

Kendi Hisseni Alma Trendi

12 11 2007

Son Güncelleme 12 11 2007

Kendi Hisseni Alma Trendi

Bir şirketin kendi hisselerini geri alması (buy-back), özellikle ABD piyasalarında çok popüler bir yöntem. Çünkü buy-back işlemi şirketler hem de yatırımcılar için çepitli avantajlar doğuruyor. Türkiye sermaye piyasaları ise, bu konuda henüz beklemede

Şirketlerin kendi hisselerini geri alması anlamına gelen buy-back, ABD'de son yıllarda çok yaygınlaşan bir metot. Finansal piyasalarda bir şirketin buy-back haberinin duyulmadığı bir gün neredeyse yok gibi. Bu popüler metodun yatırımcı ve şirket açısından doğurduğu sonuçlar ise farklı. Şirketler kendilerine yatırım yaparak yatırımcının güvenini tazelerken, buy-back nedeniyle yükselen hisse fiyatları da yatırımcıyı mutlu ediyor.

Buy-back işleminin en çok olarak görüldüğü ABD hisse senedi piyasasında, şirketler en çok açık piyasada gerçekleştirilen bu yöntemini tercih ediyor. Bu yöntemde şirketler, yıllar boyunca devam edebilecek bir süreçte birden fazla sayıda buy-back işlemi yapabiliyor.

Yüksek piyasalarda doğrudan şirket tarafından ya da aracı kurumlar vasıtasıyla yapılan buy-back işlemi, yönetim kurulları tarafından kararlaştırılıp resmi olarak kamuoyunun bilgisine sunuluyor. Ancak daha sonraki süreçle ilgili olarak herhangi bir açıklama zorunluluğu bulunmadığından, bu işlemin ayrıntılarına ilişkin bilgiler kamuoyu tarafından bilinemez.

Hatta kamuoyu buy-back yapıyor yapılmadığından bile habersiz olabilir. Şirketlerin kendi hisselerini geri alması yatırımcılar açısından çepitli sonuçlar doğurduğu gibi, şirketin finansal yapısında da bazı değişikliklere yol açıyor. Her şeyden önce şirket hisse sayısını azalttığından, her bir hissenin temsil ettiği sermaye yüzdesi artıyor. Diğer taraftan, hisse senedinin geri alınması sermayenin azalmasına neden oluyor.

Yapılan satışın almaları sonucunda şirketten nakit para çıkıyor ve dolayısıyla varlıklarının toplamında azalma yaşanıyor. Şirket hisselerinin borç kullanılarak geri alınması durumunda ise, şirket borçlarında artış meydana geliyor. Bu durum kaldıraç avantajı kullanma imkânı sağlarken, faizlerin yükselmesi durumunda ise şirketleri yüksek maliyetlerle karşı karşıya bırakıyor. Özellikle yıllarda giderek yaygınlaşan borç kullanma yoluyla yapılan hisse satışın almaları, şirketler için büyük riskler oluşturabiliyor.

Şirketlerin Tercih Nedenleri

Şirketlerin kendi hisselerini geri almalarının ardında; vergi avantajı elde etme, ele geçirilme tehditlerine karşı önlem, finansal getirilerde iyileşme sağlama gibi çepitli sebepler var. Bunyinde fazla miktarda nakit bulunduran bir şirket de, bu nakdi değerlendirilecek daha iyi bir yatırım fırsatı bulamıyorsa buy-back işlemiyle kendine yatırım yapma yoluna gidebilir. Bu durum, yöneticilerin kendi şirketlerine olan güvenlerinin bir göstergesi olarak değerlendirilebileceği gibi; şirketin yeni ve kârlı yatırım yapma fırsatı olmadığı beklende de algılanabilir. Şirket hissedarlarına yapılan ödemeler açısından bir değerlendirme yapıldığında; yöntem arasında farklılıklar göze çarpmakta. Şirketler, hissedarlarına 2 beklide ödeme yapabilir: Temettü dağıtarak ya da kendi hisselerini geri alarak. Her ikisinde de şirket nakitlerinin bir kısmı hissedarlara dağıtılmakta.

Ancak kendi hisselerini geri alma yöntemi yöneticiler üzerindeki temettü dağıtma baskısını ortadan kaldıracak gibi, vergi avantajı elde edilmesini de sağlamakta. Temettü ödemeleri, hissedarların gelecek dönemlerde kârdan pay alma beklentisini de artırıyor. Ancak kârlılık devamlılığının öngörülmediği durumlarda, temettü dağıtım yapmak mümkün olmaz. Şirketlerin kendi hisselerini geri alması durumunda ise, hem hissedarlara ödeme yapılmakta hem de ilerleyen dönemlerde oluşacak olan temettü baskısının önüne geçilmekte.

Temettü ödemeleri yerine hisselerin geri alınması yönteminin daha fazla tercih edilmeye başlamasının önemli nedenlerinden biri de, ödenen vergilerdeki farklılıklar. Genelde hissedarların hisse geri almaları nedeniyle elde ettikleri gelire uygulanan vergi oranının, temettü ödemesine göre daha düşük olması, hisse geri almalarının tercih edilmesini sağlıyor. Her ne kadar ABD'de 2003 yılında çıkarılan kanunla bu farklılık ortadan kaldırılıp, temettü ve buy-back işlemlerinden elde edilen kâr üzerinden %15 oranında vergi alınsa da, hisse geri almaları temettü dağıtımına oranla hâlâ daha fazla tercih ediliyor. Hissedarların temettü gelirlerinin iki defa vergilendirilmesinden (şirketlerin kârı üzerinden ve bu kârın dağıtılması sonrası hissedarların ödediği vergi olmak üzere) kaçınması. Hisse geri almaları işlemi ise, hisseler satılmadıkça ve satıktan bir kâr elde edilmedikçe herhangi bir vergi ödemesi söz konusu değil.

Finansal Oranlarda Ayarlamalar

Şirketlerin kendi hisselerini satış almalarının bir diğer nedeni de, bazı finansal oranlarda iyileşme sağlanması. Şirketin hisse başına kazanç, aktif kârlılık ve öz sermaye kârlılığı oranlarında bir değişiklik olmasa bile, hisse geri almaları nedeniyle iyileşme görülmesi iyileşmenin nedeni ise; şirketin kendi hisselerini geri alması sonrasında dolayımındaki hisse senedi sayısında bir azalma meydana gelmesi. Çünkü böylelikle, tutardaki kâr daha az hisse sayısına bölünüyor ve hisse başına düşen kârlılık artıyor.

Ayrıca bu işlem sonrasında öz sermaye ve şirketin varlık toplamında bir azalma olduğundan, öz sermaye ve aktif karlılık oranı da artıp yavaşlıyor. Oranlar daha yüksek görünse de temelde değil bir şey olmadıysından, bu oranların arka planındaki işlemler aratılmayanlar yanlışlıkla düşebiliyor. Ayrıca borç/öz sermaye oranının ayarlanmasında da hisse geri alım işlemlerinden yararlanarak öz sermayesinin yüksek olduğunun düşünülmesi durumunda da, hisse geri alımıyla öz sermayeyi azaltarak ya da kısmen borçlanarak denge sağlanabiliyor. Şirketler, karlı karlıya kaldıkları düşmanca ele geçirme (hostile takeover) tekliflerine karlı olmak için de buy-back yöntemine başvurabiliyor.

Bol nakde sahip şirketler, ele geçirme savaşçıları için en çekici hedefleri. Ancak hisselerin geri alınması şirkette var olan nakdin azalmasına neden olduğundan, olası bir ele geçirme girişiminde bu şirketin hedef olma ihtimali de azalıyor. Bir şirketin ele geçirilmesi için hisselerinin belirli bir yüzdesinin sahibi olmak gerek.

Bu yüzden, şirketlerin kendi hisselerini geri alması o şirketi ele geçirmek isteyenleri zora sokuyor. Ayrıca, hisse geri alımları nedeniyle hisse fiyatlarında artıp yavaşması, şirketi ele geçirmek isteyen grup ya da grupların maliyetlerini de yükseltiyor. Şirket yöneticilerinin, hisselerin olması gerekenden daha düşük fiyatlandığına ya da dolabındaki hisse miktarının çok fazla olduğuna halinde de, geri alım işlemi yapılabilir. Böyle durumlarda yapılan geri alımlarda, piyasalara şirket hisselerinin yatırım için uygun olduğu, hisse fiyatlarının düşük kaldığı mesajı veriliyor.

Diğer taraftan, şirketlerin kendi hisselerini satın alacağı haberleri bu şirket hisselerine olan talebi artırıyor ve hisselerin fiyatları yükselişe geçiyor. Buy-back yönteminin tercih edilmesinin nedeni de yok değil. Yöneticiler, kendi çıkarlarına hizmet etmek için de bu yolu izleyebiliyor. Çünkü hisselerin yükselmesinin şirket yöneticilerine çepitli getirileri var. Hisse opsiyonlarının çepitli formları, bu getirileri daha da yukarıya taşıyabiliyor. Bu nedenle, buy-back işleminin akılcı olmadığı durumlarda bile yöneticiler bu kararı alabiliyor. Ayrıca, opsiyon sahiplerinin bu opsiyonlarını temettü almak beklindedir kullanamaması ve kârlarını realize edebilmelerinin tek yolunun hisselerinin satılması olması da, bu kararın nedenleri arasında. Hisse geri alımlarının temettü dağıtımına tercih edilme nedenlerinden biri de, temettü dağıtımının sonrasında hisse fiyatında düşüşün gelmesi. Yöneticiler hisse fiyatlarındaki yükselişe göre bir kazanç elde ettiklerinden, hisse fiyatlarında düşüşe neden olabilecek işlemleri tercih etmiyor. Dolayısıyla, şirket hisselerinin düşük fiyatta olmadığı durumlarda bile hisselerin geri alınma kararı alım yöneticilerin kendi çıkarları için bu yolu tercih ettikleri yorumlarına neden oluyor.

Neden Bu Kadar Popüler?

Son yıllarda buy-back işlemleri oldukça popüler hale geldi. Microsoft, IBM, Viacom, Mattel, ConocoPhillips, Wal-Mart gibi uluslararası şirketler de bu yola başvuruyor. Dow Jones Sanayi Endeksi'nde yer alan birçok şirket, özellikler son dönemlerde buy-back metodunu izliyor. S&P-500 Endeksi'ndeki şirketler, sadece yılın ilk çeyreğinde kendi hisse senetlerini satın almak için 118 milyar dolar harcadı. 2007 yılının ilk çeyreğinde gerçekleşen hisse geri alımları, 2006'nın çeyreğine göre %17.5 oranında artıp gösterdi. 2001'in ilk çeyreğiyle kıyaslama yapıldığında ise, bu oran %275'e kadar çıkıyor. 2001 yılında piyasalarda yaşanan düşüşün ardından, 2004'ün son çeyreğinde piyasaların toparlanması ve tekrar istikrar kazanmasıyla, hisse geri alımlarında da artışlar görülmeye başlandı. Geçen 10 çeyrek boyunca, S&P-500 şirketi tarafından hisse geri alımları için yaklaşık 1 trilyon dolar harcadı.

ABD'de, 2007'nin ilk çeyreğindeki toplam hisse geri alımlarının %22.8'i bilgi teknolojileri sektöründeki şirketler tarafından gerçekleştirildi. Microsoft, önceki yıl gerçekleştirdiği 24.3 milyar dolarlık işlemle uzun süre konuldu. Exxon 12 ayda toplam 31.6 milyar dolarlık hisse geri alımı yaparak, bu süreçte gerçekleşen 450 milyar dolarlık işlemlerin yaklaşık %7'sinin sahibi oldu. S&P-500 şirketlerinden; Procter&Gamble 10.3, Coca Cola 13, Time Warner ise 11.8 milyar dolarlık hisse geri alım işlemi gerçekleştirdi. Son olarak Nestle, önümüzdeki 3 yıl içinde 20 milyar dolarlık geri alım yapacağını duyurdu. Son yıllarda piyasalardaki likidite bolluğu, şirket kârlarındaki artışlar, küresel piyasalarda yaşanan şirket birleşme ve satın alma dalgası, hisse geri alımlarında yaşanan artışın en önemli nedenleri olarak görülüyor. Ancak şirketler, hisse geri alımlarının bölümünü borç para ile gerçekleştiriyor. ABD Merkez Bankası'nın (FED) verilerine göre, finans sektörü dışındaki şirketler 2007 ilk çeyreğinde 128 milyar dolar değerinde hisse geri satın alırken, 130 milyar dolar borçlandı. Alınan bu borçların önemli bir miktarının hisse geri alımları için kullanıldığı düşünülüyor. Bu işlemler, hisse fiyatlarının artırdığı için borsalardaki yükselişin nedenlerinden biri olarak gösteriliyor. Ancak faizlerde artış olması halinde borçlanma maliyetlerinin artması, bunun da borç parayla hisse geri alımı yapan şirketleri daha yüksek maliyetler altına sokması, kaçınılmaz bir sonuç olarak karşımıza çıkıyor.

Türkiye'de Durum

Sermaye Piyasası Kanunu'nda şirketlerin kendi hisselerini geri almasına ilişkin herhangi bir düzenleme bulunmamasına rağmen, Türk Ticaret Kanunu'nun 329'uncu maddesinde şirketlerin bazı istisnai durumlar haricinde kendi hisselerini geri alamayacağı belirtilmiş. Ancak bu hallerde şirket hisselerinin geri alınmasına izin veriliyor:

- Hisse senetlerinin anonim ortaklığın esas sermayesinin azaltılmasına ilişkin bir karara dayandırılarak alınması
- Hisse senetlerinin anonim ortaklığın bir alacağının ödenmesi amacıyla devralınması
- Hisse senetlerinin bir malvarlığının veya işletmenin borç ve alacakları ile birlikte devralınması sonucunda anonim ortaklığın geçmesi

- Hisse senetlerinin devir alınmasının ya da rehin olarak kabul edilmesinin esas sözleşmeye göre anonim ortaklığın faaliyeti konusu içine giren işlemlerden olması
- Hisse senetlerinin yönetim kurulu üyeleri, müdürler ve memurlar tarafından kendilerine bu sıfatla düşen sorumluluk dolayısıyla rehin olarak yatırılması
- Hisse senetlerinin hibe edilmesi

Avrupa Birliği (AB) uyum sürecinde, sermaye piyasasının AB normlarına daha uygun hale getirilmesi ve güncel ihtiyaçları karşılayabilmek amacıyla yeni Sermaye Piyasası Kanunu taslağı hazırlandı. Taslakta; SPK'ya zorunlu çabı yükümlülük uymayanların oy haklarını belirli bir süre askıya alma konusunda ilgili mahkemeden karar alma ve nispi para cezası uygulama yetkisi verilmesi, "insider trading" kavramının detaylı tanımı ve buna çabı tedbir ve cezaların artırılması, komite birimlere de halka arz izni verilmesi gibi konuların yanı sıra, birimlere ihraç ettikleri hisse senetlerini geri satın alma hakkı getirilmesi konusunda da, bir düzenlemeye yer verildi. Taslak, Ağustos 2005'te tamamlandı ancak henüz yasalaşmadı.

Türkiye'de birimlerin kendi hisselerini satın alması yasak; ancak grup birimleri için böyle bir yasak söz konusu değil. Tamamı bir buy-back işlemi olarak adlandırılmazsa da, birimler grup birimlerine ait hisseleri alabiliyor. Bu işlemle, dolaylı da olsa hisse geri alınması gerçekleştirilmiş oluyor. Türkiye'de bu durum için verilebilecek örneklerden biri, Doğan Holding bünyesinde yer alan Doğan Holding; sermaye piyasalarında hak etmediği bir konuma geldiği ve birim yatırımcılarının gereksiz bir madduriyete uğratılması gerekçesiyle iştiraki olan Petrol Ofisi'nin (PO) %5 hissesini satın alacağını açıkladı. Ayrıca Doğan Yayın Holding, 2003'te kazançlarının yaklaşık %10'unun Hürriyet, Milliyet ve Doğan Burda Rizzoli (DBR) hisselerinin bir kısmının satın alınması için kullanılmasıyla ilgili karar almış, bu karar çerçevesinde de YMKB'den toplam 101 bin 198 lot DBR hissesi satın almıştı. Akbank'ın 2005 yılında 2.538 adet olan kurucu hissesini geri almak için toplam 1 katrilyon 23 milyar lira ödeme yaptı. Akbank'ın ardından Sabancı Holding de benzer bir adım attı. Türkiye'de birimlerin kendi hisselerini geri alması henüz mümkün olmasa da hazırlanan Sermaye Piyasası Kanunu Taslağı'nın yasalaşmasıyla bu uygulamanın yolu açılacak. Yurtdışı örneklerine bakılırsa, bu işlem hem birimler hem de yatırımcılar için yeni olanaklar yaratacak.