için kullanılma varsayımı, hisse senetlerini geri satın alan ortaklığın hisse senetlerini geri satın alımın öncesindeki fiyatlardan almasının ve piyasada oluşacak gerçek değer açıklanıncaya dek elindeki tutmasının, ortalama olarak bakıldığında, pozitif riske dayalı getiri sağlayacağını vurgulamaktadır. Ancak hisse senedi fiyatlarındaki değişimler dikkate alındığında bu stratejinin, geri satın alım ilanının bitiş tarihinden sonra 1 yıla varan sürede negatif riske dayalı getiri sağlaması da mümkündür. Bu durum, içeriden öğrenenlerin ticareti için kullanılma varsayımı ile çelişmektedir (Narasimhan, 1999: 34-36).

3.5. ARACILIK VARSAYIMI

Bu varsayım, hissedarların menfaatleri ile yöneticilerin menfaatlerini biraraya getirmesine imkan vermek suretiyle geri satın alımların hisse senedi değerini yükselttiğini kabul etmektedir. Menfaatlerin biraraya gelmesi, ortaklıkta yönetimin ağırlığının artmasından kaynaklanmaktadır. Yöneticiler ortaklığın iflasını önlemek için daha verimli çalışmak zorundadırlar. Ortaklığın mevcut yatırımları için gerekli olan tutarı aşan fonlar olarak tanımlanan serbest nakit akımları yükseldiğinde, bir geri satın alma işlemi nedeniyle firma değerindeki potansiyel artışın da fazla olması gerekmektedir. Bu sebeple, aracılık varsayımı geri satın alma olasılığının serbest nakit akımları ile birlikte yükseleceğini ifade etmektedir. Geri satın alım ilanından önceki yılda operasyonel nakit akımlarının yüksek olması durumunda firmalar daha fazla olasılıkla hisse senedi geri satın alımı yapmaktadırlar. Bu sonuçlar, serbest nakit akımları ile faaliyetlerden kaynaklanan nakit akımları arasındaki korelasyonun pozitif olduğu fikrine dayanan aracılık varsayımını desteklemektedir.

3.6. ORTAKLIĞIN ELE GEÇİRİLMESİNİN ÖNLENMESİ VARSAYIMI

Bu varsayıma göre, geri satın alımlar, ortaklığın ele geçirilmesi için üçüncü kişilerce yapılan ya da muhtemel olan bir aleni pay alım teklifine karşı konulması için taktik planlardır. Yöneticiler, ortaklığı ele geçirmek isteyenlerin yaptığı teklife eşit bir fiyattan dolaşımdaki hisse senetlerinin yeterli büyüklükteki bölümünün geri satın alınması suretiyle, yapılan bu teklifin düşük olduğu yönünde hissedarlara bir uyarı yapacaklardır. Ödemelerin yapılabilmesi için, yönetici, geri satın alımdan önceki döneme göre mevcut kaynakları daha verimli kullanmalıdır. Geri satın almayı izleyen dönemde gerçekleşen yüksek hisse senedi fiyatı, ortaklığın ele geçirilmesi ihtimalini azaltacaktır. Hissedarlar için hisse senedi değeri farklıdır. Hisse senedinin piyasa fiyatının düşük olduğunu düşünen hissedarlar kendi hisse senetlerini geri satın alım sırasında satmak isteyecekleri için, ortaklık içinden yapılan aleni pay alım teklifi, mevcut ortakların kabul edebileceği fiyatı artırarak, ortaklığı ele geçirmek isteyenlerin elde etme maliyetini yükseltecektir.

3.7. SERBEST NAKİT AKIMLARI VARSAYIMI

Bu varsayıma göre, firmalar, azalan firma değerini tekrar yükseltmek için geri satın alım işlemini kullanabileceklerdir. Geri satın alımlar yoluyla, serbest nakit akımları azaltılacak, bu durum ise firma değerinin yükselmesi sonucunu doğuracaktır (Nally, 1999: 56-57).

4. HİSSE SENEDİ GERİ SATIN ALIMLARININ AVANTAJ VE DEZAVANTAJLARI

4.1. HİSSE SENEDİ GERİ SATIN ALIMLARININ AVANTAJLARI

4.1.1. Hissedar Açısından

Hisse senedi geri satın alımına ilişkin ilanlar, yatırımcılar tarafından olumlu sinyaller olarak değerlendirilirler. Çünkü geri satın alım genellikle firma yönetiminin firmanın hisse senetlerinin düşük değerlendirildiğine ilişkin bir sinyal olarak nitelendirilir.

Firma hisse senetlerini geri satın alırken hissedarların satmak ya da satmamak konusunda seçimlik bir hakkı bulunmaktadır. Ancak bu durum temettü dağıtımında geçerli değildir. Çünkü, hissedarların yapılan bu temettü dağıtımını kabul etmek zorunluluğu ve bundan doğacak vergiyi ödemek yükümlülüğü bulunmaktadır. Nakit ihtiyacı olan hissedarlar geri satın alıma dahil olabilirken böyle bir ihtiyaç içinde olmayan hissedarlar ise mevcut hisse senetlerini muhafaza etmek yoluna gidebilirler (Brigham, 1996: 278).

4.1.2. Yönetim Açısından

Firma yönetimleri, gelecekte de benzer oranda temettü dağıtımı yapılabilmesi için, temettü artırımına gitmek istemeyecektir. Bu nedenle, eğer fazla nakdin yalnızca geçici olduğu düşünülüyorsa, yönetim gelecekteki temettü dağıtımları için bir beklenti yaratacak temettü artırımını yerine, geri satın alım yoluna gidebilecektir.

Hisse senedi opsiyonları, çalışanların hisse senedi sahipliği², hisse senedi ile değiştirilebilir tahviller³ ya da hisse senedi varantları⁴ kullanıldığı zaman, yükümlülükleri yerine getirmek için gerekli hisse senetlerini temin etmek için geri satın alım yoluna gidilebilir.

Firmanın yönetim kurulu üyelerinin elinde firmanın önemli tutarda hisse senedi varsa, vergi ödeme yükümlülüğü doğabileceği düşüncesiyle, temettü dağıtımını yerine hisse senetlerinin geri satın alımı yoluna gidilebilir.

Geri satın alımlar, firmanın sermaye yapısında büyük çaplı değişimler yapmak üzere kullanılabilir (Brigham, 1996: 278).

4.2. HİSSE SENEDİ GERİ SATIN ALIMLARININ DEZAVANTAJLARI

4.2.1. Hissedar Açısından

Hissedarlar temettü ve sermaye kazançları arasında kayıtsız olmayabilirler ve hisse senetlerinin fiyatı, nakit temettü dağıtımlarından daha fazla olumlu etkilenebilir. Nakit temettülerin genellikle oldukça güvenilir olduğu, geri satın alımların ise güvenli olmadığı düşünülebilir. Ayrıca, eğer bir firma düzenli bir geri satın alma programı ilanı yapacaksa, geri satın alımlardaki vergi erteleme opsiyonu nedeniyle bir vergi birikmesi sözkonusu olabilecektir.

Hisse senetlerini firmaya satan hissedarlar, geri satın alımın bütün sonuçlarından tam olarak haberdar olmayabilirler. Aynı şekilde, firmanın mevcut ve gelecekteki faaliyetleri konusunda yeterli bilgiye sahip olmamaları mümkündür.

² Günümüzde çeşitli ülkelerde ve ABD’nde ortaklıklar, çalışanlarının motivasyonunu, ortaklığa bağlılıklarını ve ortaklığın performans, karlılık gibi hedeflerine yönelik olarak çalışmalarını sağlamak, bir rekabet stratejisi oluşturmak, ve çeşitli vergi avantajlarından faydalanabilmek gibi amaçlarla çalışanlarını ortaklıkta pay sahibi yapmaktadırlar. Geniş bilgi için bkz. DEMİRKAN, Senem: Çalışanları Hisse Senedi Edindirme Planları ve Türkiye İçin Öneriler, Yeterlik Etüdü, Ankara, 1999.

³ Hisse senedi ile değiştirilebilir tahviller tasarruf sahiplerine, belirli koşullar altında, tahvili hisse senedi ile değiştirme hakkı sağlayan ve bu çerçevede kısmen sabit getirili menkul kıymet ve kısmen hisse senedi niteliği taşıması nedeniyle finans literatüründe “hibrit” menkul kıymetler grubuna giren sermaye piyasası araçlarıdır. Geniş bilgi için bkz. ÖZDEMİR, Özlem: Hisse Senedi İle Değiştirilebilir Tahviller, Türk Sermaye Piyasasında Uygulanabilirliği, Öneriler, Yeterlik Etüdü, Ankara, 1999.

⁴ Hisse senedi varantı, sahibine bir ortaklığın belirli sayıda hissesini, belirli bir fiyattan, belirli bir dönem içerisinde satın alma hakkı veren sermaye piyasası aracıdır. Geniş bilgi için bkz. AKPINAR, Bircan: Hisse Senedi Varantlarının Türk Sermaye Piyasasında Uygulanabilirliği, Yeterlik Etüdü, Ankara, 1999.

ABD uygulamasında firmalar genellikle, hissedarlar tarafından açılması muhtemel davalardan kaçınmak için geri satın alma programını başlamadan ilan ederler.

Firma, hisse senetlerinin geri satın alınması için, hisse senetlerini firmaya geri satmayan hissedarların aleyhine olarak çok yüksek bir fiyat ödeyebilir. Eğer hisse senetleri etkin olmayan bir şekilde işlem görüyorsa ve firma kendi hisse senetlerinin önemli bir kısmını geri satın almak istiyorsa, fiyat denge fiyatının yukarısında teklif edilebilir ve geri satın alma programı sona erdiğinde hisse senetlerinin fiyatı düşer (Brigham, 1996: 278).

4.2.2. Yönetim Açısından

Hisse senedi geri satın alımları yasal olarak bazı riskler içerebilir. Amerikan uygulamasında, eğer IRS hisse senedi geri satın alımlarının temel nedeninin temettü vergilerini ödememek olduğunu saptarsa, firmaya ceza verilmesi mümkündür. Eğer bu durum çok belirgin ise, Amerikan Kongresi de harekete geçebilecektir.

Eğer firmanın hisse senedi fiyatlarını manipüle ettiği düşünülürse, SEC soruşturması sözkonusu olabilir (Brigham, 1996: 280).

5. HİSSE SENETLERİNİN GERİ SATIN ALINMASINA İLİŞKİN YASAL DÜZENLEMELER

5.1. GENEL OLARAK

Sermaye piyasasında zaman zaman görülen ekonomik krizler sırasında durgunluğa düşen ortaklık hisse senetlerinin daha fazla değer kaybetmesini önlemek için, ortaklığın kendi hisse senetlerini satın almak suretiyle değerlerini koruması ve daha sonra piyasaya sürebilmesi -alacaklıların güvencelerini tehlikeye düşürmemek kaydıyla- yararlı bir işlemdir. Bu işlemle, ortaklığın ticari itibarı da dolaylı olarak korunmuş olur (Çelikten, 1999: 33).

Çalışmanın bu bölümünde, ilk olarak, çalışmanın esasını teşkil eden ABD düzenlemeleri incelenecek, daha sonra ülkemiz hukukundaki düzenlemelere değinilecektir. Bu bölümde son olarak, Avrupa Birliği düzenlemeleri incelenecektir. Hisse senetlerinin geri satın alınmasına ilişkin olarak yasal düzenlemeler yapmış olan ülkelerden Kanada, İngiltere, İsviçre ve Hindistan'a ilişkin bilgiler Ek/3'de verilmektedir.

5.2. ABD DÜZENLEMELERİ

ABD hukukunda ortaklıkların ihraç etmiş oldukları hisse senetlerini geri satın alma hakları bulunmaktadır. Hisse senetlerinin geri alınması gerçekleştiğinde bu durumun etkisi, ortaklığın kendi malvarlığını ortaklarına dağıtması ile aynı nitelikte olmaktadır. Temettü ödemelerini düzenleyen DGCL ve MBCA, anonim ortaklıkların kendi hisse senetlerini geri satın almasında da uygulanmaktadır. ABD hukukunda -genelde eyaletlerin kendi ortaklıklar kanunlarında- anonim ortaklığın ihraç etmiş

olduğu hisse senetlerini satın almasına izin verildiği görülmektedir. DGCL'nin 160. ve MBCA'nın 5. maddesine göre, anonim ortaklığın kendi hisse senetlerini iktisabında ödeme gücünün bulunması, iyi niyet ve alacaklıların haklarının herhangi bir zarara uğratılmaması şarttır. Hisse senetlerinin satın alınması ortaklığın sermaye yapısının bozulması sonucunu doğuracaksa, bu durumda yapılacak geri satın alımlar DGCL tarafından yasaklanmıştır. DGCL'ye göre ortaklık ancak fon fazlası olduğunda hisse senedi geri satın alımı yapabilecektir. Yine DGCL'nin 154. maddesine göre ortaklığın kendi hisse senetlerini satın alması sermayenin iadesi niteliği de taşımalıdır. Ayrıca hisse senedi geri satın alımlarında, hisse senedi sahibinin rızasının bulunması zorunludur. Mevcut durum itibariyle, ABD'nde hisse senedi geri satın alımları olağan uygulama halinde, belirli programlar dahilinde, hissedarların bilgilendirilmesini teminen yapılan ilanlarla gerçekleştirilmektedir (Soderquist, Smiddy, Sommer, Chew, 1999: 208-209).

Amerikan hukukunda, ortaklığın hisse senetlerini satın alması veya başka yollardan geri alabilmesi iki yolla olmaktadır:

1- Ortaklık kendi hisse senetlerini, hissedarlarca ortaklığa satılma, bağışlanma, hisse senedi bedellerinin ödenmesinde güçlüklerle karşılaşılması nedeniyle bunların ortaklığa iade edilmesi ya da başka ticari yollardan hisse senetlerinin ortaklığa geçmesiyle iktisap edebilir.

2- Hissedarın rızası olmasa bile anlaşma gereği hisse senedinin satın alınması durumunda, ortaklık kendi hisse senetlerini iktisap edebilir. Ortaklığın geri satın alma hakkını saklı tutarak imtiyazlı hisse senedi çıkarması (*redeemable preferred stock*) durumunda, firma yönetimince, anlaşmada belirlenmiş tarihte hissedarın rızasına bakılmaksızın hisse senedi geri satın alınabilir. DGCL'nin 243. maddesi ve MBCA'nın 14. ve 15. maddelerinde sözkonusu husus açıkça düzenlenmiştir. ABD'nde bazı eyalet kanunlarında zımni olarak (örneğin New York eyaleti kanununda zımni izin vardır) geri satın alınabilir nitelikte hisse senedi çıkarılmasına izin verilmiştir. Ancak yönetim kurulunun bu türden hisse senedi ihraç kararı alabilmesi için ortaklık esas sözleşmesinde hüküm yer almalıdır (Anaral, 1982: 41). Ortaklıkların yıl içerisinde alımını planladıkları hisse senedi tutarını bilanço dipnotlarında açıklama zorunlulukları bulunmaktadır.

ABD'nde 1929 yılının Kasım ayında meydana gelen ekonomik krizin atlatılmasında alınan önlemlerden birisi de ortaklıkların kendi hisse senetlerini süratle piyasadan satın almaya davet edilmeleri olmuştur (Anaral, 1982: 29).

ABD'nde firmalar, uzun yıllar boyunca, sermaye kazançlarındaki vergi avantajına rağmen yıllarca hisse senedi geri satın alımları yerine temettü ödemeyi tercih etmişlerdir.⁵ Firmaların geri satın alımlar yoluyla hissedarlarına nakit dağıtım

⁵ ABD'nde sermaye kazançları geriye dönük olarak incelendiğinde temettü gelirlerine nazaran daha avantajlı bir vergi uygulamasından yararlanmışlardır. 1986 yılında çıkarılan Vergi Reformu Yasası sermaye kazançlarındaki vergi avantajını azaltmıştır. Buna rağmen, hisse senedi geri satın alımları vergisel açıdan bakıldığında temettü dağıtımlarının önünde yer almaktadır. Çünkü hissedarların sermaye kazançlarına ilişkin vergileri erteleme olanakları bulunmaktadır.

yaparak vergi yükümlülüğünü önemli ölçüde azaltmaları nedeniyle, geleneksel düşünce, firmaların temettü ödemek yerine hisse senetlerini geri satın alması gerektiği şeklinde olmuştur. Bununla birlikte, 1980'lerin ortalarına kadar hisse senedi geri satın alımları göreceli olarak sık gerçekleşmeyen bir olay olarak kalmıştır. Vergi dezavantajına rağmen, temettüden yana yapılan bu tercih, anonim ortaklıkların finansmanı alanında en çok soru işareti doğuran olgulardan biridir. Genellikle, firmaların hissedarlarına nakit dağıtım yapmak için neden temettü seçtikleri konusunda iki yaklaşım bulunmaktadır. İlk olarak, bazı yazarlar temettü ödemelerinin, bu yöntemdeki vergi dezavantajının doğrudan ya da dolaylı olarak, firma dışındaki kişilere piyasa değeri hakkında bilgi verilmesini kolaylaştırdığı için tercih edildiğini ifade etmektedirler. Diğer yandan bazı yazarlar ise, ortaklıkların, hisse senedi geri satın alımlarının sermaye kazançları üzerindeki vergi avantajından daha ağır basan maliyetler yaratması nedeniyle temettü ödemeyi tercih ettiklerini iddia etmektedirler. Ancak bu iki görüşten hiçbiri yeterli açıklamayı sağlayamamaktadır.

Bunu açıklamak için geliştirilen modellerden biri *asimetrik bilgi modelidir*. Bu modele göre, fiyatı piyasaya göre düşük kalan firmalar, hissedarlarının likidite ihtiyacı ile ellerindeki hisse senetlerini gerçek değerinin altında satmalarını önlemek için temettü ödemesi yoluyla bir uyarı yapma amacını taşımaktadırlar. Bu nedenle, değeri düşük kalan firmalar, bu ödeme yöntemi hisse senedi geri satın alımlarından daha pahalı bir yöntem olsa da temettü ödeme yolunu seçeceklerdir. Çünkü, temettü etkili bir uyarı mekanizması yapan bu vergi dezavantajıdır. Ancak bu modeli destekleyen çalışmalar henüz yeterince güçlü ve sonuçlanmış değildir.

Açıklama yapmak için getirilen modellerden bir diğeri ise şu şekilde ifade edilebilir: Açık piyasada gerçekleştirilen geri satın alımlar süresince, firma yöneticileri ellerindeki açıklanmamış bilgiyi henüz yeterince bilgilennemiş yatırımcılardan servet naklini gerçekleştirmek için kullanma eğiliminde olabilirler. Bu fırsat temeline dayalı yaklaşım, işlem maliyetlerinde bir yükselmeye sebep olabilir. Çünkü bu konuda uzman kişiler alım-satım teklifi aralığını, kendilerini bu problemden korumak için genişleteceklerdir. İşlem maliyetindeki böyle bir yükselme ise hisse senedinin değerini azaltıcı etki yapacağı için, sermaye kazançlarındaki göreceli vergi avantajına rağmen hisse senedi geri satın alımları nakit temettü ödemeleri üzerinde baskın olamayacaktır.

Firmalar hisse senedi geri satın alımlarının yeterli bilgiye sahip olmayan hissedarlardan yeterince bilgiye ulaşmış hissedarlara servet transferi sonucunu doğurabileceği için temettü dağıtımını tercih edebilmektedirler. Geri satın alma programları süresince, yeterli bilgiye sahip olmayan hissedarlar yeterli bilgiye ulaşmış hissedarların işlemlerini karşılayamayacakları için hisse senedi fiyatı yükseldiğinde daha fazla, hisse senedi fiyatı düştüğünde ise daha düşük değerli hisse senetlerini elde bulundurmamak durumunda kalacaklardır. Bu sorun nedeniyle, temettü ödemelerinin olumsuz etkisine rağmen yeterli bilgisi olmayan hissedarlar temettü ödenmesini tercih edeceklerdir.

5.2.1. ABD’nde Hisse Senedi Geri Satın Alma Programlarının Düzenlenmesi

ABD’nde hisse senedi geri satın alım programları açıkça yasaklanmamıştır. Bununla birlikte, bu işlemin hisse senedi fiyatlarına olan potansiyel etkisi nedeniyle dikkatleri çekmiştir. Bu bakış açısı, 1967 yılında Senato Komitesi tarafından yapılan aşağıdaki açıklamada ifadesini bulmuştur:

“Firmaların kendi menkul kıymetlerini geri satın almaları, kanuna uygun sınırlı amaçlarla yapılabilir. Örneğin, hisse senetlerinin geri satın alınması, iştirak ya da bağlı ortaklıkların satışını izleyen dolaşımdaki hisse senedi sayısını azaltmak amacıyla ya da dolaşımdaki hisse senedi sayısını artırmadan hisse senedi opsiyonları, iktisapları, çalışanların hisse senedi sahipliği veyahut hisse senedi satın alım planları için hisse senetleri temin etmek amacıyla yapılabilir. Bununla birlikte geri satın alma programları, firma yönetimi tarafından aleni pay alım tekliflerine karşı ya da firmanın ele geçirilme teşebbüslerini engellemek için yönetimin kontrolünün korunması ya da kontrolün artırılması amacıyla, ortaklığın hisse senetlerinin piyasa fiyatının artırılmasını sağlamak için kullanılabilir. Hisse senedi geri satın alma programlarının ardındaki neden ne olursa olsun, geri satın alma büyük tutarlı olursa piyasadaki etkisi de büyük olacaktır.”⁶

SEC, hisse senedi geri satın alma programları süresince hisse senedi fiyatlarındaki manipülasyon nedeniyle firmaları sorumlu görebileceği için, bu potansiyel fiyat etkenlerini dikkatle izlemektedir. SEC, finansal piyasaların olağan akışını etkileyebilecek belirli işlemlerde bulunan firmalarla yakından ilgilenmektedir.

SEC, firmaların hisse senedi geri satın alımlarını aşağıdaki amaçlarla kullanabileceğini öngörmektedir:

- ◆ Birleşme ve ele geçirme işlemleri sırasında, birleşme ve el değiştirme oranlarını tespit etmek amacıyla, ortaklığın menkul kıymetlerinin piyasa değerini korumak ya da yükseltmek için yapılan geri satın alımlar,
- ◆ Birleşme ve ele geçirme işlemleri sonrasında, hisse senetleri satın alınan ortaklığın eski ortaklarına karşı devam eden yükümlülükler için (hisse senedi opsiyonu vb.) ihraç edilecek hisse senedi sayısını azaltmak amacıyla, ortaklığın menkul kıymetlerinin piyasa değerini korumak ya da yükseltmek için yapılan geri satın alımlar,
- ◆ Piyasada oluşan fiyattan ya da bunun üzerindeki bir fiyattan ellerindeki hisse senetlerini elden çıkarmak isteyen kişilere yardımcı olmak amacıyla, ortaklığın menkul kıymetlerinin piyasa değerini korumak ya da yükseltmek için yapılan geri satın alımlar,
- ◆ Banka borçlanmaları ile aynı etkide olmak üzere, firma yönetimi tarafından rehnedilen hisse senetlerinin değerini korumak amacıyla, ortaklığın menkul

⁶ Senato Raporu No:550, 90. Kongre, 1. Oturum (1967).

kıymetlerinin piyasa değerini korumak ya da yükseltmek için yapılan geri satın alımlar.

1982 yılına kadar, ABD’nde hisse senedi geri satın alımlarını doğrudan düzenleyen kanun ya da kurallar bulunmamaktaydı. SEC, hisse senetlerini geri satın alan firmaların Federal anti-manipülatif düzenlemeleri ihlal etmelerini engellemek temelinde çeşitli düzenlemeler getirme yoluna gitmiştir. ABD’nde anti-manipülatif düzenlemelerin çok sıkı olması geri satın alım yapan firmaları SEC soruşturması altına alınmak ve manipülasyonla sorumlu tutulmak riskine maruz bırakmıştır. Bu sorunun çözümü için SEC, manipülatif fiil şüphesine maruz kalmadan hisse senedi geri satın alım programlarının sürdürülmesini sağlamak amacıyla için 1967 yılında SEC, 10b-10 kuralı üzerinde çalışmalar yapmıştır. Bu kural, geri satın alım yapan firmaların çeşitli açıklamalar yapması ve fiyat, zaman, işlem hacmi ve geri satın almanın çeşitli durumları üzerinde belirli emredici hükümlerle bağlı olmasını düzenlemekteydi. 1970 yılında SEC, 10b-10 kuralıyla çok benzerlik taşıyan 13e-2 kuralı üzerinde çalışmalar yapmış, 13e-2 kuralının diğer versiyonlarına ilişkin olarak ise 1973 ve 1980 yıllarında çeşitli çalışmalar yapılmıştır. Ancak bu kuralların hiçbiri SEC tarafından nihai olarak kabul edilmemiştir.

1980’lerin başında hisse senedi geri satın alımlarına ilişkin olarak yapılmak istenen düzenlemeler sonucunda, SEC açık piyasada gerçekleştirilen geri satın alımları düzenlemek için bir düzenleme yapmıştır. 1982 yılında SEC, SEA’nın manipülasyonu önlemeye yönelik katı düzenlemelerinde, geri satın alım yapan firmalar lehine bir düzenleme (safe-harbor) benimsemiştir. Özellikle, SEA’nın 9(a) (2) ya da 10(b) bölümlerindeki hükümleri ihlal etmeksizin, açık piyasada gerçekleştirilen hisse senedi geri satın alımları için yönlendirici kuralları belirlemek için 10b-18 kuralını kabul etmiştir.⁷ 10b-18 kuralı, açık piyasada hisse senedi geri satın alımı yapan firmaların bir işlem gününde tek bir broker ya da dealer kullanmasını, piyasanın kapanmasından önceki son yarım saatte işlem yapmaktan ya da yukarı hareket yapmaktan kaçınmasını ve günlük olarak satın alınan hisse senetlerinin hacmini belli bir tutarda sınırlandırmasını zorunlu tutmaktadır (Grullon, 1999: 78-88).

Ortaklıklarca aleni pay alım teklifleri yoluyla yapılan geri satın alımlar ve menkul kıymetlerin en çok yüzde beşine kadar olan bölümün iktisap edilmesi SEA kapsamına girmemektedir. Söz konusu boşluk Bölüm 13(e)(1) ile doldurulmuştur. Buna göre, SEC tarafından getirilen düzenlemelere uygun olmaması durumunda, firmanın kendi hisse senetlerini satın alması hukuka aykırı sayılabilecektir. Bölüm

⁷ 9(a) (2) bölümü, bir veya birden fazla kişinin, ulusal menkul kıymetler borsasında kote olmuş gerçek değerinden ve açık olarak işlem gören menkul kıymetlerde, bu menkul kıymetlerde işlem yapan diğer yatırımcıları alıma ya da satışı teşvik etmek amacıyla, yapılan işlemlere etki etmesi, ya da bu menkul kıymetin fiyatını yükseltmesi ya da düşürmesinin yasak olduğunu düzenlemektedir. Aynı şekilde, 10(b) bölümü de, ulusal menkul kıymetler borsasında kote olmuş ya da olmamış menkul kıymetlerin alım ya da satımı ile bağlantılı olarak, SEC’in kamu yararı ve yatırımcıların korunması için gerekli görerek yapacağı düzenlemeler ve kuralların dolanılmasına yönelik ya da manipülatif ya da aldatıcı fiillerde bulunmanın yasak olduğunu düzenlemektedir.

13(e)(1) yalnızca, SEA'nın kayıt ve periyodik bildirim gerekliliklerine tabi ortaklıklara uygulanmaktadır (Hazen, 1996: 643).

Savunma amaçlı aleni pay alım teklifleri 13e-4 kuralı tarafından düzenlenmiştir. İyiniyetli bir üçüncü kişinin teklifine cevap vermeyerek kendi hisse senetleri için aleni pay alım teklifi yapan bir hedef ortaklığın, hukuka aykırılık ihtimali nedeniyle, kendi hisse senetleri için aleni pay alım teklifi yasaklanabilir. 13e-1 kuralı da üçüncü bir kişi firmanın hisse senetlerini satın almak için aleni pay alım teklifi yaptığında, ihraçcının kendi hisse senetlerini satın almasında uygulanmaktadır. SEA'nın kayıt ve periyodik bildirim gerekliliklerine tabi ortaklık, aşağıdaki bilgileri içeren ve sekiz nüsha olarak hazırlanacak açıklama metnini SEC'e sunmadıkça, üçüncü bir kişi aleni pay alım teklifi yaptığında kendi hisse senetlerini satın alamama ihtimali doğabilecektir:

- ◆ Satın alınacak menkul kıymetlerin özelliklerinin açıklanması,
- ◆ Menkul kıymetlerin satın alınacağı kişilere ilişkin bilgiler ve sınıflandırılması,
- ◆ Hisse senetlerinin hangi amaçla geri satın alındığı,
- ◆ Satın almanın finansmanının hangi kaynaklarla sağlanacağı.

Eğer ortaklığın kendi hisse senetlerini geri satın alması, önceden yapılan ilandaki koşullarla tamamıyla gerçekleşmezse, manipülasyon olasılığı doğabilir. 10b-13 kuralı, kendi hisse senetleri için aleni pay alım teklifi yapan ortaklıkların alımlarının aleni pay alım teklifine uygun olmamasını yasaklamaktadır (Hazen, 1996: 644).

13e-3 kuralı ise aşağıdaki işlem tiplerini düzenlemektedir:

- ◆ SEA'nın bildirim koşullarına tabi ortaklık ya da bağlı ortaklığı tarafından yapılacak aleni pay alım teklifi ya da satın alımlar,
- ◆ Vekaleten talep, bilgi dağılımı, birleşme, konsolidasyon, yeniden sınıflandırma, yeniden sermayeleştirme, hisse senedi bölünmesi ya da benzer işlemlerle bağlantılı olarak ihraççı ya da temsilcisi tarafından açıklanan SEA'nın bildirim yükümlülüklerine tabi menkul kıymet sahiplerine uygulanan işlemler.

Ortaklık, 13E-3 cetvelinde yer alan aşağıdaki bilgileri açıklamakla yükümlüdür:

- ◆ Ortaklığın kimliği ile işleme konu olan menkul kıymetlerin özellikleri ve açıklaması,
- ◆ İşlemin maddi şartlarının açıklaması,
- ◆ Ortaklığın ya da bağlı ortaklığının işlem sonrası planları,
- ◆ Fonların tutarı ve kaynağı ya da diğer hususlar,
- ◆ İşlemin amacı ve dikkate alınan alternatif hedefler,
- ◆ Vergisel sonuçların açıklanmasını da içerecek şekilde, işlemde sağlanacak yararların ve geri satın alma nedenlerinin detaylı olarak açıklanması,
- ◆ Yönetimin işlemin gerçekleştirilmesinde tarafsızlığına ilişkin beyanı,

- ◆ Ortaklığın menkul kıymetleri ile ilgili anlaşmalar ve anlaşmaların tamamının ayrıntılı açıklaması,
- ◆ İşlemler hakkında, tarafların mevcut düşünce ve önerileri,
- ◆ Eğer varsa, yasal olarak mevcut olan değerlendirme hakkının özeti ve kullanılabilirliği,

13E-3 cetveline ilişkin açıklamalar, yanlış beyan ve ihlaller için cezai ve hukuki sorumluluğa tabidir. 13e-3 kuralı, yalnızca ihraççılara değil, bağlı ortaklıklarına da uygulanmaktadır (Hazen, 1996: 646).

13e-3 kuralı, doğrudan kapsama dahil edilebilen işlemlere uygulanmaktadır. Teklif sahibinin 13e-3 kuralına uygun hareket etmek yönünde açıklama yapması durumunda ve aleni pay alım teklifinde açıklanan plan ile benzerlik taşıması şartıyla, bir önceki yılda yapılan aleni pay alım teklifi yoluyla bağlı ortaklığı haline gelmiş tüzel kişinin işlemlerine uygulanmamaktadır (Hazen, 1996: 647).

5.3. ÜLKEMİZ MEVZUATI

TTK'nun 329. maddesinde anonim ortaklıkların kendi hisse senetlerini temellük ve rehin olarak kabul edemeyeceği, temellük edilmesi veya rehin alınması sonucunu doğuran sözleşmelerin ise hükümsüz olacağı düzenlenmiştir.

TTK'nun 329. maddesinin devamında, bu yasağa çeşitli istisnalar öngörülmüştür. Bu yönüyle, TTK'nda kabul edilen sistemle Kara Avrupası hukukunda geçerli olan ilke benimsenmiş olmaktadır. Söz konusu istisnalar çalışmanın izleyen bölümlerinde incelenecektir.

5.3.1. Genel Olarak

Anonim ortaklıkların kendi hisse senetlerini temellük ve rehin olarak kabul edemeyeceği hususunu düzenleyen TTK'nun 329. maddesi, İBK'nun 659. maddesinin iktibasından oluşmaktadır (Çelikten, 1999: 1). İBK'nda 1991 yılında yapılan değişiklikle, söz konusu yasak tamamen kaldırılmıştır. Ancak TTK'ndaki yasaklayıcı hüküm halen yürürlükte bulunmaktadır. Adliye Encümeni Mazbatası'nda bu yasağın amacının, "*Şirketin kendi paylarını temellük ederek veya rehin alarak şirket varlığını bunlar karşılığında sarfedip, şirketten alacaklı duruma girecek olan üçüncü şahısların durumlarını tehlikeye düşürmesini engellemek*" olduğu ifade edilmiştir.⁸ TTK'nun 329. maddesi ile getirilen yasağın amacına ilişkin olarak doktrinde çeşitli görüşler yer almakla birlikte, genel olarak kabul edilen görüş, ortaklığın malvarlığının korunması⁹ ve hissedarlar ile alacaklıların uğrayabilecekleri zararların engellenmesi yönündedir. Ortaklığın kendi hisse senetlerini iktisap etmesinin, hisse senedinin gerçek değerini etkileyebilecek işlemlere (manipülatif amaçlı işlemler) imkan vermesi ve bu yolla hissedarların zarara uğratılmalarını engellemek de yasak konulmasının diğer bir amacıdır (Çelikten, 1999: 3).

⁸ TBMM Adliye Encümeni Mazbatası, Gerekçe, s.380.

⁹ Bu kapsamda olmak üzere, TTK'nun 405. maddesinde "*payların geriye ödenmesi yasağı*" düzenlenmiştir.

TTK'nun 329. maddesi özel kanunlarında hüküm bulunan ortaklıklar hakkında uygulanmamaktadır. 7462 sayılı Ereğli Demir ve Çelik Fabrikaları Türk Anonim Şirketi Kanunu'nun 3. maddesinde, TTK'nun 329. maddesi hükmünün ortaklık hakkında uygulanmayacağı hükmüne bağlanmıştır.¹⁰ Bununla beraber, ortaklığın kendi hisse senetlerini edinmesi -Kanunun sermaye azaltılmasına izin verdiği haller dışında- nominal sermayede azalma sonucunu doğurmaması şartına bağlanmıştır. Ereğli Demir ve Çelik Fabrikaları T.A.Ş.'nin özel mevzuatı hakkında bilgiler Ek/4'de yer almaktadır.

TTK'nun 329. maddesinde düzenlenen yasak hükmü, hisse senetlerinin devren iktisabı hallerinde de uygulanır. Anonim ortaklığın sermaye artırımını sırasında kendi hisse senetlerini taahhüdü de geçersizdir (Çelikten, 1999: 4).

5.3.2. Kapsam

5.3.2.1. Aracı Kurumlar

Aracı kurumlar faaliyet konuları itibariyle menkul kıymet alım satımı yapmaları nedeniyle, TTK'nun md. 329/4'de düzenlenmiş olan istisnanın kapsamına girmekle birlikte, SPKr'nun Seri V, No:46 "Aracılık Faaliyetleri ve Aracı Kuruluşlara İlişkin Esas Hakkında Tebliğ"inin "6762 sayılı Türk Ticaret Kanunu'nun 329'uncu maddesinde müsaade edilen haller hariç olmak üzere, ihraç ettikleri hisse senetlerini, kendi nam ve hesaplarına alıp satamazlar" hükmünü içeren "Aracı Kuruluşların Yapamayacakları İş ve İşlemler" başlıklı 58/i maddesi uyarınca, TTK'nun 329. maddesinde izin verilen durumlar dışında, hisse senetlerini, kendi nam ve hesaplarına alıp satmaları mümkün bulunmamaktadır.

SPKr'nun Seri:I, No:26 "Hisse Senetlerinin Kurul Kaydına Alınmasına ve Satışına İlişkin Esaslar Tebliği"nin "Aracılık Sözleşmesi ve Aracı Kuruluşların Yükümlülükleri" başlıklı 27. maddesine göre ise, aracı kuruluşlar portföylerindeki hisse senetlerinin veya kendi hisse senetlerinin hissedarlarınca halka arzında aracılık yükleniminde bulunamazlar. Ancak halka arz için oluşturulacak konsorsiyuma "en iyi gayret aracılığı" esasına göre katılabilirler.

5.3.2.2. Yatırım Fonları

SPKr'nun Seri:VII, No:10 "Yatırım Fonlarına İlişkin Esaslar Tebliği"nin "Fon Portföyüne İlişkin Sınırlamalar" başlıklı 42. maddesinin (d) bendinde, "Fon portföyüne kurucunun ve yöneticinin hisse senedi, tahvil ve diğer borçlanma senetleri satın alınmaz" hükmü yer almaktadır. Söz konusu hükmün amacı, fonu yöneten bankanın, fonun parasını kullanarak, kendi hisse senetlerine bağlı oy

¹⁰ Ereğli için getirilen bu istisna, ortaklığın kuruluşunda Amerikan sisteminin etkili olmasından kaynaklanmaktadır. Doktrinde bazı yazarlar, Ereğli'nin hisse senetlerinin satışında 100 milyon TL'lık kısmına geri satın alma garantisi konmasının bir gereksinim olduğunu, belirtmektedirler. Bkz.YÜKSEL, Ali Sait- RODOPLU, Gültekin: Sermaye Piyasası, İstanbul 1980.

haklarından yararlanmasını engellemektir. Fonun imkanları kullanılarak yönetici bankanın finanse edilmesi engellenmek istenmiştir. Tahvillerin de yasağın kapsamına dahil edilmesi, tahviller vasıtasıyla fonun bankanın bir kaynağı haline dönüştürülmesini önlemeye yöneliktir (Çelikten, 1999: 9).

5.3.2.3. Yatırım Ortaklıkları

Anonim ortaklıkların fiil ehliyetinin işletme konusuyla sınırlı olması (*ultra vires*) esastır (TTK md.137). Bir anonim ortaklığın kendi hisse senetlerini temellük etmesi veya rehin alması, işletme konusuna giren asli muamelelerden ise, bu kapsamda kendi hisse senetlerini temellük etmesi ve rehin olarak kabul etmesi mümkün bulunmaktadır. Sözkonusu istisna TTK'nun 329. maddesinin 4. bendinde düzenlenmiştir.¹¹ Bu bendin düzenlemesine holdingler¹², bankalar¹³ ve finansman ortaklıkları ile işletme konusuna menkul kıymetlerin alımı-satımı giren yatırım ortaklıkları da dahil bulunmaktadır. Sözkonusu istisnanın, hileli yollara başvurmayaya, yatırım ortaklıklarının sermayesinin iyiniyet kurallarına aykırı muamelelerle azaltılmasına müsait olduğu gerekçesiyle, ilave hükümlerle sınırlandırılmasının doğru olacağı doktrinde savunulmaktadır. Bu görüşü savunanlar, 24 Temmuz 1966 tarihli Fransız Ticaret Şirketleri Kanunu'nun 217. maddesi ve bu hükümle ilgili çeşitli emirnameleri örnek olarak vermektedirler.¹⁴

SPKn ve SPKr'nun Seri:VI, No:4 "Yatırım Ortaklıklarına İlişkin Esaslar Tebliği"nde menkul kıymet yatırım ortaklıklarının kendi hisse senetlerini satın almasına ilişkin özel bir düzenleme yapılmamıştır. Bu konuda, genel hüküm olarak TTK'nun 329. maddesinin uygulanması gerekmektedir. Bu çerçevede, menkul kıymet yatırım ortaklıklarının kendi hisse senetlerini satın alması mümkün bulunmaktadır. Esasen, yatırım ortaklığının kendi hisse senetlerini satın alması asli faaliyetlerinden ve yaşayabilme şartlarından biridir. Menkul kıymet yatırım ortaklıklarının faaliyetlerini, portföy oluşturulması, yönetilmesi ve gerektiğinde değişiklikler yapılması vb. çerçevesinde sürdürmeleri gerekmektedir (Çanakçı, 1997: 5). Bu ortaklıklara katılmak isteyen tasarruf sahipleri veya yatırımcıların taleplerinin karşılanması iki şekilde mümkün olabilecektir: Yeni hisse senedi ihracı ve mevcut hisselerin geri satın alınması. Sermaye artırımı veya yeni hisse ihracı sınırlı olduğundan, geri almaya da imkan verilmezse, yatırım ortaklığının işlemesi zorlaşacaktır.

¹¹ Bkz. 5.3.3.4. no'lu bölüm.

¹² "Kural olarak holding şeklindeki anonim ortaklıkların istisnaya dahil edilmemesi gerekmektedir. Bunun nedeni, payların ticaret amacıyla değil, devamlı yatırım niteliğinde iktisap edilmesi, istisnanın öngörülme amacının dışında yer almaktadır", (Poroy, Tekinalp, Çamoğlu, 1997, 438)

¹³ Bankaların kendi paylarının rehni karşılığında kredi vermeleri mümkündür.

¹⁴ "Bu düzenlemelerle, ortaklığın kendi hisse senetlerini iktisap etmesi; genel kurulun izni, hisse senetlerinin nama yazılı olması, satın alma bedellerinin borsa bedellerine nazaran en az %10 düşük olması, ortaklığın bu hisseleri en az aldığı fiyatlar üzerinden satma mecburiyeti, satın alınan ve satılan hisselerin özel bir kaydının tutulması, yönetim kurulu raporlarında belirtilmesi, ortaklığın kendi paylarından en fazla %10'unu muhafaza edebilmesi, yasal yedek akçeler dışında eldeki hisselerin bedel tutarı kadar özel bir yedek akçe bulundurulması gibi şartlara tabi tutulmuştur" (İmregün, 1996, 377).

Menkul kıymet yatırım ortaklıklarının kendi hisse senetlerini satın alırken “borsa rayiç değeri” veya “rayiç değer” zorunluluğuna uyması gereklidir. Burada borsa değeri veya rayiç değer, gerçek değeri karşılması için dikkatli davranılmalıdır. Aksine bir tutum, tasarruf sahiplerinin menkul kıymet yatırım ortaklıklarına yönelmelerini engelleyebilir. Geri satın alma ve tekrar satmada prim (agio) hali “borsa rayiç değeri” veya “rayiç değer” prensibine göre değerlendirilmelidir (Çelikten, 1999: 12).

5.3.2.4. Üst Kuruluşlar

Anonim ortaklıkların hisse senetlerinin borsa yoluyla veya dışarıdan elde edilmesi ve bu yöntem yoluyla bütünleşme üç şekilde ortaya çıkmaktadır:

- ◆ İştirak,
- ◆ Karşılıklı iştirak,
- ◆ Holding,

İştirak yoluyla elde etmenin tek yönlü olması nedeniyle TTK'nun 329. maddesinin uygulanması sözkonusu değildir. Karşılıklı iştirak durumunda ise, anonim ortaklıkların sermayelerinde gerçeğe aykırı durum, sermayeyi azaltıcı işlem sözkonusu olabilmektedir. Karşılıklı iştirak halinde bulunan ortaklıklar, olduklarından fazla güçlü görünebilmektedir.

Mevzuatımızda karşılıklı iştirakleri düzenleyen genel bir hüküm yoktur. 27.06.1995 tarihinde yürürlüğe giren 558 sayılı KHK ile değişik SPKn'nun 22/s maddesindeki¹⁵ yetkiye dayanarak halka açık anonim ortaklıkların iştirak sınırlarına ilişkin esaslar SPKr'nun Seri:IV, No:13 “Sermaye Piyasası Kanunu’na Tabi Olan Anonim Ortaklıkların İştirak Sınırlarının Belirlenmesine İlişkin Tebliğ”de düzenlenmiş bulunmaktaydı. Tebliğ’in karşılıklı iştirak yasağını düzenleyen 4. maddesi; “Bir halka açık anonim ortaklığın iştirak ettiği ortaklık veya kuruluşlar, sermayelerine iştirak eden halka açık anonim ortaklığın hisse senetlerini satın alamazlar, rehin olarak kabul edemezler ve karşılığında avans veremezler.” hükmünü içermekteydi. Ancak Seri: IV, No:13 Tebliği'nin dayanağı olan 558 sayılı KHK'nin ilgili hükümlerine ilişkin Anayasa Mahkemesi iptal kararının 24.03.1996 tarihinde yürürlüğe girmesi nedeni ile sözkonusu Tebliğ yürürlükten kalkmıştır. Ayrıca, 4487 sayılı Kanun’la SPKn’nda yapılan değişikliklerde, anonim ortaklıkların karşılıklı iştirak sınırlarının belirlenmesine yönelik düzenlemelere yer verilmemiştir. Dolayısıyla TTK.’nun 329. maddesinin karşılıklı iştiraklere uygulanıp uygulanmayacağı konusu tartışmalı hale gelmiştir. Türk doktrininde bir görüş, karşılıklı iştirakler ile köpük sermaye yaratıldığı, karşılıklı iştirake konu olan sermaye miktarı iki defa kullanıldığı, pay sahipsiz anonim ortaklıkların oluşumuna yol açtığı, bilançonun açıklığı ve samimi olması ilkesinin ihlal edildiği, genel kurulda kullanılan haklarda haksızlığa sebebiyet verildiği, alacaklıların yanıltıldığı ve sınırlı sorumluluk ilkesinin güvencesi olan birçok hüküm dolandırıldığı için, bu tür iştirakler reddedilmektedir. Bu görüşe kanuni gerekçe olarak da TTK’nun 329. maddesi

¹⁵ Anılan madde, 4487 sayılı Kanun’la yeniden düzenlenmiştir.

gösterilmektedir. Karşılıklı iştirak, bir bakıma bir ortaklığın kendi hisse senetlerini dolaylı olarak iktisap etmesi olarak kabul edilmektedir. Bu gerekçe özellikle ana ortaklığın hisse senetlerinin yavru ortaklık tarafından alınması halinde haklılık kazanmaktadır (Çelikten, 1999: 10).

Karşılıklı iştirak, işlemin kanuna karşı hile teşkil etmemesi veya hakkın kötüye kullanılması niteliğini taşıması halinde, kural olarak geçerli sayılmalı; somut olayın özelliklerine göre TTK'nun 329. maddesi kayıtsız şartsız olarak uygulanmamalıdır. Karşılıklı iştirak halinde bulunan ortaklıklar arasında hakimiyet ilişkisinin var olup olmadığı ulaşılabilecek sonuçta ve dolayısıyla TTK'nun 329. maddesinin uygulanıp uygulanmamasında önemli rol oynamaktadır (Çelikten, 1999: 7; Teoman, 1983: 5).

Anonim ortaklıkların hisse senetlerinin borsa yoluyla veya dışarıdan elde edilmesi ve bu yöntem yoluyla bütünleşme sağlanmasında bir üçüncü yöntem olan holdinglere ilişkin olarak, TTK'nda açık bir hüküm bulunmamaktadır. Ortaklık malvarlığının korunması amacını taşıyan TTK'nun 329. maddesinin yorumundan bu sonuca ulaşılması mümkündür. Doktrinde ağırlıklı olarak savunulan görüşe göre, yavru ortaklığın ana ortaklığın hisse senetlerini iktisap edemeyeceği, bunun yasaya karşı hile oluşturacağı ve bunun TTK'nun 329. maddesi kapsamında değerlendirilerek hükümsüz sayılması gerektiği savunulmaktadır (İmregün, 1996: 377).

5.3.3. İstisnalar

TTK'nun 329. maddesinde yer alan yasak hükmünün istisnasız uygulanmasının çeşitli açılardan sakıncalar doğurabileceğinden hareketle, yine aynı maddede sözkonusu yasağa istisnalar getirilmiştir. Bu istisnalar tahdidi olarak düzenlenmiş olup yorum yoluyla veya ortaklık esas sözleşmesine çeşitli hükümler konması suretiyle genişletilmesi mümkün bulunmamaktadır.

5.3.3.1. Hisse Senetlerinin Anonim Ortaklığın Esas Sermayesinin Azaltılmasına İlişkin Bir Karara Dayanılarak Alınması

Ortaklık esas sermayesinin azaltılmasının yöntemlerinden biri olan payların sayısının azaltılması iki şekilde yapılabilir: Hisse senetlerinin birleştirilmesi ve hisse senedi itfası (amortizasyon). Hisse senedinin itfası yönteminde ortaklık piyasaya girerek bedellerini ödemek suretiyle kendi hisse senetlerini bu amaçla satın almaktadır (Çelikten, 1999: 13).

5.3.3.2. Hisse Senetlerinin Anonim Ortaklığın Bir Alacağına Ödenmesi Maksudı İle Devralınması

Bu istisnanın öngörülmesindeki amaç, anonim ortaklığın alacağını elde etmek için her kaynak ve araçtan yararlanmasını sağlamaktır. Ortaklığın ortaktan alacağının herhangi bir sebepten doğmuş olması mümkündür. Ancak bu istisnanın uygulanabilmesi için, anonim ortaklığın alacağının sermaye taahhüdünden doğmamış olması gereklidir (İmregün, 1996: 375).

5.3.3.3. Hisse Senetlerinin Bir Malvarlığının veya İşletmenin Borç ve Alacakları İle Birlikte Devralınması Sonucunda Anonim Ortaklığa Geçmesi

TTK, devralınan malvarlığı veya işletme içinde, devralan anonim ortaklığa ait hisse senetlerinin bulunması durumunda, bunları ayırma gereği görmemiştir. İstisnanın kapsamına, birleşme; TTK'nun 279, 311 ve BK'nun 179-180 maddelerinde düzenlenen durumlar girmektedir. İktisap edilen hisse senetlerinin miktarı bakımından, dürüstlük ile bağdaşmayan durumlar dışında herhangi bir sınırlama bulunmamaktadır. Doktrinde savunulan görüşe göre, malvarlığının veya işletmenin önemli bir kısmının devralan anonim ortaklığın hisse senetlerinden oluştuğu durumlarda istisna geçerli olmayacaktır (Poroy, Tekinalp, Çamoğlu, 1997: 438).

5.3.3.4. Hisse Senetlerinin Devir Alınmasının ya da Rehin Olarak Kabul Edilmesinin Esas Sözleşmeye Göre Anonim Ortaklığın İştigal Konusu İçine Giren İşlemlerden Olması

Hisse senetlerinin devri veya rehin alınması, esas sözleşmeye göre ortaklığın iştigal konusuna dahil muamelelerden ise, ortaklık kendi hisse senetlerini iktisap ve rehin olarak kabul edebilir.¹⁶

5.3.3.5. Hisse Senetlerinin Yönetim Kurulu Üyeleri, Müdürler ve Memurlar Tarafından Kendilerine Bu Sıfatla Düşen Yüküm Dolayısıyla Rehin Olarak Yatırılması

Ortaklık yönetim kurulu üyelerinden her biri, itibari değerleri esas sermayenin en az yüzde birine eşit miktarda hisse senetlerini tevdi zorundadır (TTK md.313). Esas sermayenin yüzde biri 5.000 TL'nı aştığı durumlarda tevdi zorunluluğu bulunmamaktadır. Bu hisse senetleri, üyenin genel kurulca ibrasına kadar görevinden doğan sorumluluğa karşı bir nevi rehin hükmünde olup başkasına devrolunması mümkün değildir ve anonim ortaklıktan geri alınamaz (Poroy, Tekinalp, Çamoğlu, 1997: 439).

5.3.3.6. Edinmenin İvazsız Olması

Hisse senetlerinin ivazsız verilmesi, diğer bir ifadeyle hibe edilmesi durumunda, anonim ortaklığın bu iktisabı geçerlidir. Şart ve yüküm ile sınırlı hibelerde somut olayın özelliklerine göre sonuca varılmalıdır. Hisse senetlerinin bedeli tamamen ödenmişse veya şart veya yüküm ivaz niteliği taşıyorsa genel kural uygulanmalıdır (Poroy, Tekinalp, Çamoğlu, 1997: 439; Doğanay, 1990: 851; Tekil, 1993: 279).

5.3.4. İktisabın Hüküm ve Sonuçları

TTK'nun 329. maddesinin 2. fıkrası uyarınca devralınan hisse senetleri, esas sermayenin azaltılmasına ilişkin bir karara dayanılarak alınmışsa derhal imha edilir

¹⁶ Bkz. 5.3.2.3. no'lu bölüm.

ve bu hususta tutulan zabıt ticaret siciline verilir. Diğer hallerde bu senetler ilk fırsatta tekrar elden çıkarılır. 329. maddenin 3. fıkrası uyarınca ise, ortaklığın kendi hisse senetlerini elde etmesi durumunda ortaklığın yıllık faaliyet raporunda bu hususa ilişkin bilgilere yer verilmesi zorunludur.

Ortaklıkça devralınan hisse senetleri, ortaklığın mülkiyetinde kaldığı sürece genel kurulda temsil edilemezler ve oy hakkı vermezler. Bu nedenle toplantı ve karar yeter sayılarında dikkate alınmazlar. Bunlara isabet edecek temettü, hazırlık devresi faizi gibi mali haklar, ortaklık bünyesinde kalır. Ortakların yeni hisse senetlerinden öncelikle alma hakkı ancak artırım nedeniyle yeni hisse senedi ihracı halinde söz konusu olup, ortaklığın geçici olarak elde bulundurduğu kendi hisse senetlerinin yönetim kurulu tarafından satışı halinde bu hakları yoktur (Moroğlu, 1972: 98).

5.3.5. Yasağa Aykırılığın Sonuçları

TTK'nun 329. maddesinin 1. fıkrası uyarınca; *“Bu senetlerin temellükü veya rehin alınması neticesini doğuran akitler hükümsüzdür”*. Bu durum, maddenin emredici niteliğinden kaynaklanmaktadır. TTK'nun 329. maddesinin şartları dışında ortaklığın kendi hisse senetlerinin iktisabını öngören genel kurul kararları mutlak olarak batıldır (Moroğlu, 1972: 100).

5.4. AVRUPA BİRLİĞİ DÜZENLEMELERİ

5.4.1. Kural

Avrupa Konseyi İkinci Direktif'e göre; bir firma kural olarak kendi hisse senetlerini satın alamaz (md.18). Hisse senetleri kendi namına ve fakat ortaklık hesabına hareket eden bir kimse tarafından taahhüt edilmişse, taahhüt eden kimse kendisi hesabına hareket etmiş sayılacaktır.

Üye devletler mevzuatında ortaklığın kendi hisse senetlerini satın alabileceği öngörülmüşse bu ancak aşağıdaki şartlarla mümkündür:

- ◆ Bu konuda yetki ancak genel kurul tarafından en fazla 18 aylık bir sürede kullanılmak üzere verilebilir.
- ◆ Ortaklıkça satın alınan hisse senetlerinin nominal değeri, daha önce alınmış olan hisse senetleri de hesaba katılarak hiçbir şekilde ortaklığın sermayesinin %10'unu aşamaz.
- ◆ Ancak bedeli tamamen ödenmiş olan hisse senetleri ortaklık tarafından satın alınabilir.

5.4.2. İstisnalar

Üye devletler aşağıdaki hallerin varlığı halinde, ortaklıkların kendi hisse senetlerini satın almalarını kararlaştırılabilirler:

- ◆ Sermaye indirimi,

- ◆ Ortaklık malvarlığının uluslararası transferi,
- ◆ Bankalar veya diğer finans kurumları tarafından komisyon olarak bedelsiz bir şekilde sahip olunan hisse senetlerinin geri satın alınması amacıyla,
- ◆ Bir mahkeme kararına dayalı olarak, kanuni bir borcun ifası nedeniyle, azınlık haklarının korunması ve özellikle ortaklıkların birleşmesi, işletme merkezinin başka yere nakli gibi durumlarda sahip olunan hisse senetlerinin geri satın alınmasında,
- ◆ Hisse senedi bedelini ödemeyen ortaktan hisse senetlerinin geri satın alınmasında,
- ◆ Azınlık haklarının korunması amacıyla ortak firmalar tarafından alınmış olan hisse senetlerinin geri alınması amacıyla,
- ◆ Firmaya borçlu olan ortağın hisse senetlerinin mahkeme kararıyla satışında.

Ancak bu şekilde ortaklıkça satın alınan kendi hisse senetlerinin toplamı hiçbir şekilde ortaklık sermayesinin %10'unu aşmamalıdır. Ayrıca, bu hisse senetleri oy hakkı vermez.

5.4.3. Satın Alınan Hisse Senetlerinin Hükümü

Hisse senetleri ilgili bilançoya dahil edilirse, ortaklık hiçbir şekilde dağıtmamak üzere aynı miktarda yedek ayırmak zorundadır. Firmanın yıllık faaliyet raporunda, kendi hisse senetlerini satın almasının sebepleri, satın alınan hisse senetlerinin ana sermayeye oranı, satın alınan hisse senetlerinin seri numaraları ve nominal değerleri belirtilecektir.

5.4.4. Avrupa Birliği Düzenlemeleri ile Ülkemiz Mevzuatındaki Düzenlemeler Arasındaki Farklılıklar

Bir firmanın kendi hisse senetlerini satın alması hem direktifte hem de TTK'nda yasaktır. Mevzuatımızda ortaklığın kendi hisse senetlerini sınırlı olarak satın alması düzenlenmediği için karşılaştırma sadece istisnalarda yapılacaktır.

Gerek direktifte gerekse TTK'nda belirtilen ortaklıkça kendi hisse senetlerini satın almasının istisnalarından yalnızca sermaye indirimi dolayısıyla satın almada uyum bulunmaktadır.

Ayrıca, direktifte belirtilen istisnalar yoluyla satın alınan hisse senetlerinin toplamının ortaklık sermayesinin %10'unu aşamayacağı yolunda bir sınırlama yer aldığı halde TTK'nda böyle bir sınırlama bulunmamaktadır.

Ortaklık satın alınan hisse senetlerinin oy hakkı vermemesinde direktif ile TTK arasında uyum bulunmaktadır. Satın alınan hisse senetlerinin ilgili bilgilerin ve satın alma sebeplerinin yıllık faaliyet raporunda gösterilmesi direktifte öngörüldüğü halde TTK'nda bu yönde bir hüküm bulunmamaktadır.

6- GENEL DEĞERLENDİRME VE SONUÇ

Halka açık anonim ortaklıkların kendi hisse senetlerini geri satın almaları, ülkemiz hukukunda, TTK'nun 329. maddesindeki hüküm nedeniyle, belli başlı istisnalar dışında yasaklanmıştır. Ülkemizin de dahil olduğu Kara Avrupası hukuk sisteminde, hisse senedi geri satın alımlarına ilişkin olarak genel olarak yasaklama, istisnai olarak cevaz verme şeklinde bir düzenleme yapılmış, ABD'nin de dahil olduğu Anglo-Amerikan hukuk sisteminde ise genel olarak cevaz verme ve istisnai olarak da yasaklama şeklinde bir düzenleme benimsenmiştir. Kara Avrupası hukukunun egemen olduğu Avrupa Birliği hukukunda da -temel kural olarak yasaklama, istisnai olarak cevaz verme- şeklinde bir düzenleme yer almaktadır. ABD'nde hisse senedi geri satın alımları, sunduğu vergi avantajının da etkisiyle ortaklıkların hissedarlarına dağıttıkları temettüe alternatif olarak kullanılmakta ve hisse senedi geri satın alım programları olağan bir uygulama şeklinde gerçekleşmektedir.

Hisse senedi geri satın alımlarının belli başlı iki finansman yöntemi bulunmaktadır. Bunlardan birincisi, ortaklığın hissedarlarına dağıtmak için nakde sahip olduğu ve bu nakdi, nakit temettü olarak dağıtmak yerine kendi hisse senetlerini geri satın almak için kullanması; diğeri ise, firmanın sermaye yapısının çok fazla özsermaye ağırlıklı olması nedeniyle borçlanma yoluyla hisse senedi geri satın alımı yapılmasıdır.

Bir firma tarafından geri satın alınan hisse senetleri *hazine hisse (Treasury Stock)* olarak adlandırılır. Geri satın alım neticesinde, dolaşımdaki hisse senedi sayısı azalırken, firma değerinde azalma olmamaktadır. Bu nedenle geriye kalan hisse senetlerinin hisse senedi başına karında (EPS) artış olmaktadır.

Hisse senedi geri satın alımları genel olarak üç türde yapılmaktadır. Açık piyasada gerçekleştirilen geri satın alımlarda, ortaklıklar, aylar ve hatta yıllar süren dönemlerde, birçok alım işlemi yapmak suretiyle ikincil piyasada hisse senetlerini geri satın almaktadırlar. Sabit fiyatlı geri satın alımlarda ise, ortaklık, belirli sayıda hisse senedi için, belirli bir sürede -genel olarak üç haftada-, tüm hissedarlara doğrudan geri satın alma teklifi yapmaktadır. Ortaklık, geri satın alıma başlamadan önce *geri satın alma fiyatını* ilan etmektedir. Hisse senedi geri satın alımlarının bir diğeri türü olan Dutch-Auction olarak ifade edilen yöntemde ise, ortaklık, belirli bir aralıkta hissedarların hisse senetlerini satma isteğinde oldukları fiyatı belirlemek için hissedarlara çağrıda bulunmaktadır. Bundan sonra ortaklık, belirlenen geri satın alma fiyatına eşit ya da ondan daha düşük fiyat veren hissedarlardan alım yapacaktır. Geri satın alma fiyatı tüm hissedarlar için aynıdır.

Anonim ortaklıkların kendi hisse senetlerini geri satın almasının nedenleri çeşitlidir. Geri satın alımlar, temettü dağıtımlarına nazaran vergi avantajı sunmaktadır. Hisse senetlerinin firma tarafından geri satın alınması durumunda, hisse senetlerini satan ortak elde ettiği sermaye kazancından dolayı vergi ödemekle yükümlü olacaktır. Ancak hisse senedi geri satın alımlarında, sermaye kazancı nedeniyle ortaya çıkan bu verginin ertelenmesi opsiyonu bulunmaktadır. Bu nedenle,

geri satın alımlardaki bu vergisel etki, temettü dağıtımını yerine kullanılma sonucunu doğurmuştur.

Geri satın alımlar, ortaklığın *borç/özsermaye oranının* ayarlanmasında kullanılabilirler. Temettü ve geri satın alımlar özsermayeyi emmektedir. Ancak temettülerin hep aynı oranda kalması ya da artırılması beklentisi firmanın mali yapısını zorlarken geri satın alımlarda bu etki görülmemektedir. Geri satın alımlarda, geri satın alımı yapılan hisse senedi tutarının büyük olması, kaldıraç oranını yükseltici etki yapmaktadır.

Ortaklığın karşı karşıya bulunduğu düşman ele geçirme teklifine karşı hisse senetlerinin geri satın alınması mümkündür. Bu türden işlemlere *greenmail işlemler* denilmektedir. Hedef firmanın greenmail yoluyla geri satın alıma gitmesi, ele geçirme maliyetini temettülerle karşılaştırıldığında önemli ölçüde artırmaktadır. Çünkü, hedef firma ortakları aynı tutarlı teklif durumunda geri satın alımı tercih edeceklerdir. Bu durum, düşman ele geçirme teklifinde fiyatın yükseltilmesini gerektirecektir.

Ortaklığın sahip olduğu serbest nakit akımlarının değerlendirilmesi amacıyla da hisse senedi geri satın alımı yapılması mümkündür. Hisse senedi geri satın alımları dolaşımdaki hisse senedi sayısını azaltarak hisse başına kazancın yükselmesini sağlamaktadır.

Geri satın alımlar, firma yönetimince bilinen ancak hissedarlarca henüz bilinmeyen nakit akımları mevcut olduğuna ilişkin uyarı görevi de görmektedir. Hisse senetlerinin geri satın alınmasına ilişkin bir ilan yapan firma yönetiminin, firmanın gelecekteki nakit akımları ya da kazançlarına ilişkin olarak olumlu bilgilere sahip olduğu kabul edilmektedir.

Ortaklıkların geri satın alım yapımlarının bir diğer nedeni ise, firma yönetimince, ortaklığın piyasada oluşan hisse senedi fiyatlarının gerçek değerinin altında olduğuna ilişkin bir uyarı fonksiyonu bulunmasıdır. Ortaklığın geri satın alım yapması, yönetimin hisse senetlerine güvendiğini göstermektedir.

Geri satın alımlar yoluyla, sermaye piyasasında verimli alanlarda kullanılmayan fonların hissedarlarca verimli alanlara yönlendirilmesi de mümkün olmaktadır.

Geri satın alımlar, hisse senedi opsiyonlarından kaynaklanan yükümlülüklerin yerine getirilmesi amacıyla yapılabilir. Önceden belirlenmiş bir fiyattan hisse senedi satın alım hakkı veren hisse senedi opsiyonları temettü dağıtımları yerine geri satın alımlar sonrasında daha değerli olacaktır. Çalışanların hisse senedi sahipliği, hisse senedi ile değiştirilebilir tahviller ve hisse senedi varantlarından kaynaklanan yükümlülüklerin yerine getirilmesi amacıyla hisse senedi geri satın alımı yapılması mümkündür.

Hisse senedi geri satın alımlarına ilişkin olarak finans literatüründe çeşitli varsayımlar bulunmaktadır. Bireysel vergi tasarrufu varsayımı, ortaklık tarafından hissedarlara dağıtılan temettü üzerindeki vergi yükümlülüğünün en aza indirildiğini ve geri satın almanın temettü dağıtımından farklı olarak vergi avantajı sağladığını vurgulamaktadır. Uyarı varsayımı, geri satın alım öncesindeki hisse senedi değerinden daha yüksek bir fiyattan geri satın alınmasıyla yöneticilerin ortaklığın değerinin olduğundan düşük olduğu yönünde bir uyarı yapabileceğini ileri sürmektedir. İçeriden öğrenenlerin ticareti için kullanılma varsayımı ise, yöneticilerin hisse senetlerinin gerçek değerinden daha düşük bir fiyatla satın alınacağına ilişkin olarak hissedarlara nazaran çok daha fazla bilgiye sahip olabileceklerini ve bu bilgiden menfaat temin edebileceklerini savunmaktadır. Aracılık varsayımına göre, geri satın alımlar, hissedarların ve yöneticilerin menfaatlerini bir araya getirerek hisse senedi değerini yükseltmektedir. Ortaklığın ele geçirilmesinin önlenmesi varsayımına göre, geri satın alımlar, ortaklığın ele geçirilmesi için mevcut ya da muhtemel bir aleni pay teklifine karşı konulması için taktik planlardır. Serbest nakit akımları varsayımına göre, firmalar, azalan firma değerini tekrar yükseltmek için geri satın alım işlemi kullanarak serbest nakit akımlarının azalmasını sağlayabileceklerdir.

Geri satın alımların hissedar ve yönetim açısından çeşitli avantajları bulunmaktadır. Hissedarlar açısından geri satın alımların en önemli avantajı, geri satın alım ilanlarının genellikle yatırımcılar tarafından olumlu sinyaller olarak görülmesidir. Çünkü geri satın alım genellikle yönetimin firmanın hisselerinin düşük değerlendirildiği inancı ile motive edilmektedir. Hissedarlar, varsa, nakit ihtiyaçlarını geri satın alım sırasında elde edecekleri fonlarla giderebilirler. Geri satın alımların yönetim açısından avantajları ise, geri satın alımların firmanın sermaye yapısında büyük çaplı değişimler yapmak için ve hisse senedi opsiyonları, çalışanların hisse senedi sahipliği, hisse senetleri ile değiştirilebilir tahviller ya da hisse senedi varantları enstrümanları kullanıldığında, yükümlülüklerin yerine getirilmesi için gerekli hisse senetlerini temin etmek için kullanılabilmesidir.

Geri satın alımların avantajları bulunmasına rağmen, hissedar ve yönetim açısından çeşitli dezavantajları da bulunmaktadır. Hissedarlar açısından geri satın almaların dezavantajları, hissedarların nakit temettü dağıtımlarına daha olumlu bakmaları ve geri satın alımların nakit temettü dağıtımları karşısında güvenli olmadığını düşünebilmeleridir. Hissedarların, geri satın almanın bütün sonuçlarından tam olarak haberdar olmamaları mümkündür. Ayrıca, ortaklık geri satın alım için satım yapmayan hissedarların aleyhine olarak çok yüksek bir fiyat ödeyebilir. Geri satın alımların yönetim açısından dezavantajları ise, Amerikan uygulamasında, IRS'nin hisse senedi geri satın alımlarının temel nedeninin temettü vergilerin ödememek olduğunu saptaması durumunda, firmaya ceza verilmesinin mümkün bulunmasıdır. Eğer firmanın hisse senedi fiyatlarını manipüle ettiği düşünülürse, SEC soruşturması da sözkonusu olabilir.

ABD hukukunda, temettü ödemelerini düzenleyen DGCL ve MBCA, anonim ortaklıkların kendi hisse senetlerini geri satın almalarında da uygulanmaktadır. ABD hukukunda -genelde eyaletlerin kendi ortaklıklar kanunlarında- anonim ortaklığın

ihraç etmiş olduğu hisse senetlerini satın almasına izin verildiği görülmektedir. DGCL'nin 160. ve MBCA'nın 5. maddesine göre, anonim ortaklığın kendi hisse senetlerini iktisabında, ödeme gücünün bulunması, iyi niyet ve alacaklıların haklarının herhangi bir zarara uğratılmaması şarttır. Hisse senetlerinin satın alınması ortaklığın sermaye yapısının bozulması sonucunu doğuracaksa, bu durumda yapılacak geri satın alım işlemi DGCL tarafından yasaklanmıştır. DGCL'ye göre ortaklık ancak fon fazlası olduğunda hisse senedi geri satın alımı yapabilecektir. Yine DGCL'nin 154. maddesine göre ortaklığın kendi hisse senetlerini satın alması sermayenin iadesi niteliği de taşımamalıdır. Ayrıca hisse senedi geri satın alımlarında, hissedarın rızasının bulunması zorunludur. ABD'nde hisse senedi geri satın alım programları açıkça yasaklanmamıştır. SEC, hisse senedi geri satın alım programları süresince hisse senedi fiyatlarındaki manipülasyon nedeniyle firmaları sorumlu görebileceği için, bu potansiyel fiyat etkenlerini dikkatle izlemektedir. 1982 yılında SEC, SEA'nın manipülasyonu önlemeye yönelik katı düzenlemelerinde, geri satın alım yapan firmalar lehine bir düzenleme (safe-harbor) benimseyerek 10b-18 kuralını kabul etmiştir. 10b-18 kuralı, açık piyasada hisse senedi geri satın alımı yapan firmaların bir işlem gününde tek bir broker ya da dealer kullanmasını, piyasanın kapanmasından önceki son yarım saatte işlem yapmaktan ya da yukarı hareket yapmaktan kaçınmasını ve günlük olarak satın alınan hisse senetlerinin hacmini belli bir tutarda sınırlandırmasını zorunlu tutmaktadır. 13e-1 kuralı ve 13e-4 kuralı savunma amaçlı aleni pay alım tekliflerinde ve üçüncü bir kişi firmanın hisse senetlerini satın almak için aleni pay alım teklifi yaptığında, ihraçcının kendi hisse senetlerini satın almasında uygulanmaktadır. 13e-3 kuralı ise, çeşitli işlem tiplerini ve geri satın alım kapsamında yapılacak açıklamaları düzenlemiştir.

Hisse senedi geri satın alımları, hissedarlar arasında eşitsizliğe yol açtığı, ortaklığın malvarlığının ve alacaklılarının korunması gerektiği ve ortaklık yöneticilerinin manipülatif işlemlerine imkan tanınabileceği düşünceleriyle çeşitli ülke hukuklarında ve ülkemiz mevzuatında yasaklanmış, ancak sermaye piyasasının dünya ölçeğinde bakıldığında en gelişmiş olduğu Amerika Birleşik Devletleri'nde ise belli başlı istisnalar dışında serbest bırakılmıştır.

TTK'nun 329. maddesi ile anonim ortaklıkların kendi hisse senetlerini temellük ve rehin olarak kabul edemeyeceği, temellük edilmesi veya rehin alınması sonucunu doğuran sözleşmelerin ise hükümsüz olacağı hükme bağlanmıştır.

TTK'nun 329. maddesinin devamında, bu yasağa çeşitli istisnalar öngörülmüştür. Adliye Encümeni Mazbatasında bu yasağın amacının, "*Şirketin kendi paylarını temellük ederek veya rehin alarak şirket varlığını bunlar karşılığında sarfedip, şirketten alacaklı duruma girecek olan üçüncü şahısların durumlarını tehlikeye düşürmesini engellemek*" olduğu ifade edilmiştir. TTK'nun 329. maddesi ile getirilen yasağın amacına ilişkin olarak doktrinde genel olarak kabul edilen görüş, ortaklığın malvarlığının korunması ve hissedarlar ile alacaklıların uğrayabilecekleri zararların engellenmesi yönündedir. Ortaklığın kendi hisse senetlerini iktisap etmesinin, hisse senedinin gerçek değerini etkileyebilecek işlemlere (manipülatif amaçlı işlemler) imkan vermesi ve bu yolla hissedarların zarara uğratılmalarını engellemek de yasak konulmasının diğer bir amacıdır. TTK'nun 329. maddesi özel

kanunlarında hüküm bulunan ortaklıklar hakkında uygulanmamaktadır. 7462 sayılı Ereğli Demir ve Çelik Fabrikaları Türk Anonim Şirketi Kanunu'nun 3. maddesinde, TTK'nun 329. maddesi hükmünün ortaklık hakkında uygulanmayacağı hükme bağlanmıştır. TTK'nun 329. maddesinde düzenlenen yasak hükmü, hisse senedi sahipliğinin devren iktisabı hallerinde de uygulanır. Anonim ortaklığın sermaye artırımı sırasında kendi hisse senetlerini taahhüdü de geçersizdir.

TTK'nun 329. maddesinde yer alan yasak hükmünün istisnasız uygulanmasının çeşitli açılardan sakıncalar doğurabileceğinden hareketle, yine aynı maddede sözkonusu yasağa istisnalar getirilmiştir. Bu istisnalar tahdidi olarak düzenlenmiş olup yorum yoluyla veya ortaklık esas sözleşmesine çeşitli hükümler konması suretiyle genişletilmesi mümkün bulunmamaktadır. Buna göre, hisse senetleri esas sermayesinin azaltılmasına ilişkin bir karara dayanılarak alınmışsa, hisse senetleri anonim ortaklığın bir alacağının ödenmesi maksadı ile devralınmışsa, hisse senetleri bir malvarlığının veya işletmenin borç ve alacakları ile birlikte devralınması sonucunda anonim ortaklığa geçmişse, hisse senetlerinin devir alınması veya rehin olarak kabulü esas sözleşmeye göre anonim ortaklığın faaliyet konusuna giren işlemlerdense, hisse senetleri yönetim kurulu üyeleri, müdürler ve memurlar tarafından kendilerine bu sıfatla düşen yüküm dolayısıyla rehin olarak yatırılmışsa ve edinme ivazsızsa, ortaklığın kendi hisse senetlerini temellük etmesi ya da rehin olarak kabul etmesi mümkündür. Devralınan hisse senetleri, esas sermayenin azaltılmasına ilişkin bir karara dayanılarak alınmışsa derhal imha edilir ve bu hususta tutulan zabıt ticaret siciline verilir. TTK'nun 329. maddesine aykırı olarak yapılan sözleşmeler hükümsüzdür. Ortaklığın kendi hisse senetlerinin iktisabını öngören genel kurul kararları mutlak olarak batıldır.

Ortaklıklara kendi hisse senetlerini satın alma imkanının tanınmasıyla, ortaklıkların kendi hisse senetleri için "market maker"lık fonksiyonu üstlenmesi ve hisse senetlerinin likiditesini artırması mümkün olacaktır. Bu durum, küçük işletmelerin gelişmesi açısından önem arz etmektedir. Devir alınan hisse senedi bedellerinin, özsermayeyi tüketecek seviyede olmayıp nominal değere yakın olduğu hallerde, ortaklığın kendi hisselerini satın alması ortaklık ve hisse senetlerini satmayan ortaklar yönünden karlı olabilmektedir. Özsermayesi fazla olan bir ortaklık, nominal veya buna yakın bir değer üzerinden payların önemli bir kısmını almakla, geriye kalan hisse senetlerine düşecek tasfiye ve yıllık karı yükseltebilmektedir. Anonim ortaklıkların kendi hisse senetlerini satın almasına izin verilen bir sistemde hisse senetlerinin devir kabiliyeti artmakta, ortaklar sahip oldukları hisse senetlerini, doğrudan doğruya üçüncü şahıslarla diğer ortaklara satabildikleri gibi, ortaklığa da devredebilmektedir. Bu hisse senetlerini devralan ortaklık ise bunları ya muhafaza etmekte veya tamamen yahut kısmen üçüncü şahıslara devredebilmektedir. Bu son halde, ortaklık hisse senetlerini satmak isteyen ortaklara bir nevi aracılık etmekte, ortakların işini kolaylaştırmakta ve bu hizmet de özellikle küçük ortaklıklar için teşvik edici bir faktör olmaktadır.

TTK'nun 329'uncu maddesinin müsaade ettiği hallerde ve esas sermayenin azaltılması hali dışında ortaklık kendi hisse senetlerine sahip olmuşsa, bu senetlerin rayiç değerinin yükselmesi doğrudan doğruya bir aktif fazlalığı doğurmaktadır.

Avrupa Birliği düzenlemelerinde ise temel hüküm Avrupa Konseyi İkinci Direktif'in 18. maddesidir. Buna göre bir firma kural olarak kendi hisse senetlerini satın alamaz. Üye devletler mevzuatında ortaklığın kendi hisse senetlerini satın alabileceği öngörölmüşse bu ancak belli şartlarda mümkündür: Yetki ancak genel kurul tarafından en fazla 18 aylık bir sürede kullanılmak üzere verilebilir. Ortaklıkça satın alınan hisse senetlerinin nominal değeri, daha önce alınmış olan hisse senetleri de hesaba katılarak hiçbir şekilde ortaklığın sermayesinin %10'unu aşamaz. Sadece bedeli tamamen ödenmiş olan hisse senetleri ortaklık tarafından satın alınabilir. İstisnalar ise şu şekilde düzenlenmiştir: Sermaye indirimi; ortaklık malvarlığının uluslararası transferi; bankalar veya diğer finans kurumları tarafından komisyon olarak bedelsiz bir şekilde sahip olunan hisse senetlerinin geri satın alınması; bir mahkeme kararına dayalı olarak, kanuni bir borcun ifası nedeniyle, azınlık haklarının korunması ve özellikle ortaklıkların birleşmesi; işletme merkezinin başka yere nakli gibi durumlarda sahip olunan hisse senetlerinin geri satın alınmasında; hisse senedi bedelini ödemeyen ortaktan hisse senedinin geri satın alınmasında; azınlık haklarının korunması amacıyla ortak firmalar tarafından alınmış olan hisse senetlerinin geri alınması; firmaya borçlu olan ortağın hisse senetlerinin mahkeme kararıyla satılmasında yapılan geri satın alımlar. Ancak bu şekilde ortaklıkça satın alınan kendi hisse senetlerinin toplamı hiçbir şekilde ortaklık sermayesinin %10'unu aşmamalıdır. Ayrıca, bu hisse senetleri oy hakkı vermez. Hisse senetleri ilgili bilançoya dahil edilirse, ortaklık hiçbir şekilde dağıtmamak üzere aynı miktarda yedek ayırmak zorundadır.

Ülkemiz hukukunda, SPKn'nda açık bir hüküm bulunmamakla birlikte, konunun önemi nedeniyle özel bir düzenlemeye ihtiyaç duyulduğu ve SPKn'nun, SPKı'nun görev ve yetkilerine ilişkin 22. maddesinin sözkonusu özel düzenlemeleri yapma hususunda SPKı'na yetki tanımadığı düşünölmektedir.

Bu çerçevede; öncelikle SPKn'nun 22. maddesine, SPKı'na halka açık anonim ortaklıkların kendi hisse senetlerini satın alabilmelerine olanak sağlayacak düzenlemeleri yapabilmesine imkan verecek yetki hükmü eklenmesi gerekmektedir.

Halka açık anonim ortaklıkların kendi hisse senetlerini geri satın almalarına imkan tanınmasının, gelişmekte olan sermaye piyasamızın gereklerine uygun olduğu düşünölmektedir. Bu çerçevede, SPKı'nun konuya ilişkin düzenlemeler yapmasına imkan verecek yetki hükmünün sağlanmasından sonra aşağıda yer alan düzenlemelerin yapılmasının uygun olacağı düşünölmektedir:

- ◆ Halka açık anonim ortaklığın esas sözleşmesinde konuya ilişkin olarak bir *yetki maddesi* yer almalıdır.
- ◆ Hisse senetlerinin satın alınması neticesinde, hisse senetlerinin *azami elde tutma süresi* (1 yıl gibi) belirlenmelidir.
- ◆ Satın alınabilecek *hisse senedi/ödenmiş (çıkarılmış) sermaye oranı* tespit edilmelidir. Sözkonusu oranın, ortaklık hisse senetleri üzerinde manipölasyonun önlenmesini teminen dolaşımdaki payların %10'unu geçmemesi şeklinde belirlenmesi uygun olacaktır.

- ◆ Satın alma yöntemi tespit edilmelidir. Yöntem olarak, borçlanma ya da ortaklara temettü ödemesinin ikame edilmesi önerilmektedir. Ayrıca, satın alma işleminde kullanılacak fonun *yedek akçeler* niteliğine benzer *özel bir fon* ile karşılanabileceği düşünülmektedir.
- ◆ Satın alınan hisse senetlerine ilişkin olarak mali tablo dipnotlarında ayrıntılı açıklamalar yapılmalıdır.
- ◆ Geri satın alım programı öncesinde, geri satın alım sırasında ve sonrasında, satın alınacak hisse senetlerine ilişkin olarak kamunun aydınlatılmasını teminen gerekli açıklamalar yapılmalıdır.
- ◆ Satın alınan hisse senetlerinin tekrar geri satışına ilişkin asgari koşulların belirlenmesi gerekmektedir.
- ◆ Diğer ülke uygulamaları da dikkate alınarak, SPKn'nun 22. maddesi kapsamında, ortaklıkların kendi hisse senetlerini geri satın alma işlemi ile bağlantılı, manipülatif amaca hizmet etmeyi engelleyici özel hükümler getirilmelidir.
- ◆ Hisse senedi geri satın alımlarını teşvik etmek amacıyla, geri satın alımlar neticesinde elde edilecek kazançların vergilendirilmesinde, ABD uygulamasında yer alan geri satın alımlardan elde edilen sermaye kazançlarının ertelenmesi opsiyonu da dikkate alınarak, temettülerin vergilendirilmesine nazaran çeşitli vergi avantajları sağlanmalıdır.

KAYNAKÇA

ANARAL, Hüseyin

1982 Anonim Ortaklıklarda Kayıtlı Sermaye, Ankara.

AUERBACH, Alan J.- HASSETT, Kevin A.

2000 On The Marginal Source of Investment Funds, National Bureau of Economic Research, Working Paper 7821.

BECCHIO, Bruno- WEHINGER, Urs- FARHA, Alfred S.-SIEGEL, Stanley

1996 Swiss Company Law, Second Edition, New York, London, Zürich.

BÖSCH, Rene- WÜRSCH, Daniel A.

1992 Swiss Corporation Law, Zürich.

BREALEY, Richard A.- MYERS, Stewart C.

1988 Principles of Corporate Finance, Third Edition.

BRIGHAM, Eugene F. (Çevirenler: AKMUT, Özdemir- SARIASLAN, Halil

1996 Finansal Yönetimin Temelleri, Cilt 2, Ankara.

BUDAK, Ali Cem

1991 İngiliz Şirketler Hukukunun Ana Hatları, Batider, Cilt XVI, Sayı 1, Ankara.

ÇANAKÇI, Ekrem

1997 Yatırım Ortaklıkları, 1996, Ankara.

ÇELİKTEN, Dilek

1999 Anonim Ortaklıkların Kendi Paylarını İktisabı, SPK Araştırma Raporu, Ankara.

DEVLET PLANLAMA TEŞKİLATI

1995 Türkiye-AT Mevzuat Uyumu Sürekli Özel İhtisas Komisyonu Raporları, Cilt I, Ankara, 1995.

DOĞANAY, İsmail

1990 Türk Ticaret Kanunu Şerhi, 3. Bası, Cilt 1, Ankara.

DOMANIÇ, Hayri

1988 Anonim Şirketler Hukuku ve Uygulaması, TTK Şerhi, Cilt II, İstanbul.

GRULLON, Gustavo

1999 Essays On Corporate Payout Policy.

GRULLON, Gustavo-IKENBERRY, David L.

2000 What Do We Know About Stock Repurchases?, Journal of Applied Corporate Finance, Volume 13, Number 1.

HAZEN, Thomas Lee

1996 The Law of Securities Regulation, Third Edition.

IKENBERRY, David- LAKONISHOK, Josef- VERMAELEN, Theo

1994 Market Underreaction To Open Market Share Repurchases, National Bureau of Economic Research, Working Paper No:4965.

1999 Stock Repurchases In Canada: Performance and Strategic Trading, National Bureau of Economic Research, Working Paper 7325.

İMREGÜN, Oğuz

1996 Kara Ticareti Hukuku Dersleri, 11. Bası, İstanbul.

INTERNATIONAL ENCYCLOPEDIA OF LAWS (Gen.Edit.: BLANPAIN, Roger)

1995 United Kingdom Corporations and Partnerships, Volume III, London.

JOLLS, Christine

1998 Stock Repurchases and Incentive Compensation, National Bureau of Economic Research, Working Paper No:6467.

KARAYALÇIN, Yaşar

1991a Üst Kuruluşlar Hukuku, Batider, Cilt XVI, Sayı 1, Ankara.

1993b İsviçre Borçlar Kanunu'nda Anonim Şirketler Hukuku Alanında Yapılan Değişiklikler, Batider, Cilt XVII, Sayı 1, Ankara.

MOROĞLU, Erdoğan

1972a Türk Ticaret Kanunu'na Göre Anonim Ortaklıkta Esas Sermaye Artırımı, İstanbul.

1993b Türk Ticaret Kanunu'na Göre Anonim Ortaklıkta Genel Kurul Kararlarının Hükümsüzlüğü, 2. Bası, Ankara.

NARASIMHAN, Premkumar

1999 The Timing of and Motivation For Tender Offer Stock Repurchases

NALLY, William J.

1999 Open Market Stock Repurchase Signalling, Financial Management, Volume 28, No:2.

POROY, Reha- TEKİNALP, Ünal- ÇAMOĞLU, Ersin

1997 Ortaklıklar ve Kooperatifler Hukuku, 7. Bası, İstanbul.

RITSATOS, Titos E.

1999 Market Reaction To Open Market Stock Repurchase Announcements: Evidence From The Insurance Industry.

SECURITIES AND EXCHANGE BOARD OF INDIA

1998 Buyback of Securities Regulations, The Gazette Of India Extraordinary, Part II- Section 3- Sub-Section (ii).

SHOVEN, John B.- SIMON, Laurie Blair

1987 Share Repurchases and Acquisitions: An Analysis of Which Firms Participate, National Bureau of Economic Research, Working Paper No:2243.

SODERQUIST, Larry D.- SMIDDY, Linda O.- SOMMER JR., A.A.- CHEW, Pat K.

1999 Corporate Law and Practice, Second Edition.

TEKİL, Fahiman

1993 Anonim Şirketler Hukuku, İstanbul.

TEOMAN, Ömer

1983 Anonim Ortaklıkta Pay Sahibinin Oy Hakkından Yoksunluğu, İstanbul.

YÜKSEL, Ali Sait- RODOPLU, Gültekin
1980 Sermaye Piyasası, İstanbul.

www.economist.com.

www.businessweek.com.

www.fortune.com.

EK DİZİNİ

EK/1: 1980-1999 yılları arası ABD'nde gerçekleştirilen geri satın alımlar.

EK/2: Hisse senedi geri satın alım stratejisi.

EK/3: Diğer ülkeler mevzuatı (Kanada, İngiltere, İsviçre, Hindistan).

EK/4: Ereğli Demir ve Çelik Fabrikaları T.A.Ş. özel mevzuatı.

TABLO 1

1980-1999 YILLARI ARASINDA ABD'NDE GERÇEKLEŞTİRİLEN GERİ SATIN ALIMLAR

TABLO 1 1980-1999 Yılları Arası ABD'nde Gerçekleştirilen Geri Satın Alımlar						
Yıl	Dutch-Auction Şeklinde Yapılan Geri Satın Alımlar		Aleni Pay Alım Teklifi Yoluyla Yapılan Geri Satın Alımlar		Açık Piyasa Geri Satın Alımları	
	Olay	Tutar (Milyon USD)	Olay	Tutar (Milyon USD)	Olay	Tutar (Milyon USD)
1980	-	-	1	5	86	1.429
1981	-	-	44	1.329	95	3.013
1982	-	-	40	1.164	129	3.112
1983	-	-	40	1.352	53	2.278
1984	1	9	67	10.517	236	14.910
1985	6	1.123	36	13.352	159	22.786
1986	11	2.332	20	5.492	219	28.417
1987	9	1.502	42	4.764	132	34.787
1988	21	7.695	32	3.826	276	33.150
1989	22	5.044	49	1.939	499	62.873
1990	10	1.933	41	3.463	778	39.733
1991	4	739	51	4.715	282	16.139
1992	7	1.638	37	1.488	447	32.635
1993	5	1.291	51	1.094	461	35.000
1994	10	925	52	2.796	824	71.036
1995	8	969	40	542	851	81.591
1996	22	2.774	37	2.562	1.111	157.917
1997	30	5.442	35	2.552	967	163.688
1998	20	2.640	13	4.364	1.537	215.012
1999	19	3.817	21	1.790	1.212	137.015

(Kaynak: Grullon, Ikenberry, 2000: 33)

TABLO 2

HİSSE SENEDİ GERİ SATIN ALMA STRATEJİSİ

TABLO 2 Hisse Senedi Geri Satın Alma Stratejisi		
Başlangıçtaki Finansman	100 adet hisse senedi ve hisse senedi başına 10 USD	1000 USD
Firma Karı	Hisse senedi başına 1 USD	100 USD
Yılsonunda Firma Değeri	Hisse senedi başına 11USD	1100 USD
	Hisse Senedi Başına 1 USD Temettü Ödeme Stratejisi	100 USD Değerinde Hisse Senedi Geri Satın Alımı
Hissedarların Elde Ettiği Nakit	100 USD	100 USD
İşlem Sonrasında Firma Değeri	1000 USD	1000 USD
Hisse Senedi Sayısı	100	90,91
Hisse Başına Fiyat	10 USD	11 USD
Vergi Yükümlülüğü ¹⁷	28 USD	2,55 USD
Kümülatif Sermaye Kazancı ¹⁸	0 USD	90,91 USD

(Kaynak: Shoven, Simon, 1987: 3)

¹⁷ ABD'ndeki bireysel vergi oranı %28'dir.

¹⁸ Kümülatif sermaye kazançları gelecekte realize edildiğinde vergi yükümlülüğü doğacaktır. ABD'nde bu gibi sermaye kazançları üzerindeki etkin faiz oranı yaklaşık %5 olarak hesaplanmıştır.

DİĞER ÜLKE MEVZUATLARI

1- Kanada

Kanada'da gerçekleştirilen açık piyasa geri satın almalarını belirleyen yasal çerçeve, ABD'nden farklıdır. Kanada'da, açık piyasa geri satın alımlarına “*ihraççının olağan teklifleri*” denilmektedir. Bu programlar için ilk gözetim mekanizması, hisse senetlerinin işlem gördüğü borsalar tarafından gerçekleştirilmektedir. ABD firmalarından farklı olarak Kanada firmaları, hisse senedi geri satın alımı başlamadan ilgili borsanın uygun görüşünü almak zorundadır. TSE'de hisse senedi geri satın almalarına uygulanan yöntem genellikle açıktır (aleni) ve sınırlı bir süre zarfında tamamlanır. ABD'ndeki gibi, bu yöntem hisse senedi geri satın almaları için en sık uygulanan mekanizmadır.¹⁹ Hisse senedi geri satın alımına ilişkin olarak bir defa yetki alındığında, programlar bir yıl sürmektedir ve en çok halka açık kısmın %10'u, dolaşımdaki payların ise %5'i tutarında olabilmektedir.

TSE kuralları, borsada kote olan firmaların geri satın alma programlarını nasıl yürütüleceklerini de düzenlemektedir. Bu kurallar, TSE'de kote firmaların, TSE'nin uygun görüşünün alınmasından iki gün sonra hisse senedi geri satın işlemlerine başlayabileceğini düzenlemektedir. Birbirini izleyen 30 takvim gününden fazla süren kümülatif geri satın alma tutarı dolaşımdaki payların %2'sini aşmamalıdır. Firmaların, ABD'ndeki gibi, firma hisse senetlerinin yukarı hareketi (up-tick) sırasında geri satın alım yapması yasaktır.

Kanada'da gerçekleştirilen geri satın almalar, ABD'ndeki yapılan geri satın almaların ilk dönemleriyle benzerlik göstermektedir. Geri satın alma programlarına piyasanın tepkisi küçük olmaktadır. Şöyle ki; geri satın alma ilanının yapıldığı aydaki anormal getiri %1'in altında gerçekleşmektedir. Genellikle piyasa, geri satın alma duyurularındaki bilgilerin değerini olduğundan düşük olarak değerlendirmektedir (Ikenberry, Lakonishok, Vermaelen, 1999: 5-6).

¹⁹ Kanada'da “*esas ihraççı teklifleri*” olarak adlandırılan sabit fiyatlı aleni pay alım teklifleri de yapılabilmektedir ve bu tür geri satın almalarda, geri satın alınabilecek hisse senedi tutarında herhangi bir sınırlama yoktur. ABD'ndeki gibi, bu yöntem çok yaygın kullanılmamaktadır. Dutch-Auction aleni pay alım teklifleri ise her ne kadar kanunla düzenlenmiş bir yöntem olsa da yakın zamanda uygulanmaya başlanmıştır.

2- İngiltere

İngiliz hukukunda, ortaklıkların kendi hisse senetlerini geri satın alması, ortaklık sermayesinin muhafaza edilmesi düşüncesi paralelinde 1887 yılında Trevor v. Whitworth davasında verilen bir karar ile sermayenin iadesi niteliğinde kabul edilmiş ve hukuka aykırı sayılmıştır. Gerekçe olarak ise, yapılan işlemin CA hükümlerine aykırı olarak sermaye azaltımı niteliği taşıyacağı ya da ortaklığın piyasada gerçekleştirdiği satın alımlarla kendi hisse senetlerinin fiyatını etkilemesine imkan tanınabileceğidir.

CA'da geri satın alınabilir imtiyazlı hisse senedi ihracına izin veren bir istisna hükmü bulunmasına rağmen, ortaklıkların kendi hisse senetlerini geri satın alma yasağı 1981 yılına kadar uygulanmıştır. 1981 yılında yapılan değişiklikle, sözkonusu yasağa sınırlı sayıda istisna getirilmiştir.

CA'nın 58. maddesine göre, anonim ortaklık üzerinde kendisinin öncelikle satın alma hakkı bulunan hisse senetleri çıkarabilir. Bu yasal düzenlemeye rağmen, bu tür hisse senetleri çıkarabilmesi, ortaklığın esas sözleşmesinde ayrıca buna ilişkin hüküm bulunmasına bağlıdır. Aksi halde, yetkisi olmayan yönetim kurulunun geri satın alınabilir nitelikte pay senedi çıkarması mümkün değildir.

İktisap yasağının dolanılmasını engellemek için çok ayrıntılı ve karmaşık hükümler öngörülmüştür. Genel istisna 162. maddede düzenlenmiştir. CA 162 (1)'e göre, bir ortaklık esas sözleşme ile yetkili kılınmışsa kendi hisse senetlerini satın alabilmektedir. Ödemeler, ortaklığı hisse senetleri satın alınan pay sahiplerinin baskısından korumak ve böylece hak sahipliğinden onları mahrum etmek için hisse senetlerinin satın alındığı anda yapılmalıdır. Bu şart ayrıca zamanlama ve değerlendirme güçlüklerini de çözmektedir. Ek şartlar ise satın almanın "*off-market purchase*" (piyasa dışı satın alım) veya "*market purchase*" (piyasadan yapılan satın alım) olmasına göre farklılık göstermektedir.²⁰

Bir "*off-market purchase*" işlemi ortaklık ile varolan ortağı arasında yapılan özel bir sözleşme ile gerçekleştirilir. "*Off-market purchase*" alımına ilişkin satın alma sözleşmesinin genel kurulun alacağı özel bir karar ile onaylanması gerekir.

²⁰ Bir ortaklık tarafından hisse senetlerinin satın alımı bir İngiltere borsası dışında gerçekleştirilirse veya İngiltere borsasında gerçekleştirilmekle birlikte bu piyasanın düzenlemelerine tabi değilse; bu işlem bir "*off-market purchase*"dir. "*Market purchase*" ise "*off-market purchase*" dışındaki satın alımlardır. Bu ayırımın nedeni "*market purchase*" işlemine ilgili borsanın düzenlemelerinin de uygulanması nedeniyle bu işlemin ağırlaştırılmamak istenmesidir.

Yapılmak istenen sözleşmenin bir örneği ortakların incelemesi için teklifin görüşüleceği toplantıdan 15 gün önce hazır bulundurulmalıdır. Sözleşmenin tarafı olan ortaklığın ortakları teklif için oy kullanamazlar. Genel kurul, verdiği bu yetkiyi değiştirebilir veya geri alabilir. Halka açık ortaklıklarda yetkinin son kullanılabilceği tarihin de kararda belirtilmesi gerekir. Bu halde yetkinin süresi 18 ayı geçemez. Satın alma sözleşmesi ortaklığa, ortağa veya her ikisine satın alma hakkı veren şarta bağılı bir sözleşme olarak da yapılabilir.

“*Off-market purchase*” işlemi yapan ortaklık eğer halka açık bir anonim ortaklıksa, satın alınan her hisse senedi için ödenen azami ve asgari fiyatla hisse senetlerine ödenen toplam miktar konusunda sicil memuruna bilgi vermelidir.

“*Market purchase*” dönüşümü çabuk olan bir piyasada yapıldığı için sözleşme şartlarının genel kurul tarafından önceden onaylanması şartı uygulanmaz. Bu nedenle genel kurulun vereceği genel bir yetki yeterlidir. Fakat verilen bu yetki kararında; geri satın alınacak maksimum hisse senedi sayısı; en az ve en fazla ödenebilecek fiyat ve yetkinin geçerli olduğu son tarihin bulunması şarttır.

Ortaklık hisse senetlerini ancak dağıtılabılır karın veya yeni ihraç ettiği hisse senetleri nedeniyle elde ettiği fonun dışında bir kaynak kullanarak satın alabilir.

3- İsviçre

İBK’nda 1991 yılında yapılan değişiklik öncesinde, TTK’nun 329. maddesiyle paralel olarak anonim ortaklıkların kendi hisse senetlerini iktisap etme ve rehin olarak kabul etmesine ilişkin yasaklama hükmü bulunmaktaydı. Ancak zamanla kesin yasağın sakıncaları anlaşılmiş ve 1991 yılında İBK’nda yapılan değişiklikler sırasında anonim ortaklığın kendi paylarını iktisap etmesi ihtiyaçlara göre yeniden düzenlenmiş ve bu payları rehin olarak kabul etme yasağı da tamamen kaldırılmıştır (Karayalçın, 1993: 20). Yapılan değişiklikle anonim ortaklığın kendi hisse senetlerini ancak serbestçe tasarruf edebileceği özkaynak miktarı ile sınırlı olarak iktisap edebileceği kabul edilmiştir. Ortaklığın alabileceği hisse senetlerinin toplam nominal değeri, esas sermayenin %10’unu aşamaamaktadır (İBK md. 659/1).

Devri yönetim kurulunun muvafakatına bağılı nama yazılı pay senetlerinin ortaklık tarafından satın alınması halinde ise bu işlemleri kolaylaştırmak amacıyla oran %20 olarak kabul edilmiştir. Ancak %10’u aşan kısmın iki yıl içinde

devredilmesi veya esas sermayenin azaltılması hükümlerine uygun olarak iptal edilmesi gerekir (İBK md.659/2). Bu sınırların aşılması veya özkaynağın yetersiz olması halinde butlan değil, yönetimin ve denetçilerin sorumluluğu sözkonusu olabilir. Fakat iki taraf da satış sözleşmesini bu sınırların aşıldığını bilerek ve isteyerek yapmış ise sözleşme batıl sayılır (İBK md.20) (Karayalçın, 1993: 20).

Ortaklığın kendi hisse senetlerini satın alınması sırasında, yönetim tarafından ortaklar arasında eşitlik ve özen kuralına uyulması gerekir. Esas sermayenin en az %10'unu temsil eden pay sahipleri önemli sebeplere dayanarak ortaklığın feshini dava ettiği takdirde hakim fesih yerine başka bir çözüm olarak bu senetlerin ortaklık tarafından satın alınmasına da karar verebilir (İBK md.736). İktisap edilen hisse senetlerine bağlı olan oy hakkı ve diğer haklar pasif hale gelir. Mali haklardan ise ortaklık faydalanır. Ortaklık bir iştirakin çoğunluk sahibi ise aynı sınırlama ve sonuçlar hisse senetlerinin böyle bir iştirak tarafından iktisap edilmesi halinde de geçerli olur (İBK md.659b, f.3).

4- Hindistan

Hindistan'da, ortaklıklarca hisse senetlerinin geri satın alınması SEBI tarafından yapılan 14 Kasım 1998 tarih ve 975 no'lu düzenlemede yer almıştır. Hindistan'da hisse senetlerinin geri satın alınmasında üç yöntem uygulanmaktadır:

- ◆ Mevcut ortaklardan payları oranında gerçekleştirilen aleni pay alım teklifi yoluyla geri satın alımlar,
- ◆ Açık piyasada,
 - Talep toplama yöntemi kullanılarak yapılan geri satın alımlar,
 - Hisse senetleri borsasında yapılan geri satın alımlar,
- ◆ Lot altı hisse senedi sahiplerinden yapılacak geri satın alımlar.

Ortaklık, borsada ya da herhangi bir özel işlem yoluyla el değiştirmiş kendi hisse senetlerini, devreden kişiden satın alamaz. Bu durumda muhatap yeni ortak olacaktır. Ortaklığa ilişkin herhangi bir bilgiyi içeriden öğrenen kişilerce, geri satın alınacak hisse senetlerine ilişkin olarak kamuya açıklanmamış bilgiler kullanılarak işlem yapılması yasaktır.

Ortaklık, mevcut ortaklardan aleni pay alım teklifi yoluyla yapılan geri satın alımlarda, geri satın alım fiyatını ve geri satın alıma öncülük eden bir hissedar olması durumunda aleni pay alım teklifine sunulacak hisse senedi miktarını ve bu kişilerin yapacakları işlemin ayrıntılarını (iktisap edilen hisse senedi sayısı, iktisap tarihi vb.) kamuya açıklamakla yükümlüdür. Ortaklara yapılacak aleni pay alım teklifinin süresi 15 günden az 30 günden çok olamaz. Lot altı hisse senedi sahiplerinden yapılacak geri satın alımlar, aleni pay alım teklifi yoluyla yapılan geri satın alımlarla aynı paralelde düzenlenmiştir. Açık piyasada yapılan geri satın alımlar, Hindistan hukukunda diğer iki geri satın alım yöntemine göre daha detaylı düzenlenmiştir. Borsadan yapılacak geri satın alımlar, aleni pay alım teklifinden farklı olarak, geri satın alıma öncülük eden ya da ortaklık kontrolünü elinde bulunduran kişilerden yapılamaz. Ortaklık geri satın alımın yapılacağı en üst fiyatı kamuya açıklamakla yükümlüdür. Kamuya yapılacak açıklama, geri satın alımın başlangıcından en az 7 gün önce yapılmalıdır. Kamuya yapılacak açıklamanın bir örneği iki gün içinde SEBI'ye gönderilmelidir. Ortaklık, geri satın alım işlemlerini yürütmek üzere bir tüccar banker (merchant banker) tespit etmelidir. Ayrıca, geri satın işlemleri yalnızca elektronik işlem yapma imkanı bulunan borsalarda yapılabilecektir. Bu, geri satın alım yapan firmanın elektronik ekranlarda görünmesini sağlamak amacını taşımaktadır. Geri satın alım süresi 15 günden az 30 günden çok olamaz. Tüccar banker, kabul edilen fiyatları değerlendirerek geri satın alım fiyatını tespit edecektir. Kabul edilen geri satın alım fiyatından, geri satın alıma katılan hissedarlara ödeme yapılacaktır. Görüldüğü üzere, Hindistan'da ortaklıkların kendi hisse senetlerini geri satın almaları ayrıntılı olarak düzenlenmiştir. Hindistan uygulaması, hissedarlar açısından tam bir aleniyet sağlama amacını taşımaktadır.

Talep toplama suretiyle açık piyasadaki yapılan geri satın alımlarda da yine hisse senetlerinin geri satın alınacağı en üst fiyat belirlenecektir. Ancak bu yöntemde hissedarlar bir fiyat teklifinde bulunmaktadırlar. Aynı şekilde, bu yöntemde de bir tüccar banker tespit edilmesi gerekmektedir. Kamuya yapılacak açıklama, geri satın alımın başlangıcından en az 7 gün önce yapılmalıdır. Kamuya yapılacak açıklamanın bir örneği iki gün içinde SEBI'ye gönderilmelidir. Kamuya yapılacak açıklama talep toplama işleminin detaylarını, hissedarlara gönderilecek kabul beyanının şekli, teklif yapılacak merkezlerini içermelidir. Talep toplama işlemi, elektronik bağlantılı ve herkesçe görülebilir olanağı sunan bir sistem aracılığıyla yapılmalıdır. Bu, geri

satın almaya katılacak hissedarların, tekliflere ulaşmasını sağlama amacına yöneliktir.²¹

²¹ Buyback of Securities, The Gazette of India Extraordinary, SEBI tarafından yayınlanan Part II, Section (ii), Mumbai, 14 Kasım 1998.

EREĞLİ DEMİR VE ÇELİK FABRİKALARI T.A.Ş. ÖZEL MEVZUATI

7462 sayılı “Ereğli Demir ve Çelik Fabrikaları Türk Anonim Şirketi Kanunu”nun “Sermaye” başlıklı 2. maddesinde “*Şirket sermayesi, şirket genel kurulunun kararı üzerine Bakanlar Kurulu’nce artırılabilir. Türk Ticaret Kanunu’nun ani ve tredrici teşekküle ve ayni ve nakdi sermayesinin vaz’ına müteallik hükümleri bu şirkete tatbik edilmez. Bu hususlar şirket esas mukavelesnamesi ile tanzim olunur.*” hükmü yer almaktadır. “Hisse Senedine Çevrilecek Tahvil İhracı” başlıklı 4. maddede ise, “*Şirket, çıkardığı tahvillere bilahare hisse senedi ile mübadele edilmek hakkı bahşedebilir. Hisse senedi iktisap hakkı, tahvil sahipleri tarafından müstakilen başkalarına devredilebilir.*” hükmü yer almaktadır.

Ortaklığın esas sözleşmesinin 4. maddesinin (G) bendinde, faaliyet konuları arasında; ortaklık hisse senetleri için alım hakkı veren ve birlikte ihraç edildiği tahvilden ayrı olarak tedavül imkanı olan opsiyon senetleri, hisse senedi ile değiştirilebilir tahvil ihracı ve kanunen zorunlu haller dışında sermayesini azaltmaksızın kendi hisse senetlerini satın almak, elde bulundurmak ve devretmek yer almaktadır. Anılan madde gereğince, ortaklığın satın almış olduğu kendi hisse senetleri oy hakkı vermemektedir.

Esas sözleşmesinin 7. maddesinde, yönetim kuruluna hisse senedi ile değiştirilebilir tahvil ihracı yetkisi tanınmıştır. Ortaklığın kuruluşuna ilişkin kendi özel kanunu ile kendi hisse senetlerini satın alma imkanı bulunduğu gözönüne alındığında, hisse senedi ile değiştirilebilir tahvil ihracında, tahvillerin hisse senedi ile değiştirilmesi sırasında değişim yükümlülüğünün, portföye alınan Erdemir hisse senetleriyle değiştirilebilmesi ortaklık açısından avantaj sağlamaktadır.

30.09.2000 tarihi itibarıyla ortaklığın portföyünde bulunan Erdemir hisse senetlerinin toplam tutarı 1.285.141 milyon TL ile mevcut 44.352 milyar TL’lık sermayenin %2,90’na tekabül etmektedir.