

İŞLETMELER AÇISINDAN

TEMEHTÜ POLİTİKASI

Doktora Tezi

Hazırlayan

Ass. PINAR BAKIR MBA

Istanbul İktisadî ve Ticarî İlimler Akademisi

İşletme Ekonomisi Kürsüsü

Istanbul, 1975

## İÇİNDEKİLER

I. GİRİŞ .....	1
A. Amaç ve Kapsam .....	1
B. Yeni Finansman Anlayışı ve İşletmelerde Finansal Kararlar .....	4
1. Finansman Anlayışının Tarihsel Gelişimi .....	4
2. İşletme Amaçlarının Yeni Finansman Anlayışı İçinde Tanımlanması .....	8
3. İşletmelerde Finansal Kararlar .....	12
II. TEMETTÜ POLİTİKASININ FIRMA DEĞERLEMESİ AÇISINDAN İNCELENMESİ .....	17
A. Temettü Politikasının Geçersizliği ve Miller-Modigliani (M-M) Görüşü .....	18
B. Temettü Politikasının Geçerliliği ve Gordon Modeli .....	31
C. Temettü Politikasının Yatırım Kararları İçinde İncelenmesi ve Walter Formülü .....	41
D. Maksimum Piyasa Değerini Veren Temettü Dağıtım Oranı ve Lerner-Carleton Önerisi .....	48
III. TEMETTÜ POLİTİKASININ AKTİF ÖZELLİĞİ VE DAĞITIM KARARLARINI BELİRLEYEN FAKTÖRLER .....	53
A. Temettü Dağıtım Oranının Düzenliliği .....	55
B. Temettü Ödeme Şekilleri ve Pay Senedi Bölünmesi..	71

1. Temettü Oarak Pay Senedi (Stock Dividends) .....	71
2. Pay Senedi Bölünmesi (Stock Splits) .....	81
3. Diğer Temettü Ödeme Şekilleri .....	83
C. Pay Senetlerinin Geri Satın Alınması .....	86
D. Vergilendirme .....	89
E. Diğer Faktörler .....	107
1. Likidite .....	107
2. Borç Alma Olanakları .....	108
3. Kontrol .....	109
4. Enflasyon .....	110
5. Hukukî Sınırlamalar .....	113
IV. TEMETTÜ POLİTİKASININ TÜRKİYE AÇISINDAN ÖNEMİ .....	119
A. Tasarruf-Yatırım İlişkisi ve Dağıtılmayan Kârların Yatırımlara Yöneltilmesi .....	119
B. Sınâî İşletmelerin Sermaye Yapıları ve Dağıtılmayan Kârların Sermaye Yapısı İçindeki Yeri .....	124
V. TEMETTÜ POLİTİKASININ TÜRKİYE İÇİN GEÇERLİLİĞİ VE BELİRLENMESİNDE ÖNEM KAZANAN FAKTÖRLER .....	128
A. Türkiye İçin Geçerlilik Kazanan Görüş .....	128
1. Açık Şirketler Açısından Temettü Politikası .....	130
2. Kapalı Şirketler Açısından Temettü Politikası ...	139

B. Türkiye'de İemettü Politikasının Belirlenmesinde Önem Kazanan Faktörlerin Toplu Olarak Gösterilmesi	144
VI. ÖZET VE SONUÇ .....	162
VII. YARARLANILAN KAYNAKLAR .....	172
A. Kitaplar .....	172
B. Makale ve Bibliğler .....	175

## I. GİRİŞ

### A. Amaç ve Kapsam

Gelişen ekonomik koşulların bir gereği olarak sermayedar-yönetici ayırımının ortaya çıkması temettü dağıtım kararlarının işletme politikası içindeki önemini artırmaktadır. Bu ayırım, elde edilmiş dönem kârlarının sermaye sahipleri ile yeni yatırımlarda kullanılmak üzere şirket yöneticileri arasında dağıtımının, her iki tarafı da tatmin edecek biçimde gerçekleştirilmesini gerekli kılar. (1) Dönem kârlarının, bir yandan yatırımların finansmanında kullanılarak büyüme olanaklarının değerlendirilmesi, öte yandan düzenli ve yüksek oranlarda temettü şeklinde dağıtılarak sermaye sahiplerinin kısa dönemdeki tatminlerinin maksimum kılınması istenir. (2)

---

(1) James E. Walter, Dividend Policy and Enterprise Valuation, Wadsworth Inc., (California-1967) s.2.

(2) Alexander A. Robichek-Stewart C. Myers, Optimal Financing Decision, Prentice-Hall, (New Jersey-1965) s. 50-51.

İşte, gerek sermaye sahiplerinin, gerekse yöneticilerin tatminlerini en yüksek düzeye çıkaracak temettü dağıtım kararlarında optimalitenin bulunması, bu kararların firmanın piyasa değerini etkileyişi konusundaki belli başlı görüşlerin karşılıklı ortaya konması, kararlara aktif özellik kazandıran teknik faktörlerin tanımlanması ve özellikle gelişmekte olan ülkeler açısından değerlendirilmesi bu tezin amacı olmaktadır.

Tezde ilk olarak, temettü kararları ile firma değerlemesi arasındaki ilişkinin saptanması öngörülmekte, bu nedenle finansman anlayışının tarihsel gelişimi içinde firma amaçlarının finansman fonksiyonu açısından yeniden tanımlanması yapılmaktadır.

İkinci bölümde, temettü politikasının firmaların piyasa değerleri üzerindeki etkenliği konusunda ileri sürülen belli başlı görüşler teorik yaklaşım içinde ele alınmakta ve temettü dağıtımının önemi belirtilmektedir.

Üçüncü bölümde, temettü politikasına aktif özellik kazandıran ve dağıtım kararlarını belirleyen teknik faktörler incelenmekte ve pratik geçerliliği tartışılarak ülkemiz açısından değişiklik gösteren vergilendirme ve hukuki yapının değerlendirilmesi yapılmaktadır.

Dördüncü bölümde, tasarruf-yatırım ilişkisi ve sanai işletmelerin sermaye yapısı içindeki dağıtılmayan kârların yeri saptanarak ülkemiz açısından temettü politikasının önemi ortaya konmaktadır.

Beşinci bölümde ise, temettü politikasının Türkiye açısından geçerliliği ve kararların belirlenmesinde önem kazanan faktörler incelenmektedir. Türkiye'deki firmaların mevcut ekonomik ve sosyal yapı içinde temettü politikasını etkileyen faktörlerle temettü ödeme oranı ve firma değeri arasındaki ilişki ortaya konması ve gelişen koşullar içinde bu ilişkinin alacağı ya da alması gereken şekli tanımlanmaktadır. Bu yapı içinde en önemli yeri alan yönetimin fonksiyonel değişimi temettü politikası açısından incelenmektedir.

Altıncı ve son bölümde ise, gelişen ekonomi ve sosyal koşulların firma bünyesinde, ortaklar yapısında ve makro ekonomik düzeyde temettü politikasının rasyonelleştirilmesi yönünde gerekli kıldığı değişimler özetlenmektedir.

B. Yeni Finansman Anlayışı ve İşletmelerde

Finansal Kararlar

1. Finansman Anlayışının Tarihsel Gelişimi :

Finansman anlayışındaki tarihsel gelişimi izleyebilmek için akademik disiplin olarak geçirdiği evreleri ve kendisine yön veren ekonomik koşulları bilmek gerekir. Yirminci Yüzyıl başlarına kadar ekonomi disiplini içinde düşünülen finansman fonksiyonu, bu dönemlerde özellikle ABD'de hız kazanan şirketlerarası birleşme hareketlerinin yarattığı "semaye yapısı" problemleri ve diğer finansal olayların ağırlık kazanması ile ön plana çıkmış ve ayrı bir disiplin olarak düşünülmeğe başlamıştır. (3) Bu dönemlerde firmaların özellikle tasfiye olma veya iflâs etme korkuları semaye yapılarında dış kaynak (borç) yerine öz kaynak kullanma ve böylece riskleri azaltma düşüncesinin üstünlüğünü sağlamıştır.

---

(3)

J. Fred Weston, The Scope and Methodology of Finance, Prentice-Hall, (New Jersey-1966) s. 22.



1920 yıllarında yeni sanayilerin ekonomik yapıya girmeleri, geniş çapta satış, reklam ve dağıtım olanaklarının değerlendirilmeye başlaması ile değişen ekonomik koşullar içinde finansman disiplini önemini korumaya devam etmiş, ancak bu dönemlerde sıkı para politikası ve fiyat oynamalarının sonucu olarak dikkatler sermaye yapısından likiditeye çevrilmiştir. Finansal planlama ve kontrol önem kazanmaya başlamış, kısa dönemli bütçe uygulamaları yoğunlaşmıştır.

(4)

1930 yıllarındaki finansman fonksiyonu ise bu dönemin ekonomik yapısını belirleyen depresyon ve bunalımın etkisinde kalmıştır. Fiyatlardaki düşmeler, kredilerdeki sıkışıklıklar yeni tasfiye ve iflâslara yol açmıştır. Ayakta kalabilen firmalar ise finansal reorganizasyona gitmişler ve likidite durumlarını kuvvetlendirecek tedbirlere öncelik tanımışlardır.

Ekonomik bunalımın geçirildiği 1940 yıllarında ise finansman fonksiyonunu şekillendiren görüş hâlâ geleneksel görüştür. Finansman fonksiyonu firma içinde karar verme yerine firmanın üçüncü kişilerle olan münasebetlerini düzenlemek, kredi temininde en sağlam ve uygun sözleşmelere girmek,

---

(4) James C.T.Mao, Quantitative Analysis of Financial Decisions, MacMillan Co., (London-1969) s. 7-9.

ya da kredi veren bir müessese olarak firmaları analiz etmek ve kredi riskini minimum kılmak şeklindedir. Finansman kaynaklarının kullanımını tanımsal olarak ele alınmaktadır. Ancak firmanın nakit akımlarının analizi, planlanması ve kontrolü konularına da ağırlık verilmesi modern finansman anlayışının bu dönemdeki başlangıcına işaret sayılmaktadır. (5)

1950 dönemi ise finansman fonksiyonunun geleneksel görüşten kurtulup bugüne kadar gelen modern anlayışın geliştiği dönemdir. Ekonomik gelişmelerin sonucu olarak bu döneme kadar dikkatleri üzerinde toplayan fon temini ve likidite sorunları artık yerini fon kullanım ve firma içi kararların isabetliliği konularına bırakmaktadır. Teknolojik gelişmenin ve ekonomik ortamın düzenli bir döneme girmesi, yeni yatırım sahalarının ve sanayi kollarının ortaya çıkması ile sermaye maliyetlerinde değerlendirme kriteri olarak önem kazanması gibi fonksiyonlar modern finansman anlayışının şeklini belirlemiş ve geleneksel görüş bir kenara bırakılmaya başlanmıştır. (6)

---

(5) James Van Horne, Financial Management and Policy, Prentice-Hall, (New Jersey-1963) s. 4.

(6) a.g.e., s.5.

Bu gelişmelerin sonucu olarak finansal yöneticinin dikkati, yatırımcıların ve kredi verenlerin firmayı nasıl değerlediği ve firma içindeki bir kararın değerlendirme sürecini ne yönde etkilediği üzerinde toplanmıştır. Bu yeni görüşler sermaye piyasası analizleri, portföy yönetimi gibi finansman fonksiyonunun sahasını genişletici yönde etkili olmuşlardır.

Bilgi sayar makinelerinin geniş çapta kullanılmaya başlaması, sermaye piyasalarının gelişmesi, uluslararası ticaretin önem kazanması 1960 dönemindeki finansman disiplinindeki gelişmeleri etkileyen başlıca faktörlerdir. Bu dönem modern finansman anlayışının gerçek boyutlarına eriştiği ve finansal yöneticinin öneminin tam anlamıyla anlaşıldığı dönendir. (7)

Özet olarak, finansman tanımlayıcı bir disiplin olmaktan çıkıp normatif bir teori ve detaya inen analiz tekniklerini içeren bir kavram haline dönüşmüştür. Diğer bir deyişle finansman son yüzyıl içinde fon temin etme olanaklarını arama şeklinde tarif edilen geleneksel görüşü bir kenara bırakarak,

- varlıkların yönetimi
- kaynakların kullanımı
- firmanın bütün olarak değerlendirilmesi

---

(7)

Weston, a.g.e., s. 24.

fonksiyonlarını kapsamı içine alan bilimsel bir niteliğe bürünmüş ve  
(8)  
işletmenin piyasa değerini maksimum kılma amacına yönelmiştir.

## 2. İşletme Amaçlarının Yeni Finansman Anlayışı İçinde Tanımlanması :

Finansman fonksiyonunun ekonomi disiplininin ayrılarak bağımsızlığına kavuşması, ekonomik koşullardaki değişimlere paralel gelişmesi ve ek boyutlar kazanması işletme amaçlarının yeniden tanımlanmasını gerekli kılmıştır.

Nitekim, klasik ekonomik görüş tarafından işletmelerin nihai amacı olarak tanımlanan "kâr maksimizasyonu" kavramı, gelişen ekonomik koşulların ortaya koyduğu ve değişen değer yargılarının yönelttiği bazı sorulara cevap verememekte ya da rasyonel olmayan kararların alınmasını önemtedir. (9) Ayrıca, bu amaç modern finansman anlayışının belirlediği amaçlardan daha dar kapsamlı olmaktadır.

---

(8)

- Van Horne, a.g.e., s. 6.

- Atilla Gönenli, İşletmelerde Yatırım Kararları, İstanbul Üniversitesi Yayını., (İstanbul-1968) s. 16.

- Ezra Salomon, The Theory of Financial Management, Columbia Univ. Press, (New York-1963) s. 21.

(9)

Robert N. Anthony, "The Trouble With Profit Maximization," Harvard Business Review, November-December, 1960 s. 126-134,

"Kâr maksimizasyonu" kavramının işletmenin nihai amacı olarak tanımlanması önce pay sahiplerinin (ortakların) işine gelmektedir. Çünkü, kâr maksimizasyonu pay sahiplerinin servetlerinin maksimum olması demek değildir. Firma yeni pay senetleri çıkararak fon elde eder ve bunları örneğin devlet tahvillerine yatırırrsa toplam kârında bir yükselme olabilir. Ancak diğer taraftan pay başına düşen gelinde bir azalma söz konusudur. Bu nedenle kârın maksimum kılınması şeklinde belirlenen amaç pay sahiplerini tatmin etmeyebilmektedir.

(10)

Öte yandan, bu amacın işletmenin nihai amacı olarak belirlenmesi halinde, finansman yöneticilerinin kararlarının verilmesinde karışıklıklar olabilmektedir. Örneğin, işletmenin hangi varlıklara yatırım yapacağı sorusu, amaç "Firma kârını maksimum kılma" olarak alındığında şüphesiz kârlılığı en yüksek yapacak varlıklara yatırım yapmak şeklinde cevaplandırılacaktır.

(11)

---

(10)

Van Horne, a.g.e., s. 7.

(11)

Cevat Sarıkamış, Semaye Piyasası, Teksir edilmiş ders notları, İstanbul-1972, s.1.

Bu durumda da firma yöneticilerinin kârlılığa hiç katkısı olmayan veya çok az katkıda bulunan varlıklara, örneğin kasaya, alacaklara, stoklara (12) olanak dahilindeki en az yatırımı yapmaları beklenecek , diğer taraftan maliyetleri düşük olması gereken kısa süreli borçlanma tercih edilecektir. (13) Böyle bir karar süreci içinde ise, işletmenin kısa süreli varlıklarını minimum, kısa süreli borçlarını maksimum seviyede tutması teknik likiditenin zayıflamasına yol açacak ve faaliyetin durdurulma olasılığı doğacaktır. (14)

(12)

Kısa süreli varlıklara bağlanan fonların veriminin düşük olduğunu gösteren ve ABD'de özellikle borsa haberleri veren gazetelerden birinde yayınlanan bir makale şöyle başlamaktadır :

"Frisby, kasa durumumuz nedir ?"

"Şey.... patron, şu anda kasada hiç nakit yok.."

"Harikulâde, frisby! Sen bu firmanın gördüğü en iyi finansmancısın.."

Albert R. Kerr, "Stretching The Cash", Wall Street Journal, 6 Ekim 1966, s. 1'e atfen, Van Home, a.g.e., s. 334.

(13)

Kısa süreli borçlar orta ve uzun süreli borçlara oranla süresinin kısalığından ötürü daha düşük risk taşımakta bu nedenle daha düşük maliyette olması gerekmektedir. Türkiye'de ki uygulama bunun tersine olup kısa süreli banka borçlarının maliyeti daha yüksektir. Bu çelişki sermaye piyasasının henüz gelişmesi ile açıklanabilir. (Bak. Zeyyat Hatipoğlu, "Türkiye'de Sermaye Piyasasının Gelişmesinin Ekonomi Açısından Tetkiki", Vergi Dışı Kaynakların Mobilizasyonu, ESEKİ (İstanbul-1970) s. 125-126

(14)

Sarıkamış, a.g.e., s. 2

Görüldüğü gibi, özellikle gelişen sermaye piyasalarının sonucu ortaya çıkan yönetici-sermaye sahibi ayırımının önem kazanması ile, "kâr maksimizasyonu" amacı nihai amaç olarak yetersiz kalmaktadır. "Kâr maksimizasyonu" yerine "İşletmelerin piyasa değerinin maksimizasyonu" şeklinde tanımlanan amacın finansman fonksiyonları yönünden daha geçerli olduğu kabul edilmektedir. (15)

Bu amacın diğer bir ifade şekli de "servet maksimizasyonu"dur. Servet, işletmenin kârı ile birlikte sahip olduğu mevcut varlıkların değerini kapsamakta ve işletmenin piyasa değerini belirlemektedir.

İşletmenin piyasa değeri pay senetlerinin fiyatları üzerinde yansımaktadır. Bu ilişkiden ötürü pay senetleri piyasa fiyatları, işletmenin gelişimini ölçen bir "performans endeksi" rolündedir. Bu fiyatlar işletme yöneticilerinin pay sahipleri hesabına ne kadar iyi veya kötü çalıştığını gösterir. İşletme ve yönetim daima kontrol altındadır. Şayet pay sahibi, yöneticilerin kararlarını beğenmiyor ve işletmenin gelişimini yeterli bulmuyor ise ya yöneticileri değiştirecek girişimlere kalkacak ya da söz konusu işletmeye ait pay senetlerini satıp başka bir işletmeye yatırım yapacaktır. Çoğunluğun bu şekilde düşünmesi halinde işletmenin pay senetlerinin piyasadaki arzı artacak, talepte bir değişme

---

(15)

- Van Home, a.g.e., s. 8
- Salomon, a.g.e., s. 21.

olmadığı takdirde fiyat düşecektir. Fiyatlardaki düşme işletmenin piyasa değerinin düşmesi demektir ki bu da yönetici kararlarının isabet-sizliğinin veya çoğunluğu tatmin edecek biçimde alınmamasının cezalandırılması anlamına gelmektedir.

Öte yandan, yönetici kararlarının isabetliliği sonucu işletmenin hızlı bir gelişim içine girmesi, yatırımlarını bu işletmeye yöneltmek isteyen kişilerin sayısını artıracak, dolayısıyla mevcut pay senetlerine olan talebin artması ile pay senetleri fiyatları artacaktır. Pay senedi fiyatlarının artması ise işletmenin piyasa değerini yükseltecektir.

### 3. İşletmelerde Finansal Kararlar :

Bir işletmenin piyasa değerini belirleyen finansal kararları üç bölüme ayırmak mümkündür :  
(16)

- a) Yatırım kararları
- b) Sermaye yapısı kararları
- c) Temettü dağıtım kararları

---

(16)

Van Horne a.g.e. s. 9.



Firmanın piyasa değeri (V), yatırım kararları (I), sermaye yapısı kararları (F) ve temettü dağıtım kararları (D) harfi ile gösterilirse, bu değişkenlerle firma değeri arasındaki ilişki ;

$$V = f (I, F, D) \text{ olur.} \quad (17)$$

Görüldüğü gibi firma değeri, yatırım, sermaye yapısı ve temettü dağıtım kararlarının bir fonksiyonu olmaktadır. Bu durumda, söz konusu karar sahalarında izlenecek politikaların işletmenin piyasa değerini en yüksek yapacak biçimde olması gerekir. Söz konusu karar sahalarının firma değeri ile olan ilişkisi şöyle özetlenebilir :

a. Yatırım Kararları :

Gelecek dönemlerde gelir sağlama beklenen yatırımlara mevcut sınırlı sermayenin dağıtılma şekli, ya da diğer bir deyişle, sermaye kaynaklarını rasyonel kullanmak amacı ile yatırıma konu olan tesislerin seçimi bu kararların esasını oluşturur. (18) Gelecek dönemlerde beklenen gelirin kesinlikle bilinmemesi risk faktörünü ortaya çıkarır.

---

(17)

- Myron J. Gordon, The Investment, Financing and Valuation of The Corporation, Richard D. Irwin, Inc., (Illinois-1962) s. 14-43;
- Eugene Lerner-Willard Carleton, A Theory of Financial Analysis, Harcourt Brace, (New York-1966) s. 10-11

(18)

Doğan Bayer, Sanayi İşletmelerinde Yatırım Politikası, Eskişehir İktisadi ve Ticari İlimler Akademisi Yayınları (Ankara-1973) s. 13-16

Risk faktörünün büyüklüğü ve verim nispeti işletmenin piyasa değerini etkiler. (19) Yatırım kararlarının isabetli olması, yani belirli bir risk seviyesinde en yüksek kazancı sağlaması, firmanın piyasa değerini olumlu yönde etkiler. Aksi halde piyasa değeri olumlu yönde etkilenmeyecektir. Kısaca, yatırım kararları firmanın varlıklarının seviyesini ve kompozisyonunu, dolayısıyla iş riskini belirler (20).

**b. Sermaye Yapısı Kararları :**

Bu kararlar işletmenin borç/öz sermaye oranını oluşturur. Borç/özsermaye oranı yükseldikçe bir taraftan borçların ödeneme olasılığı artarken bir taraftan da öz sermaye kârlılığı artar. Bu oran işletmenin finansal riskini belirler. Finansal riskin artışı öz sermaye kârlılığını yeterince artırmıyorsa işletmenin piyasa değeri düşer. Öz sermaye kârlılığındaki artışa karşılık finansal risk seviyesi değişmiyor ise piyasa değeri yükselir. Bu nedenle borç/öz sermaye oranını finansal riski minimum olacak, öz sermaye kârlılığını maksimum kılacak biçimde tayin etmek gerekir. ((21)

**c. Temettü Dağıtım Kararları :**

Bu kararlar esas olarak temettü dağıtım oranını tayin ederler. Bu oran işletmenin temettü olarak dağıtacağı ve alıkoyacağı miktarları belirler. Şayet pay sahipleri cari olarak dağıtılacak temettüler ile dağıtılmayan kârların yatırımlarda kullanılarak sağlanabilecek değer artışları arasında tercih yapma durumunda iseler, servetlerini maksimum kullabilecek optimum bir temettü dağıtım oranı var demektir.

(19)

J.Fred Weston-Eugene F.Brigham, Managerial Finance, Holt, Rinehart and Winston, (New York-1969) s.15.

(20)

İş riski, işletmenin yatırımlarından beklediği verimi elde edeme olasılığıdır. Bu olasılığın yüksek olması piyasa değerini olumsuz yönde, düşük olması ise olumlu yönde etkiler.

Ayrıntılar için bak : Van Horne, a.g.e., s. 60-61 ve Bayar a.g.e.s.14 vd.

(21)

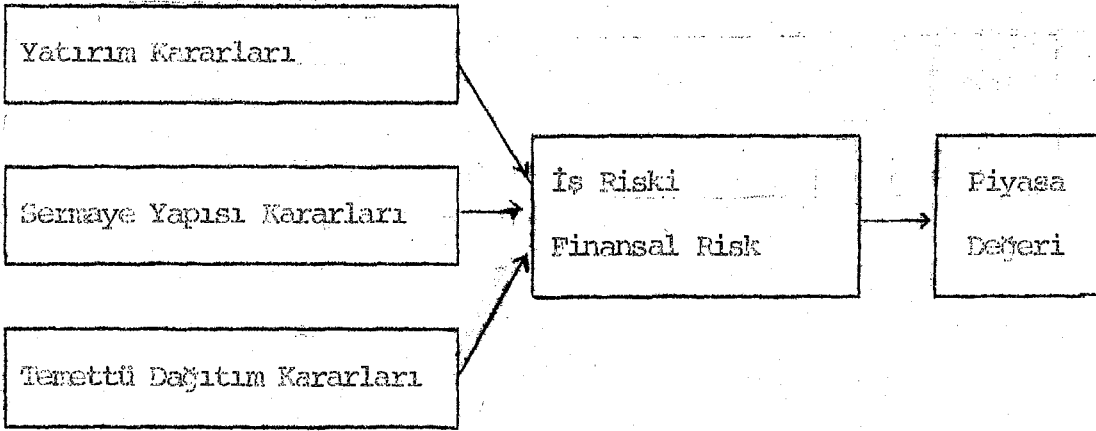
Van Horne, a.g.e., s. 145

Öte yandan, oranın tayininde, ödenecek temettütünün pay sahibine sağlayacağı tatmin ile bu miktarın dağıtılmayarak yeni yatırımlarda kullanılmasının alternatif maliyeti kıyaslanıyor ve buna göre karar veriliyor ise, temettü dağıtım kararlarının işletmenin piyasa değerini etkilemediği söylenebilir ve optimal bir oran söz konusu olamaz.

Özet olarak, yukarıda verilen üç karar türü birlikte işletmenin piyasa değerini belirler. Bu değerini maksimum kılınmasını amaçlayan bir yönetici kadrosu söz konusu kararların optimalitelerini bulmak ister. Ancak, bu kararları aynı anda ele almak ve simultane çözümlü yapmak güç, hatta olanak dışıdır. Bu nedenle söz konusu kararlar ayrı ayrı ele alınıp incelenmektedir.

Bizim çalışmamızın konusu bu karar sahalarından ilk ikisini sabit kabul edip üçüncüsünün yani temettü dağıtım kararlarının, yeni finansman anlayışının belirlediği "işletmelerin piyasa değerinin maksimum kılınması" amacı yönünden ne şekilde olması gerektiğini incelemektir.

Şekil : I



## II. TEMETTÜ POLİTİKASININ FİRMA DEĞERLEMESİ AÇISINDAN

### İNCELEMESİ

Finansman literatüründe temettü politikası konusunda iki görüşleri temsil eden iki ayrı ekol vardır. Bunlardan birincisi Weston Miller ve Franco Modigliani'nin görüşlerinin hakim olduğu ekoldür. Miller-Modigliani Ekolu'nun görüşüne göre, pay sahipleri değer artışı, ya da temettü şeklinde elde edilen verim arasında kayıtsızdırlar. Bu görüşe göre temettü dağıtım oranı pay sahiplerinin servetlerini etkilemez. Çünkü dağıtılacak temettü kadar ortaya çıkacak bir finansman ihtiyacını karşılamak yeni kaynak gerektirir. Bu ihtiyacın borç veya öz kaynaktan derlenmesi halinde ise, işletmenin dağıtılan temettü ile yükselmiş piyasa değeri eski değerine dönüşür.<sup>(1)</sup>

Temettü politikasına ilişkin karşıt görüşleri temsil eden ikinci ekol ise, Myron Gordon ve John Lintner'in öncülüğünde, pay sahiplerinin zaman tercihleri ve risk faktörlerinin değişik olması nedenleri ile temettü ve değer artışı şeklinde elde ettikleri gelirler arasında kayıtsız kalamayacaklarını, ödenecek temettünün şirketin kârlılığının somut bir göstergesi olarak

(1)

- Alexander A. Bobichuk-Stewart C. Myers, Optimal Financing Decisions, Prentice-Hall, (New Jersey-1965) s. 50-51

- Weston-Brigham, a.g.e., s. 390.

- Van Horne, a.g.e., s. 191.

ortakların zihnindeki şüpheyi dağıtacağını, bu nedenle de temettü kararlarının ihmal edilemeyeceğini savunur. Bu görüşe göre işletmenin piyasa değerini maksimum kılacak optimal temettü dağıtım oranı vardır ve finansman yöneticisi, firmanın yatırım olanakları ile birlikte pay sahiplerinin vergi seviyelerini ve cari gelir ihtiyaçlarını dikkate alarak (2) bu oranı tespit etmelidir.

Bu şekilde özetlenebilen iki ayrı görüşün detaylarına inilmesi ve arkalarında yatan varsayımların incelenmesi, hangisinin pratik açıdan daha geçerli olduğunu ve değişen ekonomik koşullara adapte olabilme olanaklarının hangi görüşte ağırlık kazandığını görmek bakımından gerekli olmaktadır.

#### A. Temettü Politikasının Geçersizliği ve Miller-Modigliani (M-M) Görüşü

Temettü kararlarının değerlendirme açısından geçersizliğini ortaya koyan en anlamlı savunma Miller ve Modigliani tarafından 1961 yılında yazılmış olan makaledir. (3) Bu yazarlara göre temettü dağıtımını bir detaydır, pay sahiplerinin zenginliğini etkilemez. Firmanın piyasa değerini, dolayısıyla pay sahiplerinin zenginliğini belirleyen faktör firmanın kazanç gücü, yani yatırım politikasının isabetliliğidir.

---

(2) Weston-Brigham, a.g.e., s. 391.

(3) Weston H. Miller-Franco Modigliani, "Dividend Policy, Growth and The Valuation of Shares", Journal of Business, XXXIV, Ekim 1961, s. 411-433.

Miller-Modigliani (M-M) görüşünün savunmasının başlangıcında geçerli olan varsayımlar şöyle sıralanmaktadır:

- Sermaye piyasasında tam rekabet koşulları geçerlidir. Bütün yatırımcılar rasyonel davranış içindedirler.
- Haberleşme sistemi mükemmel şekilde gelişmiş olup bütün yatırımcılara aynı bilgiyi ücretsiz olarak vermektedir.
- Alım, satım işlemleri için komisyon ya da herhangi bir ücret ödemesi söz konusu değildir.
- Firmanın yatırım politikası sabittir.
- Piyasada tam bir belirlilik söz konusudur. Yatırımcılar firmaların gelecekteki kârlarının ne olacağını bilmektedirler.

Bu varsayımlar altında, pay senetlerinin fiyatları, verimlerinin (temettüt+değer artışı) birbirine eşitliğini sağlayacak şekilde oluşur. Aksi halde, düşük verimli pay senetleri satılarak yüksek verimli pay senetleri alınmak istenir. Bu durumda düşük verimli pay senetleri fiyatları düşer ve verim oranı satılmayı gerektirmeyecek düzeye çıkar.

$D_{jt}$  = (j) firması tarafından (t) zamanında pay başına ödenen temettü,

$P_{jt}$  = (j) firmasının pay senedinin (t) zamandaki birim piyasa fiyatı, ise;

Bu tanımlamalara göre :

$$\frac{D_{jt} + D_{j(t+1)} - P_{jt}}{P_{jt}} = \mathcal{P}_t \quad \text{yazılabilir (1)}$$

$(\mathcal{P}_t)$  aynı risk sınıfı içinde bulunan firmalar için geçerli olan kapitalizasyon oranı olup bütün firmalar için aynı kabul edilebilir.

Yukarıdaki eşitliği şöyle yazmak da mümkündür :

$$P_t = \frac{1}{1 + \mathcal{P}_t} [D_t + P_{t+1}] \quad (2)$$

Ek olarak :

$n_t$  = (t) zamandaki mevcut pay senedi sayısı

$m_{t+1}$  = (t) zamanında  $P_{t+1}$  fiyatı ile satılan yeni pay senedi sayısı

$n_{t+1} = n_t + m_{t+1}$ , verilirse, firma birim pay senedi fiyatından toplam

firma değerine geçmek mümkün olabilir.



Firmanın (t) zamandaki değeri  $V_t$  ile gösterilirse ;

$$V_t = n_t \cdot P_t$$

eşitliği yazılabilir.

Aynı şekilde, (t) zamanda ödenen toplam temettü ise,  $n_t \cdot D_t$ 'ye eşittir.

Yukarıda verilen (2) nolu eşitlik toplam firma değeri açısından yeniden yazılırsa şöyle bir görünüm alır :

$$V_t = \frac{1}{1 + P_t} (n_t D_t + n_t P_{t+1})$$
$$V_t = \frac{1}{1 + P_t} (n_t D_t + V_{t+1} - m_{t+1} P_{t+1}) \quad (3)$$

Eldē edilen eşitliği sözle ifade etmek istersek ; (t) zamandaki pay senetlerinin toplam değeri ; (t) zamanında ödenecek toplam temettülerin (t+1) zamandaki toplam pay senetleri değerine eklenmesi ve bu tutardan (t+1) zamanda çıkarılan yeni pay senetlerinin değerinin düşülmesi ile bulunan tutarın bugünkü değerine eşittir.

Daha önce verilen (2) nolu denklemin bu şekilde ifade edilmesinin amacı, temettü değişkeninin ( $D_t$ ), firma değeri ( $V_t$ ) ile olan ilişkisini daha açık bir şekilde ortaya koymaktır. Nitekim söz konusu eşitliğe göre, temettü dağıtım miktarı, parantez içindeki birinci terimde bulunan  $D_t$  ile direkt olarak firma değerinin belirlenmesinde rol oynar. İkinci terim ( $V_{t+1}$ ) ise, ancak temettü dağıtım politikasının geçerli olması halinde, gelecekte ödenecek temettüler tarafından belirlenir ve bu şekilde dolaylı olarak ( $V_t$ ) nin belirlenmesinde dağıtılan temettü miktarı etken olabilir.

Eşitlikteki sonuncu terim ( $m_{t+1} P_{t+1}$ ), söz konusu dönem içinde satılan yeni pay senetlerinin değerini göstermektedir. Bu terim aracılığı ile dağıtılan temettü miktarı firma değerini ( $V_t$ ) etkileyebilir. Çünkü dağıtılan temettü miktarının yüksekliği oranında ek finansman ihtiyacı artacaktır.

Ancak, görüldüğü gibi temettü dağıtım kararı firma değerini, ( $D_t$ ) terimi ile doğru orantılı, ( $-m_{t+1} P_{t+1}$ ) terimi ile ters orantılı olmak üzere iki ayrı yönde etkilenmektedir. Bu etkiler birbirlerini karşılıklı olarak elimine edecek olurlarsa temettü dağıtım kararlarının firma değeri üzerindeki etkisi de yok olacaktır.

Şayet ;

$I_t$  = (t) zamandaki yatırım seviyesi dolayısıyla fon ihtiyacını,

$X_t$  = (t) zamandaki toplam firma kârını gösterirse; yeni çıkarılacak pay senedi toplam değerinin,

$$m_{t+1} P_{t+1} = I_t - (X_t - D_t)$$

olması gerekir. (4)

Bu eşitlik (3) nolu denklemde yerine konursa, aşağıdaki denklem elde edilir.

$$V_t = n_t \cdot P_t = \frac{1}{1 + P_t} (X_t - I_t + V_{t+1})$$

Görüldüğü gibi denklemde,  $(D_t)$  terimleri birbirlerini götürmüştür. Geride kalan  $X_t$ ,  $I_t$ ,  $V_{t+1}$  ve  $P_t$  terimleri ise  $(D_t)$  değişkeninden bağımsız olarak oluşmaktadır.

Diğer bir deyişle, firmanın cari değerinin belirlenmesinde dağıtılan temettü miktarının hiçbir etkisi olmamaktadır. (4) Temettü dağıtım oranındaki artışın pay sahibine sağladığı kazanç pay senedinin nihai değerindeki azalma ile kaybedilmektedir.

Yukarıda verilen varsayımlar dahilinde temettü dağıtım kararlarının geçersizliğini ortaya koyan M-M görüşünün açıklığa kavuşturulması gereken bir noktası daha vardır. Bu nokta dağıtılan temettü kadar hissedilecek ek finansman ihtiyacının öz kaynaktan, ya da borçlanma ile karşılanması halinde ne olacaktır. Yukarıda verilen açıklamada bu ihtiyacın yeni pay senedi çıkarılarak karşılandığı kabul edilmekte ve dağıtılan temettü ile pay senedi değerinde sağlanan artışın çıkarılması zorunlu yeni payların etkisi ile eski seviyesine döndüğü ispatlanmaktadır. Yeni pay senedi çıkarma yerine borçlanmaya gidilirse ne olacaktır? M-M görüşüne göre ek finansman ihtiyacının borçlanma yolu, ya da öz kaynaktan derlenmesi sonucu etkilemez. Çünkü, borçlanmanın gerçek maliyeti ile öz sermayenin gerçek maliyeti aynı olup firmanın değerlendirilmesi ile sermaye yapısı (borç/öz sermaye) arasında bir bağıntı yoktur. (5)

(4)

Miller-Modigliani, a.g.m., s. 415

(5)

Miller ve Modigliani'nin sermaye yapısı kararları ve firma değeri arasındaki ilişki konusundaki görüşleri şöyledir: "Firmanın bütün borç/öz kaynak oranlarında sermaye maliyeti aynıdır. Optimal bir sermaye yapısından bahsedilemez ve firma değeri sermaye yapısından bağımsız oluşur." (Bak: Miller Modigliani, "Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment", *American Economic Review*, XLVIII, Haziran 1958, s. 261-297. Bu nedenle ek finansman ihtiyacının borç veya öz kaynaktan derlenmesi yukarıda varılan sonucu etkilenmeyecektir.

Miller-Modigliani görüşüne en çok itiraz edilen noktalardan biri, görüşlerinin savunmasını "belirlilik" varsayımı içinde yapmakta olmalarıdır. Bu itirazlara karşılık Miller ve Modigliani "belirlilik" varsayımını kaldırarak temettü dağıtımı ile firma değeri arasındaki ilişkiyi belirsizlik koşulları içinde tanımlamışlar, ancak yine aynı sonuca varmışlardır. (6)

M-M görüşüne göre, gelecek dönemlerin belirsizliklerle dolu olması yukarıda belirlilik varsayımı altında bulunan denklemin değişkenlerini değiştirir. Sadece değişkenler bilinen rakamlarla ifade edilme yerine "tesadüff" (random) niteliğini kazanır.

Söz konusu değişkenlerin belirsizlik koşullarının hakim olduğu bir ortamda değerlendirildiğini ve toplam kazanç ve yatırım seviyeleri eşit olan iki firmanın oluşturduğu bir piyasa düşünülecek olursa, şu eşitlikler yazılabilir: (1 ve 2 firmaları ifade etmekte,  $\sim$  işareti ise değişkenlerin "tesadüff" niteliğini belirtmektedir.)

$$\begin{aligned}\tilde{X}_{1t} &= \tilde{X}_{2t} \quad , \quad t= 0 \dots\dots \infty \\ \tilde{I}_{1t} &= \tilde{I}_{2t} \quad , \quad t= 0 \dots\dots \infty \\ n_{1t}\tilde{D}_{1t} &= n_{2t}\tilde{D}_{2t}, \quad t= 1 \dots\dots \infty\end{aligned}$$

---

(6) Miller-Modigliani daha sonra yaptıkları bir ampirik çalışmada temettü Politikasının, firma değeri üzerindeki etkisinin ihmal edilebilecek kadar az olduğunu kanıtlamaktadırlar. (Bak: Miller-Modigliani, "Some Estimates of The Cost of Capital to The Electric Utility Industry", American Economic Review, LVII. Ekim 1966.

Bu eşitlikler yazıldıktan sonra sorulması gereken soru şudur : Firma 1'in paydaşlarının içinde bulunulan dönemde beklenen gelirleri  $\widetilde{R}_{10}$  nedir ?

$$\widetilde{R}_{10} = \widetilde{D}_{10} + \widetilde{V}_{11} - m_{11} \widetilde{P}_{11}$$

Daha önceki sayfalarda belirtilen (4) nolu eşitliğe göre yeni değişkenler arasındaki ilişki şöyle belirlenir :

$$m_{11} \widetilde{P}_{11} = \widetilde{I}_{10} - (\widetilde{X}_{10} - n_{10} \widetilde{D}_{10})$$

Bu eşitliğe göre :

$$\widetilde{R}_{10} = \widetilde{X}_{10} - \widetilde{I}_{10} + \widetilde{V}_{11} \text{ olur.}$$

Bu denklem Firma 1'in paydaşlarının içinde bulunulan dönemdeki beklenen gelir seviyesini göstermektedir. Aynı varsayımlar altında söz konusu denklemler Firma 2 için de bulunabilir.

$$\widetilde{R}_{20} = \widetilde{X}_{20} - \widetilde{I}_{20} + \widetilde{V}_{21}$$

Bu denklemler karşılaştırıldığında  $\widetilde{R}_{10}$  ve  $\widetilde{R}_{20}$  nin birbirine eşit olduğu görülür.

$$\begin{aligned} \widetilde{X}_{10} &= \widetilde{X}_{20} \\ \widetilde{I}_{10} &= \widetilde{I}_{20} \\ \widetilde{V}_{11} &= \widetilde{V}_{21} \end{aligned}$$

(7)

İlk iki eşitlik çalışmanın başında yapılan varsayımlara dayanır. (V) değişkenlerinin eşitliği ise, "symmetric rationality" şeklinde ifade edilen ve piyasadaki herkesin karşılıklı rasyonel bir davranış içinde olduğu anlamına gelen varsayıma dayanmaktadır. (Ayrıntılar için bak; Miller-Modigliani, a.g.m., s. 280)

Bu eşitlik, paydaşların gelirlerinin cari temettü dağıtım miktarlarından bağımsız olarak oluştuğunu ve verilen belli bir yatırım ve kazanç seviyesinde beklenen değer artışlarının piyasada geçerli olduğu kabul edilen "rasyonellik" ilkesinin sonucu olarak birbirlerine eşitlendiğini göstermektedir. Bu durumda, koşulların belirsiz olması halinde bile işletmelerin değeri dağıtılan temettü miktarından etkilenmemekte sadece beklenen yatırım seviyesi ve kazanç gücüne bağımlı olarak değişmektedir.

Belirsizlikle ilgili olarak ileri sürülen diğer bir husus temettü dağıtım oranında meydana gelen bir değişimin işletmenin piyasa değerini de değiştirdiği hususudur. Bu ilişkinin temettü dağıtımının firma değerini etkilenmesi konusunda ileri sürülen geçersizlik iddiasını değiştirdiği söylenemez. Çünkü, değişen temettü dağıtım oranı yöneticilerin işletmenin kazanç gücünde oluşturduğu bir değişimin sonucudur. Diğer bir deyişle temettü dağıtım oranındaki bir değişim, piyasa değerinin değişmesi için bir fırsat olup bir sebep değildir.

Temettü politikasının geçersizliğini ortaya koymak için yapılan varsayımlardan bir diğeri de piyasada "tam rekabet" koşullarının geçerli olduğu hususudur. M-M görüşü daha sonra bu varsayımı da kaldırmakta ve "eksik rekabet" koşulları altında temettü dağıtımının piyasa değerini etkileyip etkilemediğini incelemektedirler. İleri sürülen itirazlar ve M-M görüşünün cevapları şöyle özetlenmektedir.

Eksik rekabet koşullarının geçerli olması halinde, piyasadaki faaliyetlerde bazı aksak ve rasyonel olmayan davranışlara rastlanılmaktadır.

Örneğin, riskli seven kişiler düşük dağıtım oranını ve buna karşılık yüksek değer artışını seçerken riske katlanamayan kişiler de yüksek dağıtım oranını gelecek dönemlerdeki değer artışlarına tercih etmektedirler. Ancak böyle bir ilişkinin varlığı, temettü dağıtım oranının, pay senedinin piyasa değerini etkilediğini göstermeye yeterli değildir. Her işletme belli bir temettü dağıtım oranını benimser ve bu oranı kabul eden yatırımcıları kendisine çeker. Mevcut oranı kabul eden pay sahibinin kişiliği işletmenin değerini etkilemez.

Piyasada oluşan ve zaman tercihi tarafından belirlenen ancak, temettü dağıtım kararlarının geçersizliğini değiştirmeyen bu aksaklık dışında en önemli husus dağıtılan temettü üzerinden ödenen gelir vergisiyle değer artışı üzerinden ödenen menkul kıymet kazanç vergisi arasındaki farktır. (8)

Bu durumda, yatırımcının yüksek vergi dilimlerine girmesi halinde değer artışı biçiminde elde edilen gelir, temettü dağıtım biçiminde gelen gelire bir vergi farkı üstünlüğü sağlanmaktadır.

(8)

AED'de temettü üzerinden ödenen vergi, mükellefin ait olduğu vergi dilimindeki oran tarafından belirlenir. Değer artışı üzerinden ödenen vergi oranı ise % 25 olup sabittir.



Vergi sisteminin böyle vazedilmiş olması piyasanın yapısal bir özelliğidir. Ancak bu özelliği kişilerin rasyonel olmayan davranışlarını açıklayan temel bir unsur olarak kabul etmek ve bunun sonucunda da kişilerin rasyonel olmadığını söyleyip temettü dağıtım oranının yüksekliğinin piyasa değerini olumlu yönde etkileyeceğini iddia etmek gerçekçi bir görüş olamaz. Tam rekabet koşullarının gerçekçi olmadığını söyleyen ve bu varsayımın kaldırılmasını isteyen görüşlerin iddia ettiği gibi pay senetlerinin piyasa değerlerinin artmasını yüksek temettü dağıtımlarına bağlamak ve bu ilişkinin varlığını da kişilerin yukarıda değinilen rasyonel olmayan kararlarının oluşturduğunu söylemek ise daha gerçekçi olmayan bir varsayımın sonucudur.

Görüldüğü gibi, önce daraltıcı birçok varsayımlarla hareket ederek temettü dağıtımının işletmenin piyasa değerini etkilemediğini ve bu kararların değerleme açısından geçersiz olduğunu kanıtlayan M-M görüşü, daha sonra bazı varsayımları kaldırmakta ve söz konusu geçersizliğin bozulmadığını göstermeye çalışmaktadır.

M-M görüşüne karşı ileri sürülen iddialar özellikle belirlilik ve tam rekabet varsayımlarının geçersizliği konusunda yoğunlaşmaktadır. Miller-

Modigliani ise bu iddialara cevap vermekte ve kendi görüşlerinin teorik yönden olduğu kadar pratik yönden de kabul edilebilir nitelikte olduğunu savunmaktadır.

Ancak, bu karşılıklı iddialaşmaların dışında M-M önerisinin geçerli olmayacağını kanıtlayan daha somut kavramlar mevcuttur. (9) Örneğin, temettü ve değer artışı kazançlarının farklı oranlarda vergilendirilmesi değer artışı şeklinde gelen kazancın yüksek gelir dilimlerinde bulunan pay sahipleri tarafından tercihine yol açmaktadır. Ayrıca firmanın bir yatırımın dağıtılmayan kâr yerine dış kaynaklar ile finanse etmesi dış kaynak temini esnasında ortaya çıkacak ek maliyetleri üstlenmesine sebep olur ki bu da temettünün dağıtılıp dağıtılmaması arasında, diğer değişkenlerin sabit kaldığı kabul edilse dahi, kaynak maliyeti açısından bir farklılık yaratır.

Temettü dağıtımının olmadığı ve pay sahibinin cari gelire ihtiyaç duyduğu hallerde pay senedini satmaya kalkması komisyon ücreti ve benzeri satış masraflarını üstlenmesini gerektirir.

---

(9)

Van Horne, a.g.e., s. 186-188

Bütün bunların dışında, temettü ödemelerinin pay sahiplerinin zihnindeki belirsizlikleri dağıtması, cari gelir ile değer artışı şeklinde uzun dönemde kapitalize edilecek gelir arasında kayıtsız kalınmaması ve ödenecek temettünün firmanın kâr elde ettiğini gösterir en belirgin faktör olması, temettü dağıtım oranının bir optimalitede saptanması (10) gerektiğini ortaya koymaktadır.

#### B. Temettü Politikasının Geçerliliği ve Gordon Modeli

Pay sahiplerinin zaman tercihleri ve risk faktörlerinin değişik olması nedenleri ile temettü ve değer artışı şeklinde elde ettikleri gelirler arasında kayıtsız kalamayacağını savunan Gordon modeli, temettü dağıtımının piyasa değerini etkileyeceğini iddia eder ve optimal bir temettü dağıtım oranının var olduğunu finansman yöneticisinin de buna ulaşmak görevini üstlenmesinin gerekliliğini söyler.

(10)

- Gordon, "Optimal Investment and Financing Policy" ve "The Savings Investment and Valuation of A Corporation", Review of Economics and Statistics, XLIV, Şubat 1962. Yeniden basıldığı yer ;  
Van Horne, Foundations For Financial Management, Irwin Series (Illinois 1966) s. 434-459.
- Salomon, a.g.e., s. 142

Bu görüŖe göre, yatırım sahipleri tüketim harcamaları için gerek duydukları nakdi, sahibi buldukları pay senetlerinden sağlayayı, bu senetlerin değer artışlarından ötürü ileride daha yüksek kâr elde edecek şekilde satma olanaklarının var olduğunu bilseler dahi, tercih ederler. Bu tür yatırımcılar için pay senedine sahip olmanın sağladığı fayda her yıl elde edecekleri belirli miktardaki temettüdür. (11) Firmanın sonsuz bir ömre sahip olduğu düşünülürse, hiç temettü dağıtılmaması halinde, pay senedi piyasa değeri bu yatırımcılara hiçbir mana ifade etmeyecektir.

Bu görüşün savunucularına göre, piyasadaki mevcut belirsizlik kavramı ve eksik rekabet koşulları, pay senedi fiyatlarında dalgalanmalar dolayısıyla bir risk yaratır ve pay senetlerinin istenilen anda nakde dönüŖtürülemezliği, değişik kazanç türlerinin değişik oranlarda vergilendirilmesi gibi özellikler de tercih faktörünü oluşturur. (12)

---

(11)

Benjamin Graham-David L. Doold-Sidney Cottle, Security Analysis. McGraw Hill, (New York-1962) s. 435

(12)

Alexander A. Robichek-Stewart C. Myers, Optimal Financing Decision, Prentice-Hall, (New Jersey-1965) s. 51-54

Bu nedenlerden ötürü, bir işletmenin öz varlık değeri gelecek yıllarda dağıtılacağı beklenen temettülerin belirli bir oranla iskonto edilmeleri sonucu bulunan bugünkü değerlerinin toplamı ile belirlenir.

Şayet :

$P_0$  = İçinde bulunulan dönemdeki pay senedinin piyasa değeri

$D_t$  = (t) zamanda ödenen temettü

k = Kapitalizasyon oranı ise,

$$P_0 = \sum_{t=1}^n \frac{D_t}{(1+k)^t}$$

Bu formüle göre firmanın her yıl aynı miktarda temettü ( $D_t$ ) dağıtacağı ve yatırımcıların bu temettüyü hep aynı kapitalizasyon oranı (k) ile iskonto edecekleri varsayılmaktadır. (13)

Ancak, temettü dağıtım süresinin uzaması ile artan risk karşısında yatırımcıların daha yüksek kapitalizasyon oranı aramaları ve devamlı artan bir hızla büyüyen firmaların her yıl daha yüksek temettü dağıtımları beklenir

(13)

Gordon modelinin başlangıç noktası olan bu formülün esas olarak tanımladığı şey firma büyüme hızını sabit kabul etmesidir. Sabit büyüme hızında dönem karları dolayısıyla dağıtılan temettü aynı olacaktır. Bu durumda formülde ( $D_t$ ) ifadesi doğru olur. (Bak: Gordon, a.g.e., s. 44-54; Robichek-Myers, a.g.e., 62-65; Weston-Brigham, a.g.e., s. 404-407)

Dönem sonu dağıtılabilir kâr (E), alıkonan kâr oranı (b), yatırım verim oranı (r) ile gösterilirse büyüyen firmalar için pay senedi fiyatını veren formül şöyle oluşur :

(t=0) dönemin net kârı ( $E_0$ ) ise, (t=1) dönemi kârı ;

$$E_1 = E_0 + r b E_0 = E_0 (1+r b)^1 \text{ olur.}$$

Firma devamlı gelir temin edeceğine ve bu gelir her yıl büyüme sonucu artacağına göre yukarıdaki formül basit faiz hesaplama esası üzerinden (t) döneminde ki pay başına temettüyü verecek şekilde yazılabilir :

$$E_t = E_0 (1+r b)^t$$

Herhangi bir yıldaki temettü dağıtım miktarı ise,

$D_t = (1 - b) E_t$  olduğuna ve bu denkleme ( $E_t$ ) yerine eşiti konduğunda ;

$$D_t = (1-b)E_0 (1+rb)^t \text{ olur.}$$

Gordon'un tanımına göre pay senedi piyasa değerini veren formül şöyledir :

$$P_0 = \frac{D_1}{(1+k)} + \frac{D_2}{(1+k)^2} + \frac{D_3}{(1+k)^3} + \dots + \frac{D_t}{(1+k)^t}$$

Bu formülde ( $D_t$ ) yerine yukarıdaki eşiti yazılır ise ;

$$P_0 = \frac{(1-b)E_0(1+rb)}{1+k} + \frac{(1-b)E_0(1+rb)^2}{(1+k)^2} + \frac{(1-b)E_0(1+rb)^3}{(1+k)^3} + \dots + \frac{(1-b)E_0(1+rb)^t}{(1+k)^t}$$

$$P_0 = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{(1-b)E_0(1+rb)^t}{(1+k)^t}$$

Bu ifade sabit oranı  $(1+rb/1+k)$  ve ilk terimi  $(1-b)E_0$  olan bir geometrik dizi teşkil eder. Bu dizinin açılımı sonucunda ise ;

$$(1-b)E_0 = D_0$$

$br = g$  (büyüme hızı) eşitlikleri ile

$$P_0 = \frac{D_0(1+g)}{k-g} - \frac{D_1}{k-g} \quad \text{ifadesi elde edilir.}$$

(14)

Burada sabit kabul edilen oranın 1'den küçük olduğu kabul edilir. Aksi halde pay senedi fiyatları eksi çıkacaktır ki bu da olanaksızdır. Oranın 1'den küçük olabilmesi için  $k > rb$  olması gerekir. (Bak: Weston-Brigham, a.g.e., s. 406) Burada verilen geometrik dizinin açılımı ve sonsuz serilerin toplamı,

$$S = \frac{a}{1-r} \quad \text{formülüne göre bulunur.}$$

(Bu formülde  $a =$  ilk terimi,  $r =$  Sabit oranı ifade etmektedir.)

Bu ifadeye göre pay senedinin şu andaki fiyatı, gelecek dönemde ödenmesi beklenen temettünün, kapitalizasyon oranı ile büyüme hızı arasındaki farka bölünmesi ile bulunur. (İfadenin geçerli olabilmesi için  $k > g$  kabul edilir.)

Gordon modeli buraya kadar büyümenin belli dönemler itibariyle kesintili olduğunu (discrete) kabul etmektedir.

Büyümenin devamlı olduğu (continuous) kabul edilirse, hesaplama şekli (15) değişecektir. Ancak, bu farklılık sonucu etkilemeyecektir.

Büyümenin devamlı olduğu kabul edildiğinde ;

$$E_t = E_0 e^{gt} = E_0 e^{rht} \quad \text{olur.}$$

İşletme değerini ifade eden piyasa fiyatı (P) ise, gelecek dönemlerde beklenen temettü dağıtımlarının kapitalizasyon oranı (k) ile iskonto edilmiş bugünkü değerlerinin toplamıdır.

$$P = \int_0^{\infty} D_t e^{-kt} dt$$

(15)

Bu durumda ani faiz olarak nitelendirilen hesaplama şekli kullanılır. Ani faiz hesaplaması ve rantabilite hesaplarında kullanılışı için bak: Osman Yozgat, Finans Matematiği, Nihat Saygı Vakfı Yayınları (İstanbul-1971) s. 63-70



Öte yandan,

$$D_t = (1-b)E_t$$

$E_t = E_0 e^{rbt}$  olduğundan bu eşitlikler yukarıdaki denklemlerde yerine konur ve  $k > rb$  olduğu varsayılarak (aksi halde fonksiyonun entegrali sonsuz olacak ve alınamayacaktır) yukarıdaki fonksiyonun entegrali alınırsa, (16)

$$P = \frac{(1-b)E_0}{k-rb} \text{ bulunur.}$$

$r.b = g$  ve  $(1-b)E_0 = D_0$  olduğundan,

$$P = \frac{D_0}{k-g} \text{ olur ki bu eşitlik yukarıda daha önce bulunan eşitliğin aynısıdır.}$$

Şu halde Gordon'un büyüme modelinde bir şirketin pay senedinin bugünkü değeri, ( $t=0$ ) döneminde elde edilen gelire ( $E_0$ ), öz varlık kapitalizasyon oranına ( $k$ ), ve büyüme hızına ( $rb$ ) ye bağlı olarak belirlenir. Dağıtılmaması kârlarla yatırımların finanse edilmesi kararı firmanın öz varlık değerini en yüksek yapmayı amaç edineceğine göre kârı işletmede bırakma katsayısının,

(16)

Entegral hesaplamalı için bak: Gordon, a.g.e., s. 45 ve Gönemli, a.g.e., s. 72-76.

yani (b)'nin firma değerini en yüksek yapan miktarını belirlemek dağıtılmamış kârlarla finansman kararına çözüm bulmak olacaktır. ( $E_0$ ), (k) ve (r) veri olarak alındıklarında pay senedi değeri kârı işletmede alıkoyma katsayısı (b) ye bağlı olarak değişir. ( $E_0$ ), (k) ve (r)'nin (b)'den bağımsız oldukları varsayılırsa pay senedi değerini en yüksek yapan alıkoyma katsayısı (b), pay senedi değer formülünün türevi alınarak bulunabilir: (17)

$$\frac{dP_0}{db} = \frac{E_0}{(k-rb)^2} \quad (r=k)$$

Türev denkleminin sifıra eşitlenmesi halinde (P)'yi maksimum yapan değer elde edilir.

Denklemden,  $E_0$ , k ve r'nin pozitif, b değerinin ise sıfırla bir arasında olduğu ( $0 < b < 1$ ) kabul edilmektedir. Buna göre, türev denkleminin sifıra eşit olabilmesi için,  $r=k$  olması yani, yatırım verimliliğinin kapitalizasyon oranına eşit olması gerekir. Bu durumda piyasa değeri (P), kârı işletmede alıkoyma katsayısından (b) bağımsız oluşur.

---

(17)

Sarıkamış, a.g.e., s. 42

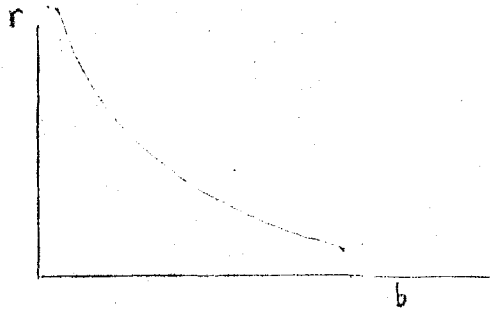
Şayet,  $r > k$  ise, türev denklemi pozitiftir. (Sıfırdan büyük) ve (b) daki bir artış, pay senedinin piyasa değerini artıracaktır.

Şayet  $k > r$  ise, denklem negatiftir. (Sıfırdan küçük) ve (b) daki azalma pay senedi değerini artıracaktır.

Yukarıda yapılan açıklamalardan kabul edilen bir varsayım da (k), (b), (r) birer sabit değer olmaları ve birbirlerinden bağımsız olarak oluşmalarıdır.

Örneğin, artan yatırımlara rağmen yatırım verimi (r) değişmemektedir.

Gerçekte yatırım miktarının artmasının yatırım verimini, azalan verimler kanunu nedeniyle düşürmesi gerekir. Pay senedi değerini maksimum yapan kârı işletmede alıkoyma katsayısı (b) araştırılırken (r) ile (b) arasında bir ilişkinin olduğunun dikkate alınması daha gerçekçi olacaktır. Çünkü yatırım verimi (r), yatırım miktarının (ki bu miktar (b) ile belirlenmektedir) bir fonksiyonudur ve bu fonksiyonel ilişkiyi şöyle göstermek mümkündür :  
(18)



(18)

Weston-Brigham, a.g.e., s. 410-411.

Sonuç olarak,  $r > k$  olması halinde, işletme kârları dağıtılmayıp yatırımlara tahsis edilmelidir. Ancak artan yatırımlar devamlı olarak  $(r)$  yi düşürecektir.  $(r)$  değerinin  $(k)$  değerine eşit oluncaya kadar düşmesi halinde yatırımcı kârın dağıtılması ile dağıtılmaması arasında kayıtsız kalacaktır.  $(r)$  değerinin  $(k)$ 'nın altına düşmesi halinde ise temettü dağıtmamak pay senedi değerini olumsuz yönde etkileyecektir. Demek ki bir firmanın kârı işletmede alıkoyma katsayısı  $(b)$ , yatırım verimini kapitalizasyon oranına eşit kılan dağıtılmamış temettü miktarını veren noktada optimaldir, yani o noktada firma öz varlık değeri maksimumdur. (19)

Bu açıklamalara göre, Miller-Modigliani görüşünün aksine, temettü dağıtım kararları, işletmelerin piyasa değerlerini etkiler. Çünkü piyasa değeri gelecek dönemlerde beklenen temettülerin bugünkü değerlerinin toplamına eşittir ve yatırımcılar temettü şeklinde elde edilen gelir ile değer artışı şeklinde elde edilen gelir arasında gerek belirsizlik, gerekse vergilendime farkı gibi piyasa koşullarının oluşturduğu dışsal faktörler nedeniyle kayıtsız kalamazlar. Bu nedenle piyasa değerini maksimum yapan optimal temettü dağıtım oranından söz etmek mümkündür.

---

(19)

Gordon, a.g.e., s. 48; Ayrıca bak: Sarıkamış, a.g.e., s. 42 vd.

C. Temettü Politikasının Yatırım Kararları İçinde İncelenmesi ve

Walter Formülü

Temettü dağıtım kararlarının bir finansman kararı olarak incelenmesi halinde yatırım kararlarına öncelik tanınır. Bu durumda temettü ödemelerine "pasif artık" (passive residual) gözüyle bakılabilir. (20)

Önce yatırımlar için ne miktarda finansman ihtiyacı olduğu saptanır. Bu ihtiyacın mevcut kârlarla karşılanması yoluna gidilir. Sayet yatırımların finansmanından sonra elde bir kâr artışı var ise bu miktar (21) temettü olarak dağıtılır.

Bu yaklaşım içinde, önce kârlı olan tüm yatırımların eldeki mevcut kârlarla finanse edilmesi işletme değerini yükseltecektir. Yatırımların kârlı olup olmadığını anlamak için yatırım kârlılığı ile yatırımın finanse edileceği fonların maliyeti kıyaslanır. Bu kıyaslamada üç alternatif söz konusu olur :

(1) Yatırım kârlılığı, sermaye maliyetinden küçüktür. ( $r < k$ )

(20)

Ezra Salomon, The Theory of Financial Management, Columbia Univ. Press, (New York-1963) s. 139-140.

(21)

James E. Walter, "Dividend Policies and Common Stock Prices", Journal of Finance, (Mart 1956) s. 32.

(2) Yatırımın kârlılığı, sermaye maliyetinden büyüktür. ( $r > k$ )

(3) Yatırım kârlılığı, sermaye maliyetine eşittir. ( $r = k$ )

Yatırım kârlılığının sermaye maliyetinden büyük olması halinde mevcut kârlar yatırıma sevk edilir, gerekirse dış kaynaklara baş vurulur. Yatırım kârlılığının, sermaye maliyetinden küçük olması halinde, tüm kâr temettü olarak pay sahiplerine dağıtılır. Şayet yatırım kârlılığı sermaye maliyetine eşit ise kârların dağıtılması veya yatırımlara sevk edilmesi sonucu etkilemeyecektir. (22)

"Artık Teorisi" olarak tanımlanan bu yaklaşım J.E. Walter tarafından genişletilerek, temettü dağıtım oranı ile işletmelerin piyasa değeri arasındaki ilişkiler formülleştirilmiştir. (23)

---

(22)

John O'Donnell - Ali Sait Yüksel, "Temettü Politikası Teorisi", Para Bulmanın Seçilmiş Konuları kitabı içinde, Akademi Yayın. (Ankara-1970) s. 124.

(23)

Walter, a.g.m., s. 30-41

Tam rekabet şartları altında çalışan bir sermaye piyasasında farklı temettü dağıtım oranlarına bağlı olarak pay senedi değerini veren formül (Walter formülü) şöyledir :

$$P = \frac{D + \frac{r}{k} (E-D)}{k}$$

P = Birim pay senedi piyasa değeri

D = Birim pay senedine düşen temettü tutarı

r = Yatırım Verimi oranı

k = Sermaye maliyeti

E = Birim pay senedi başına düşen vergi ve faiz sonrası net kâr

Bu formül, (r) ve (k) arasındaki ilişkiler tarafından belirlenen ve yukarıda ortaya konan üç alternatifte, piyasa değerinin maksimum olması için temettü dağıtım kararlarının ne yönde olması gerektiğini ortaya koyar.

#### Alternatif I : (r > k)

Bu alternatifin söz konusu olması halinde, yatırımlar kârlı olduğu için, pay sahipleri, kârların dağıtılmayıp yatırımlara sevk edilmesini ve yatırımların sağlayacağı kârlarla birlikte bilâhara dağıtılmasını tercih ederler. Bu tercihleri ise pay senedi fiyatları üzerine akseder.

Örnek :

$$r = \% 40$$

$$k = \% 20$$

$$E = 400 \text{ TL.}$$

olması halinde, kazancın tamamının yatırımlara sevk edilmesi ( $D=0$ ) ile, (P) en yüksek değerini alır.

$$P_1 = \frac{D_1 + \frac{r}{k} (E-D_1)}{k} = \frac{0 + \frac{0,40}{0,20} (400-0)}{0,20} = 4000 \text{ TL.}$$

Kazancın bir kısmının veya tamamının dağıtılması halinde ise (P) değeri 4000 TL. nin altına düşer.

Şayet,

$$D_2 = 200 \text{ TL. olursa ;}$$

$$P_2 = \frac{D_2 + \frac{r}{k} (E-D_2)}{k} = \frac{200 + \frac{0,40}{0,20} (400-200)}{0,20} = 3000 \text{ TL.}$$

olur.



Sayet,

$D_3 = 400$  olursa, yani kârın tamamı dağıtılırsa ;

$$P_3 = \frac{D_3 + \frac{r}{k} (E-D_3)}{k} = \frac{400 + \frac{0,40}{0,20} (400-400)}{0,20} = 2000 \text{ TL. olur.}$$

Görüldüğü gibi,  $(r > k)$  olması halinde, kârın tamamının yatırımlara sevk edilmesi ile pay senedi fiyatı maksimum olur. Kârın dağıtılan kısmı büyüdükçe piyasa değeri düşer.

Alternatif II :  $(k > r)$

Sermaye maliyetinin, yatırım kârlılığından büyük olması halinde, işletme kârlarının alıkonulup yatırımları finanse etme yerine tamamının pay sahiplerine tenettü olarak dağıtılması gerekir. Böylece pay senedi piyasa değeri (P) maksimum olur.

Örnek :

$$k = \% 20$$

$$r = \% 10$$

$$E = 400 \text{ TL.}$$

$$D_1 = E = 400 \text{ TL.}$$

$$D_2 = 200 \text{ TL.}$$

$$D_3 = 0 \text{ TL.}$$

$$P_1 = \frac{400 + \frac{0,10}{0,20} (400-400)}{0,20} = 2000 \text{ TL.}$$

$$P_2 = \frac{200 + \frac{0,10}{0,20} (400-200)}{0,20} = 1500 \text{ TL.}$$

$$P_3 = \frac{0 + \frac{0,10}{0,20} (400-0)}{0,20} = 1000 \text{ TL.}$$

Görüldüğü gibi ( $k > r$ ) olması halinde, kârın tamamının temettü olarak dağıtılması gerekir. Böylece pay senedi değeri maksimum olur. Ayrılan kârın miktarı artıkça piyasa değeri düşer.

Alternatif III : ( $k=r$ )

Yatırım verimi ile sermaye maliyeti birbirine eşit ise, temettü dağıtım miktarı pay senedi değerini etkilemez.

Örnek :

$$k = \% 20$$

$$r = \% 20$$

$$E = 400 \text{ TL.}$$

$$D_1 = E = 400 \text{ TL.}$$

$$D_2 = 200 \text{ TL.}$$

$$D_3 = 0 \text{ TL.}$$

$$P_1 = \frac{400 + \frac{0,20}{0,20} (400-400)}{0,20} = 2000 \text{ TL.}$$

$$P_2 = \frac{200 + \frac{0,20}{0,20} (400-200)}{0,20} = 2000 \text{ TL.}$$

$$P_3 = \frac{0 + \frac{0,20}{0,20} (400-0)}{0,20} = 2000 \text{ TL.}$$

Görüldüğü gibi temettü dağıtım miktarı ne olursa olsun, piyasa değerinde bir değişim olmamaktadır.

Sonuç olarak, Walter formülüne göre temettü dağıtım kararları yatırım verim seviyelerine bağımlı olarak verilmelidir. Şayet firma kârlı yatırım olanakları ile karşı karşıya ise, temettü dağıtmayarak eldeki mevcut fonlarının tamamını yatırımları finanse etmek için kullanmalıdır. Öte yandan kârlı yatırım olanaklarının olmaması halinde kârın tamamı pay sahiplerine kâr payı olarak dağıtılmalıdır.

D. Maksimum Piyasa Değerini Veren Temettü Dağıtım Oranı

Gerek Gordon modeli, gerekse Walter modeli, piyasa değerini maksimum yapacak temettü dağıtım oranının,  $r > k$  olması halinde bire,  $k > r$  olması halinde sifıra eşit olması gerektiğini,  $r = k$  olması halinde ise temettü dağıtım oranının piyasa değerini etkilemediğini söylemektedirler. Ancak, gerçekte (b) değerinin 0 ve 1'e eşit olabilmesi kadar bu değerler arasında olabileceği olanağı vardır. Piyasa değerini maksimum yapan (b) değerinin 0 ile 1 arasında olması halinde problemi (b) değerini bulmak şeklinde belirlenmektedir. Bu durumda (b) değerinin bulunabilmesi için (r) ile (b) arasındaki ilişkiyi tarif etmek gerekir.

(24)

Diğer bir deyişle, firmanın yatırım verimliliği (r) ile büyüme hızı (r.b) arasındaki ilişki piyasa değerini belirleyecektir.

---

(24)

Eugene Lerner-Willard Carleton, A Theory of Financial Analysis, Harbrace Series, (New York-1966) s. 120

LC fonksiyonu bu ilişkiyi ortaya koymakta ve yatırım verimliliğini, (25) büyüme hızının bir fonksiyonu olarak tanımlamaktadır. Ancak bu fonksiyon tek başına firma değerini maksimum kılan alıkoyma oranını (b) ve bu değeri belirleyen (r) değişkeninin ne olması gerektiğini söyleyememektedir.

Diğer taraftan firmanın temettü akımı, büyüme hızı ve yatırımcıların öngördüğü iskonto faktörü arasındaki ilişkilerin piyasa değerinin belirlenmesi açısından ortaya koyan model de, (r) ve (b) nin, alabilecekleri değerler itibariyle birlikte meydana getirdikleri kombinezonların piyasa değerini ne yönde oluşturacağı konusunda tek başına yetersiz kalmaktadır.

(25)

LC fonksiyonu,  $r = \gamma_0 + \gamma_1 \frac{dA}{A}$  veya  $r = \gamma_0 - \gamma_1$  r.b. şeklinde

ifade olunan ve talep fonksiyonu ile maliyet fonksiyonlarının belirlediği  $\gamma_0$ ,  $\gamma_1$  faktörleri yardımıyla verim oranı (r) ile firmanın varlıkları (A) nın değişmesi arasındaki ilişkiyi gösterir. (Burada firmanın sadece öz kaynak ile finanse edildiği kabul edilmektedir).

Talep fonksiyonu

$$P = a_0 + a_1 Q$$

Maliyet fonksiyonu

$$c = b_0 + b_1 Q \text{ ve Output (Q) ile varlıklar (A)}$$

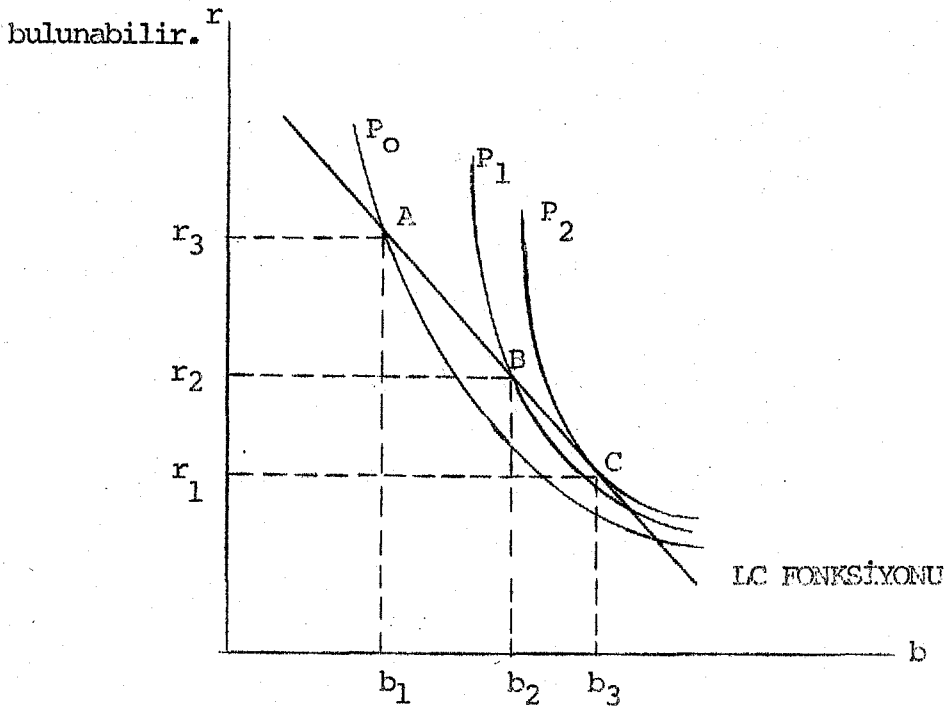
arasındaki ilişki,  $Q = \lambda A$  ise toplam kâr fonksiyonu,

$$\pi = (p-c)Q \text{ veya}$$

$$\pi = (a_0 - b_0) \lambda A + (a_1 - b_1) \lambda^2 A^2 \text{ olur. Türevi alındığında,}$$

Ancak, bu iki fonksiyonel ilişkinin birlikte düşünülmesi halinde,

- maksimum piyasa değeri (P) ve bu değeri veren
- firmanın yatırım verim oranı (r)
- kâr alıkoyma oranı (dolayısıyla temettü dağıtım oranı)



$$\frac{d\pi}{dA} = r = (a_0 - b_0) \wedge + 2(a_1 - b_1) \wedge^2_A \text{ eşitliği yazılır.}$$

Eğer  $(a_0 - b_0) \wedge = \gamma_0$  ve  $2(a_1 - b_1) \wedge^2 = \gamma_1$  denirse ve varlıkların

değişme oranı dikkate alınırsa yukarıdaki formül bulunur. Ayrıntılar için bak: Carleton, a.g.e., s. 80-85.

Yukarıda verilen şekilde  $P_0$ ,  $P_1$  ve  $P_2$  eş fiyat eğrileri  $p = \frac{(1-b)E}{k-br}$  tarafından, LC fonksiyonu ise  $r = \gamma_0 + \gamma_1 b$  tarafından belirlenmektedir. (Fonksiyonu basitleştirmek ve doğrusal ilişkinin varlığını kabul etmek için  $(r.b)$  yerine sadece  $(b)$  alınmaktadır. Bu varsayım LC fonksiyonunun özelliklerini değiştirmedikinden sonucu etkilememekte ancak anlaşımı kolaylaştırmaktadır.)

LC fonksiyonu üç fiyat eğrisini, A,B,C gibi üç ayrı noktada kesmektedir. Bu noktalar sistemin çözüm noktaları olmaktadır. Örneğin,  $b_1$  ve  $r_3$  kombinezonu  $P_0$  fiyatını,  $b_2$  ve  $r_2$  kombinezonu  $P_1$  fiyatını,  $r_1$  ve  $b_3$  ise  $P_3$  fiyatını belirlemektedir. Bu kombinezonlardan verilen LC fonksiyonuna göre, en yüksek fiyat olan  $P_3$ 'ü belirleyeni istenen kombinezondur. Bu kombinezon  $(b_3)$  ve  $(r_1)$  LC fonksiyonuna teğet olan en yüksek eş fiyat eğrisini vermektedir.

Optimal çözümü veren nokta LC fonksiyonu ile eş fiyat eğrilerinin eğimlerinin birbirine eşitlendiği yerde oluşmaktadır.

Bu nokta cebirsel olarak bulunmak istenirse piyasa değerini (P) veren Gordon modelinin denklemindeki (b) yerine (b) nin (LC) fonksiyonundan çıkarılan eşiti konur.

$$P = \frac{(1-b)E}{k-br}$$

$$b = \frac{r-\gamma_0}{\gamma_1 r}$$

$$P = \frac{E - \left( \frac{r-\gamma_0}{\gamma_1 r} \right)}{k - \left( \frac{r-\gamma_0}{\gamma_1} \right)}$$

Bulunan bu denklem, piyasa değerini maksimum yapan (r) değerini verir. (r) değerinin LC fonksiyonunda yerine konması halinde (b) değeri bulunur. İşte bu şekilde oluşan (r), (b) kombinezonu optimal nokta olup firmanın verilen LC fonksiyonuna göre piyasa değerini maksimum yapabilmesi için benimsenmesi gereken temettü dağıtma oranını (1-b) ve bu seviyeye karşı gelen yatırımın verim oranını (r) gösterir.

(26)

Bu işlemlerin detayları Lerner-Carleton'un adı geçen eserinde verilmektedir. Ayrıca söz konusu denklemlerde (E) yerine (rA) ve (k) yerine  $\alpha + \delta$  Var (g) ifadeleri kullanılmaktadır. ( $\alpha$  = risksiz yatırım verimi, svar (g) = yatırım riskini ifade eder) Ayrıntılar için bak : a.g.e., s. 143-145.



III. TEMETTÜ POLİTİKASININ AKTİF ÖZELLİĞİ VE  
DAĞITIM KARARLARINI BELİRLEYEN FAKTÖRLER

Temettü dağıtım kararlarının firmaların değerlendirilmesi yönünden geçerli olup olmadığı konusundaki görüşler bu bölüme kadar ele alınmış ve incelenmiştir. Bunlardan M-M görüşü olarak adlandırılan birinci görüş çeşitli varsayımlar altında temettü politikasının geçersizliğini ortaya koymakta ve pay sahiplerinin temettü ve değer artışı şeklinde kendilerine dönüşen gelir arasında tercihsiz kaldığını iddia etmektedir.

Temettü dağıtımının firma değeri üzerine hiçbir etkide bulunmadığı tezine karşılık pay senedi fiyatlarının dağıtılan temettü tarafından belirlendiği görüşünü benimseyen Gordon modeli uygulamada daha geçerli görünmektedir. Bu modele göre, firma değerini oluşturan temettü dağıtım oranı yatırım fırsatlarının değerlendirilmesinin ışığında incelenmelidir. Çünkü, temettü dağıtım kararları tarafından belirlenen (b) değişkeni öte yandan kapitalizasyon oranını (k) belirler. Bu oran ise firmanın piyasa değerini ortaya koyar. (1)

---

(1)

Robichek - Myers, a.g.e., s. 64.

Uzun vadede izlenecek temettü dağıtım oranını ortaya koymak ve bu oranı firmanın piyasa değerini en yüksek düzeye çıkaracak biçimde oluşturmak temettü politikasının esası olmakla beraber temettü dağıtım kararlarını tek boyutlu olarak sadece temettü dağıtım oranı olarak düşünmemek gerekir. Dağıtım oranı dışında söz konusu amaca ulaşabilmek için diğer bazı unsurların da dikkate alınması öngörülmektedir. İşte temettü dağıtım kararlarının bu unsurlarla birlikte çok yönlü düşünülmesi, yatırım fırsatlarının değerlendirilmesinin yanında ;

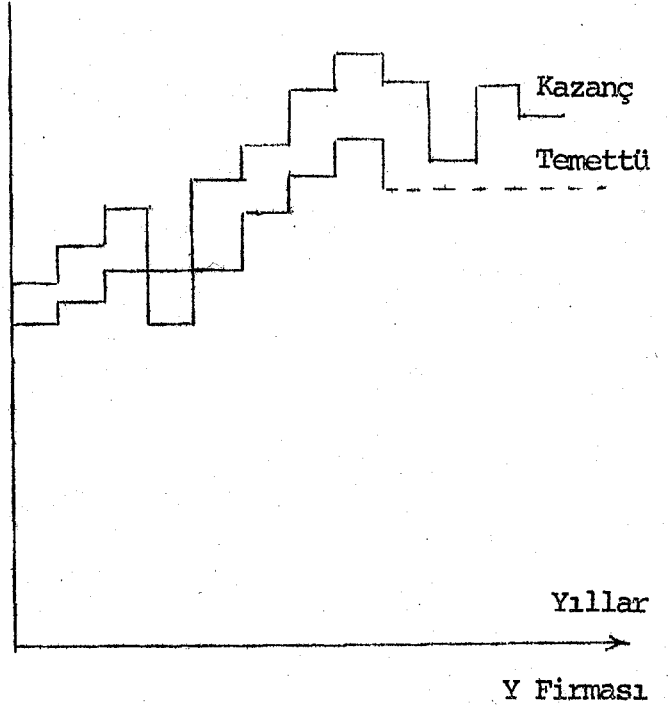
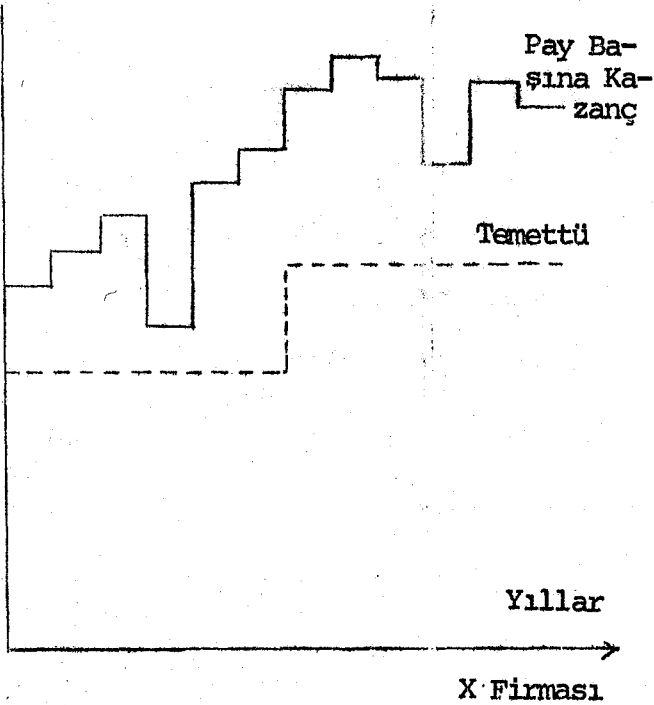
- temettü dağıtımının düzenliliği
- temettü dağıtım türleri
- pay senedi bölünmesi
- pay senetlerinin geri satın alınması
- vergilendirme ve
- likidite, borç alma, kontrol enflasyon, hukuki sınırlamalar

gibi teknik unsurların da dikkate alınma gereği temettü politikasına aktif bir özellik kazandırmaktadır.

Bu özellikten ötürü de temettü dağıtım kararlarının piyasa değerine etkisini yatırım kararları içinde değil de bağımsız bir finansman kararı olarak incelemek zorunluluğu ortaya çıkmaktadır.

#### A. Temettü Dağıtım Oranının Düzenliliği

Firma değerine tesir edebilecek diğer unsurlar sabit kabul edilirse, düzenli temettü dağıtan bir firma dağıttığı temettü miktarı değişen diğer bir firmaya oranla daha fazla değer kazanır. Örneğin, aşağıda verilen iki ayrı şekilde daha düzenli bir dağıtım oranına sahip (X) firması, (Y) firmasına oranla daha yüksek bir piyasa değerine erişmek olanağına sahiptir.



Nitekim TWA (Transworld Airlines) Şirketi finansman müdürünün 1965'lerde yaptığı bir konuşma şöyledir : "Finansman anlayışının sonucu olarak temettü dağıtımının gerekliliğinin biz de farkındayız ve tahmin ediyoruz ki geçen yıllarda olduğu gibi bu yıl da temettü dağıtımını yapacağız."<sup>(2)</sup>

Öte yandan dağıtılan temettü oranının hangi kriter dahilinde istikrar kazanması hususu münakaşa konusudur. Bir görüşe göre, dağıtılan temettü miktarının istikrarlı olması gerekir. Diğer bir görüş ise, dağıtım oranının istikrarlı olması gereğini savunur. Üçüncü bir görüş daha vardır ki bu da, "General Motors" gibi çok düşük miktarda "normal" bir temettü miktarı tespit etmek ve kazancın yeterince yüksek olduğu dönemlerde "extra" temettü dağıtmayı öngörmektir. Bu şekilde hem ortaklar düzenli temettü alırlar, hem de firma devamlı düşük seviyede kalarak kötü dönemlerdeki "temettü ödeyeme" riskiyle karşılaşmaz. İyi dönemler ise "extra" temettüler ile ortaklara bildirilir.<sup>(3)</sup>

(2)

Walter, a.g.e., s. 19.

(3)

Bizde bu uygulamayı yapan kuruluşlara örnek olarak bazı bankalar gösterilebilir. Öte yandan ülkemizdeki uygulamada sözü edilen temettü dağıtım oranı ileride açıklanacağı gibi ödenmiş sermaye üzerine dağıtılan oranı gösterir. Kazanç seviyesiyle ilgili değildir. Bu nedenle ödenmiş sermaye değişmedikçe dağıtım oranı ve dağıtım miktarı aynı şeyi ifade eder ve sabittirler.

Aşağıdaki tablo, temettü dağıtım oranının yıllar itibariyle ABD'de gösterdiği seyir düzenliliği konusunda fikir verecek niteliktedir :

TABLO : I

(Milyar dolar olarak)

Yıllar	Vergi Sonrası Firma Kârları	Temettü	Dağıtım Oranı (%)
1929-1939	31.2	41.5	133
1940-1945	58.7	26.3	45
1945-1950	110.8	39.5	36
1950-1955	134.1	54.7	41
1955-1960	157.7	71.1	45
1960-1965	249.5	116.3	47

Kaynak : "Economic Report of The President",  
(Washington D.C.; US Government Printing  
Office, 1967), s. 290'a atfen Weston-Brigham,  
a.g.e., s. 376.

Öte yandan, Türkiye'de yapılan bir araştırmaya göre, 1967-1968 yılları itibariyle dağıtılan temettü oranlarının dağılımı şöyle bulunmuştur :

TABLO : II

Temettü Dağıtım Oranı (%)	1967 (%)	1968 (%)
0	27.94	40.57
5 ve daha az	4.27	5.52
6 - 8	3.20	4.05
9 - 10	4.98	4.27
11 - 13	2.85	3.56
14 - 16	3.38	3.02
17 - 20	3.38	4.27
21 - 25	2.14	2.85
26 ve daha fazla	10.14	10.50
Cevapsız	37.72	21.35
<b>TOPLAM</b>	<b>100.00</b>	<b>99.96</b>

Kaynak : Tuğrul Ansay, Türk Anonim Şirketleri,  
Banka-Ticaret Hukuk Araştırma Enstitüsü  
Başnur Mat., (Ankara-1971) s. 229

Bu tablolar makro seviyede nispeten düzenli bir temettü dağıtımının varlığını ortaya koymaktadır.

Düzenli temettü dağıtımının piyasa değeri üzerindeki olumlu etkisi firma yapısına göre değişmektedir. Örneğin, gelişmiş ve kendini her yönüyle kabul ettirmiş firmalar için hedef bir oranın tayini ve bu oranın gerçekleştirilmesi istenebilir. Halbuki, büyüme potansiyeli olan firmalarda düzenli bir temettü dağıtım yerine isabetli yatırım sahalarının seçimi veya yeni kurulmuş bir firmada dağıtılmayan temettülerin öz sermayeye eklenerek finansman ihtiyaçlarının karşılanmasına öncelik tanınması tercih edilebilir.

Diğer bir deyişle, temettü dağıtımının düzenliliği ile firma değeri arasındaki ilişki firmanın piyasadaki durumuna göre üç ayrı şekilde ele alınmalıdır.<sup>(4)</sup>

1. Gelişmiş firmalar
2. Gelişmekte olan firmalar
3. Yeni kurulmuş firmalar

---

(4)

Walter, a.g.e., s. 24 - 39

1. Gelişmiş Firmalar : Gelişmesini tamamlamış ve kendi piyasa yapısı içinde belli bir düzeye çıkmış firmalar için belli bir hedef dağıtım oranı koymak ve temettüleri bu oranı realize edecek şekilde dağıtmak gerekir. Burada hedef dağıtım oranı ile kastedilmek istenen şey, firmanın gelecek dönemlerde planlanan yatırımlarını finanse edecek şekilde kârların dahilinde kullanılmasını sağlayacak ve kazanç ile temettü arasındaki ilişkiyi uzun vadede düzenli kılacak bir orandır.

John Lintner'e göre gelişmiş firmaların temettü dağıtım politikaları aşağıda verilen bir denklemle tanımlanabilir :<sup>(5)</sup>

$$D_t = D_{t-1} - C (RE_t - D_{t-1})$$

Bu denklemde ;

$D_t$  = (t) zamanda ödenen temettü

$D_{t-1}$  = (t-1) zamanda ödenen temettü

R = hedef dağıtım oranı

$E_t$  = (t) zamanda kazanç

C = hedef oranla, gerçekleşmiş oran arasındaki eşitliği sağlayan katsayı

---

(5) John Lintner, "Distribution of Incomes of Corporations Among Dividends, Retained Earnings, and Taxes", American Economic Review, Cilt 46 (Mayıs 1956) s. 97-113'e atfen Walter, a.g.e., s.24.



Ancak, bu denklemi benimseyen gelişmiş bütün firmaların temettü dağıtım politikalarının aynı olduğunu söylemek olanak dışıdır. Örneğin, yıllar itibariyle temettü dağıtımını değiştirme arzusunda olmayan bir firma düşük bir eşitleyici katsayı (C) gerektirecektir. Öte yandan temettü dağıtım oranını devamlı olarak hedef orana eşitlemek isteyen bir firma ise hemen hemen bire yakın bir katsayıya (C) ihtiyaç duyacaktır.

Temettü dağıtımında gerek duyulacak düzeltmelerin pozitif veya negatif yönde olması ve katsayısının büyüklüğü ( $RE_t$ ) ile ( $D_{t-1}$ ) arasındaki ilişkiye göre değişir.

Şayet,

$RE_t > D_{t-1}$  ise düzeltme negatif

$RE_t < D_{t-1}$  ise düzeltme pozitif

yönde olmalıdır. Diğer bir deyişle, düzeltici katsayısı (c),  $RE_t$  ile  $D_{t-1}$ 'in bir fonksiyonu olmaktadır.

Söz konusu modelde diğer önemli bir husus da hedef oranların tespitidir. Bunun için firma önce gerek satışları, gerekse kazanç seviyesi

için bir büyüme hızı (g) ve belli bir borç/toplam kaynak oranı (h) tayin etmelidir. Öte yandan ;

$$\text{Varlık devir hızı (v)} = \frac{\text{Yıllık Satışlar}}{\text{Net Sabit Varlıklar}}$$

$$\text{Kâr Marjı (p)} = \frac{\text{Net Kâr}}{\text{Yıllık Satışlar}}$$

ve net işletme sermayesi ile net sabit varlıklar arasında sabit bir ilişki (c) söz konusu ise,

$D = bE - c \Delta I$  olur. (Bu denklemde  $\Delta I$  net sermaye harcamalarını göstermekte ve

$$c = 1 + \frac{\text{Net İşl. Serm. Artışı}}{\text{Net Sabit Varlık Artışı}} \quad b = \frac{1}{1-h} \quad \text{olmaktadır})$$

Öte yandan,

$$I = \frac{g}{v} S \text{ dir. (S= Yıllık Satışlar)}$$

$$E = pS \text{ olduğuna göre ;}$$

$$D = bpS - \frac{cg}{v} S \text{ olur.}$$

Böylece hedef dağıtım oranı ;

$$\frac{D}{E} = b - \frac{cg}{vp} \text{ olur.}$$

Şayet (b) ve (c) bir'e eşitse denklem ;

$$\frac{D}{E} = 1 - \frac{g}{vp} \text{ şeklini alır}$$

Bu denkleme göre hedef dağıtım oranı, büyüme hızı ile yatırılan sermayenin verimi (vp) arasındaki oranla ters yönde değişir. Bu oran büyüdükçe hedef dağıtım oranı küçülür. (6)

(6)

John A. Brittain, Corporate Dividend Policy,  
The Brookings Inst. (Washington - 1966)  
Bölüm 2'ye atfen Walter, a.g.e., s. 24-26.

Konuyla ilgili rakamlı bir örnek vermek istenirse önce net kâr marjını (p), varlık devir hızını (v), net çalışma sermayesi oranını (c) ve borç/toplam kaynak oranını (h) bilmek gerekir.

$$p = 0,14$$

$$v = 1$$

$$c = 1$$

$$\frac{1}{1-h} = b = 1.11$$

$$g = \% 3.5$$

$$\frac{D}{E} = 1.11 - \frac{2 \cdot 0,035}{0,14} = 0.61$$

Görüldüğü gibi, hedef dağıtım oranı % 61'dir. Firma gerçek dağıtım oranını bu orana yaklaştırırsa, verilen büyüme hızını ve dağıtılmayan kârlarla yatırımlarını finanse etme olanaklarını önceden tayin edilmiş şekilde gerçekleştirmiş olacaklardır. (7)

Sonuç olarak, gelişmiş firmalarda benimsenen hedef dağıtım oranının, firmanın faaliyet gösterdiği iş koluna, büyüme hızına, finansal yapısına, nakit akımına, kâr marjına, ve varlık devir hızına bağlı olarak değiştiğini söylemek mümkündür.

(7)

E. Kuh, Capital Stock Growth : A Micro-Econometric Approach, North Holland Publishing Co., (Amsterdam-1963), s. 18'e atfen Walter, a.g.e., s. 26.

2. Gelişmekte Olan Firmalar : Gelişme potansiyeli olan firmalar temettü dağıtım oranının düzenliliği konusunda kendilerini özel bir kategoriye sokarlar. Bu tür firmalar için temettü dağıtım oranının düzenliliği yerine kâr alıkoyma oranının düzenliliği daha önemlidir. Yöneticilerin düşük temettü ödemelerini haklı kılmak için ileri sürdükleri iddialar "Texas Instruments" firmasının başkanının şu sözleri içinde özetlenmektedir :

"Yeniden yatırıma sevk edilen kârlar, pay sahiplerine dağıtılan temettülerden daha yüksek verim sağladığı müddetçe, düşük temettü politikasını benimsemeye devam edeceğiz. Şüphesiz, bir yıl içinde satışlarımızı ve kazancımızı iki misline çıkardığımız zaman takip ettiğimiz politikanın geçerliliği anlaşılacaktır".<sup>(8)</sup>

Öte yandan "Air Products" firmasının ve "Seeburg" firmasının başkanlarının sözleri de aynı niteliktedir :

"Kârlarımızın yatırılabilmesi o kadar çok cazip yatırım sahaları mevcuttur ki firma temettü dağıtmamayı tercih etmektedir."<sup>(9)</sup>

(8)

Wall Street Journal, Ağustos 25, 1959'a atfen Walter, a.g.e., s. 39.

(9)

Wall Street Journal, 3 Kasım 1960'a atfen Walter a.g.e., s. 39

"Biz büyümekte olan bir firmayız ve inanıyoruz ki temettü dağıtma yerine kârların yeni yatırımlara sevk edilmesi uzun vâdede herkesin menfaatine olacaktır."<sup>(10)</sup>

Aynı şekilde, 1957 yılı genel kurul toplantısında o güne kadar neden temettü dağıtılmadığını izah etmeye çalışan "TXL Oil" firması başkanı da şu sözleri sarfetmektedir :

"Biz uzun dönemi içeren bir işletmeye sahibiz. Henüz araştırma safhasında olan işletmemizin gelişmesi için gerek duyulan paranın temettü olarak dağıtımını tedbirsizlik ve basiretsizlik örneği olacaktır. Eminim ki firmanın büyüme hızını kesmeyecek kârlılık düzeyine erişildiğinde bir şeyler yapılacaktır."<sup>(11)</sup>

3. Yeni Kurulmuş Firmalar : Yeni kurulan firmaların ne zaman temettü dağıtmaya başlayacakları ve ne zaman dağıtım oranını düzenli bir hale getirecekleri konusunda karar vermek oldukça güçtür. Temettü dağıtım oranını belirleyecek faktörlerin başında ise büyüme hızı, kâr marjının yüksekliği, borç-öz sermaye ilişkisi gelmektedir.

(10)

Wall Street Journal, 25 Şubat 1959'a atfen Walter a.g.e., s. 39

(11)

Walter, a.g.e., s. 39

Genellikle temettünün nakit yerine pay senetleri ile ödenme eğilimi yeni kurulmuş firmalarda önem kazanmakta böylece likit sıkıntısının hissedildiği ve yeni yatırımlar için fon ihtiyacının ortaya çıktığı kuruluş dönemleri geçiştirilmekte ve nakit temettü ödemeleri ileri (12) tarihlere atılmaktadır.

Örneğin, "Bestwall Gypsum" firması temettü dağıtmak için kuruluşundan itibaren 8 yıl beklemiştir. Ancak, piyasa durumu kuvvetlendiği ve nakit durumları düzeldiği zaman o da % 3 oranında pay senedi olmak üzere temettü dağıtmayı öngörmüştür. (13)

Aynı şekilde 1928 yılında kurulan Raytheon firması gelir seviyesi 500 milyon doları aştığı 1964 yılına kadar temettü dağıtmamıştır. Dağıtılmayan temettü ile yüksek bir büyüme hızı ve kuvvetli bir finansal yapı gerçekleştirilmiştir. (14)

---

(12) Nakit yerine pay senedinin temettü olarak dağıtımı ileride daha geniş kapsamlı ele alınmaktadır.

(13) a.g.e., s. 38

(14) a.g.e., s. 39

"Zurn Industries" ise ilk nakit temettü ödemesini 1964 yılında yapmış yöneticileri gerekçe olarak da "kazanç seviyesinde öngördüğümüz gelişme ve kârlı yatırım fırsatlarının değerlendirilmesi bize ancak 1964 yılından itibaren temettü dağıtım olanağını vermektedir" demişlerdir.  
(15)

Özet olarak düzenli bir temettü dağıtım politikası piyasa değerini olumlu yönde etkilemektedir. Ancak, yeni kurulmuş ve gelişmekte olan firmaların temettü dağıtım oranlarının düşük ve düzensiz olması pay sahiplerinin kârlarını yeni yatırımlarda kullanılarak uzun vadede daha avantajlı duruma geçmeleri düşüncesiyle savunulmakta ve haklı gösterilmeğe çalışılmaktadır.

Düzenli temettü dağıtımının yatırım sahipleri tarafından düzensiz bir dağıtım oranla daha yüksek değerlendirilmesi belli başlı üç faktöre bağlanmaktadır.  
(16)

---

(15)

Wall Street Journal, 10 Haziran 1964'e atfen Walter, a.g.e., s. 39

(16)

- Weston-Brigham, a.g.e., s. 383-384.
- Van Horne, a.g.e.s. 197-198.



1. Düzenli temettü dağıtımı, pay sahiplerini firmanın kârlılığını konusunda aydınlatmaktadır. Devamlı ve aynı seviyelerde dağıtılan temettüleri pay sahiplerinin kafalarında oluşan belirsizliği ortadan kaldırmayı mümkün kılabilir. Düzenli dağıtımı amaç edinen bir firmanın kazancının düştüğü yıllarda dahi temettü dağıtması, piyasadaki güveni artıracak ve pay sahiplerinin firma hakkındaki düşüncelerini olumlu yönde etkileyecektir. İleride kazanç seviyesindeki düşmelere rağmen firmanın yine aynı temettüyü dağıtması ve piyasayı bu şekilde aldatması uzun süremez.

Dolayısıyla düzenli bir şekilde temettü dağıtan firma uzun vadede kazancını belli bir seviyede tutacağına inanmakta ve bu inancını temettü dağıtım politikasındaki düzenlilik derecesine göre pay sahiplerine ulaştırmaktadır.

2. Düzenli temettü dağıtımının piyasa değerini olumlu yönde etkilemesinin diğer bir nedeni, gelecek dönemlerde daha yüksek bir seviyeye ulaşsa dahi, cari gelirin tercih edilmesidir. Bazı pay sahipleri geçinmelerini düzenli bir şekilde kendilerine dönen temettüler ile sağlama yoluna gitmektedirler. Bu tür düşünceler devamlı olarak aynı seviyelerde temettü dağıtan firmaların piyasa değerinin yükselmesine yol açmaktadır.

3, Düzenli temettü dağıtımının piyasa değeri üzerindeki olumlu etkisini belirleyen üçüncü faktör "tercihli pay senetleri listesi"ne dahil olabilmek için kesintisiz temettü dağıtım şartının aranmasıdır. Özellikle batılı ülkelerde, yatırım bankaları, sosyal sigorta, emekli sandığı ve benzeri kuruluşların yatırımları söz konusu "tercih listesi" ne girmiş firmaların pay senetlerine olmaktadır. (17) Biraz önce de belirtildiği gibi, kesintisiz olarak düzenli temettü dağıtım bu listeye girme kriteri olarak en ön sırayı işgal etmektedir. Listede bulunan pay senetlerinin güvence sınırlarının yüksek kabul edilmesi ise, piyasa değerini olumlu yönde etkilemektedir.

---

(17)

Weston-Brigham, a.g.e., s. 384.

B. Temettü Ödeme Şekilleri ve  
Pay Senedi Bölünmesi

Temettü politikasına aktif özellik kazandıran diğer önemli bir husus da temettü ödeme şekilleri arasında seçim yapmaktır. Nakit ödeme yerine bazı hallerde temettü olarak ek pay senedi verilmesi söz konusu olmaktadır. Firmaların hangi hallerde nakit temettü, hangi hallerde senet temettü (stock dividend), ya da diğer temettü ödeme şeklini benimsemesi konusu, temettü politikası çerçevesi içinde düşünülmelidir. Öte yandan, ekonomik sonuçları itibariyle senet temettü ile aynı şey olan sadece muhasebe kayıtları bakımından farklılık gösteren (pasif mübadele) pay bölünmesi (stock splits) de, temettü kararları içine girmesi gereken diğer bir alternatiftir. (18)

1. Temettü Olarak Pay Senedi - Senet Temettü (Stock Dividends) :

Senet temettü kısaca, ortaklara dağıtılan ek pay senetleri olarak tanımlanabilir. Diğer bir deyişle, firmanın daha önceleri alıkoyduğu kârının bir kısmını sermaye hesabına alarak sermayenin artırılması ve artan sermaye miktarında mevcut ortaklara payları ora-

(18)

C.A. Barker, "Evaluation of Stock Dividends",  
Harvard Business Review, XXXVI (Haziran-Temmuz  
1958) s. 99 - 114.

nında bedel karşılığı olmaksızın pay senedinin dağıtılması, yani firmanın yeniden kapitalize (recapitalization) edilmesidir.

Diğer bir deyişle, bilançodaki mevcut yedeklerin ve daha önce kanunî yedeklere dönüştürülmeleri şartı ile gizli yedeklerin nominal sermayeye katılma isteğinin belirlenmesi halinde, pay sahiplerinin payları oranında ek (parasız) pay senedi almaları söz konusu olur. Ancak, daha önce de belirtildiği gibi, bu tür bir işlem bilançodaki yedekleri azaltır, sermayeyi artırır, fakat ne ortakların, ne de şirketin varlıklarına yeni bir katkıda bulunur.

---

(19)

Ali Sait Yüksel, Para Bulma ve Kredi İşleri, (İstanbul-1973) s.327.

Örneğin, senet temettü dağıtmadan önce bir şirketin öz sermaye yapısı şöyle olsun :

Öz sermaye (1.000 TL.lık 40.000 adet)	40.000.000
(20)	
Sermaye fazlası (capital surplus)	15.000.000
Yedekler	20.000.000
	<hr/>
TOPLAM :	75.000.000

Söz konusu firma % 10 senet temettü dağıtacak olursa ve pay senetlerinin piyasa değeri 2.000 TL. ise, öz sermaye yapısının yeni görünümü şöyle olacaktır :

Öz sermaye (1.000 TL.lık 44.000 adet)	44.000.000
Sermaye fazlası (capital surplus)	19.000.000
Yedekler	12.000.000
	<hr/>
TOPLAM :	75.000.000

(20)

Sermaye fazlası esas itibarıyla pay senetlerinin nominal değerlerinin üstünde satılması nedeni ile ortaya çıkar. Pay senetlerinin nominal değerlerinin üstünde satılması yani, prim yapması ise firma içi kararların isabetliliğine bağlıdır. Bak :

- H.A. Finney-Herbert E. Miller, Principles of Accounting, Prentice-hall (New Jersey-1963) s. 128 ;
- Frederick Amling, Investments An Introduction to Analysis and Management, Prentice-Hall (New Jersey-1970) s. 199-220.

Mevcut pay senedi sayısının % 10'u olan 4.000 ek pay senedinin ortaklara dağıtılması öz sermaye değerini 4.000.000 TL. (4.000 x 1.000 TL.) artırmış bu değer artışı yedeklerden gelmiştir. Öte yandan 1.000 TL. nominal değeri olan pay senedi 2.000 TL. na alıcı bulabildiği için ortaklara dağıtılan ek pay senetleri sermaye fazlasında da bir artışa yol açmıştır. (4.000 x 1.000 TL.). Yine bu artış da yedeklerden gelmiştir.

Görüldüğü gibi, dağıtılan senet temettüleri toplam öz sermaye yapısını değiştirmemekte sadece dağıtılmamış kârların (yedeklerin) sermaye hesabına aktarılmasını gerektirmektedir.

Bu işlemler sonucunda pay senedi sayısındaki artış nedeniyle pay başına düşen kazanç azalır. Ancak eldeki pay sayısı arttığından ortaklara isabet eden kazanç miktarı aynı kalır. Örneğin yıllık kazancın 20 milyon TL. olması halinde pay başına düşen kazanç senet temettü dağıtılmadan ve dağıtıldıktan sonra şöyle olacaktır :

Dağıtılmadan önce :

$$\frac{20.000.000}{40.000} = 500 \text{ TL.}$$

Dağıtıldıktan sonra :

$$\frac{20.000.000}{44.000} = 456 \text{ TL. olur.}$$

Pay başına kazançta meydana gelen bu düşme eldeki pay senedi sayısındaki artışla karşılanır ve sonuçta pay sahibinin kazanç değişmez.

Görüldüğü gibi, nakit temettü yerine senet temettü dağıtılması halinde pay sahiplerinin durumlarında bir değişme yoktur. Çünkü, firmanın piyasa değerini etkileyen diğer faktörlerde bir değişme olmadığı varsayıldığında dağıtılan senet temettü bir yandan mevcut pay senetlerinin sayısını artırırken öte yandan piyasa fiyatını düşürmektedir. Sonuçta ise, pay sahiplerine sağlanan menfaatler aynı olmaktadır.

Örneğin, 100 pay senedine sahip bir ortak dağıtımdan önce ;

$$100 \times 500 = 50.000 \text{ TL.}$$

bir kazançta sahiptir.

Dağıtımdan sonra ise, 100 pay senedi 110'a çıkacak ancak, pay başına kazanç sonuçta ortağa düşecek payı 50.000 TL.'nda tutacak şekilde azalacaktır.

$$110 \times 456 = 50.000 \text{ TL.}$$

Ancak, dağıtılan senet temettülerin ortaklar nezdinde bazı olumlu (21) tesirleri vardır. Bu olumlu tesirler şöyle özetlenebilir :

- Her şeyden önce dağıtılan senet temettüler psikolojik bir fayda sağlar. Ortaklar cari gelirlerini artırmak istiyorlar ise eski pay senetlerini muhafaza ederek yeni senetleri satabilirler ve bu şekilde senet temettüleri nakit hale dönüştürebilirler. Ayrıca, bu şekilde elde edilen kazancın, gelir vergisine tabi olan nakit temettü şeklindeki kazançtan daha düşük oranda vergilendirilmesi halinde, pay sahipleri daha kârlı duruma geçerler. Örneğin 500 TL. nakit temettü alan bir pay sahibi bunun üzerinden % 60 gelir vergisi ve aynı değerde senet temettü alması halinde % 25 menkul kazanç vergisi ödüyorsa 500 TL.'nin % 35'i kadar kârlı olacaktır.

---

(21)

Van Horne, a.g.e., s. 204; Weston-Brigham, a.g.e., s. 394 ;  
Amling, a.g.e., s. 173-174.



Her iki durumda da aynı geliri elde edebilmesi için alacağı senet temettünün değeri (S) ;

$$500 (1-0,60) = S(1-0,25)$$

(22)

denkleminde göre 240 TL.'na kadar düşebilir.

- Senet temettüleri, firmanın dağıtımdan önce izlediği nakit temettü dağıtım oranını dağıtımdan sonra da muhafaza etmesi halinde ortakların nakit gelirlerini artırır. Örneğin, 100 pay senedi olan bir ortak pay başına 100 TL. nakit temettü almaktadır. Firma % 5 temettü dağıtım yapacağını ve aynı zamanda pay başına düşen nakit temettü oranını değiştirmeyeceğini açıklamıştır. Bu durumda pay sahibi 105 pay senedi-ne sahip olacak, ayrıca 10.000 TL. yerine 10.500 TL. nakit temettü alacaktır.

---

(22)

Ancak bu tür bir işlemin doğurduğu yeni vergi yükleri, uygulamada bu yola baş vurulmasını sınırlandırmaktadır. Bu nedenle batılı ülkelerde zaman zaman ekonomik bir düzenleme ve "normalleşme"yi mümkün kılacak vergi kolaylıkları getiren kanunlar çıkarılmakta ve itibarî sermaye artırımları vergiden istisna edilmektedir. Bak: Ali Sait Yüksel, a.g.e., s. 327.

Bu durumda senet temettü dağıtımını pay sahiplerine dağıtılan nakit  
(23)  
temettü toplamını artırmıştır.

- Senet temettü dağıtımının pay sahipleri nezdindeki diğer önemli bir yönü de firmanın gelecek dönemlerdeki kazanç seviyesinde artış beklediğini simgelemesidir. Genellikle batı uygulamasında büyüme potansiyeli olan firmalar senet temettü dağıtımına gitmektedirler. (24)  
Dağıtılan senet temettüleri önceleri pay başına düşen kazancı azaltmaktadır. Ancak, bu dağıtım esnasında ileri sürülen husus gelecek dönemlerdeki kazanç seviyesinde meydana gelecek artışın, pay başına düşen kazançtaki azalmayı giderecek kadar fazla olacaktır.

Öte yandan senet temettü dağıtımını firmaya da birçok avantajlar sağlar. Bu avantajlar ise şöyle özetlenebilir. (25)

(23)

Bu konuda yapılan bir ampirik çalışmaya göre ; senet temettü dağıtımının piyasa değeri üzerindeki etkisinin olumlu olabilmesi için nakit temettüde bir artış meydana getirmesi gerekmektedir. (Bak: Barker, a.g.m., s. 113-114)

(24)

Amling a.g.e., s. 173-174.

(25)

Van Horne, a.g.e., s. 204.

- Senet temettü dağıtımı halinde firmalar nakit sıkıntısına gimezler. Aksi halde dağıtılacak nakit temettü bir taraftan yatırım fırsatlarının değerlendirilmesinde kullanılacak fon kaynaklarını daraltırken öte yandan firmanın nakit ihtiyacını artırır. Dağıtılan senet temettüye karşılık nakit temettü dağıtım miktarını aynı seviyede tutmak pay başına düşen kazancı azaltacaktır. Buna karşılık alıkonan kâr payı yükselecek ve eğer bu pay iyi bir şekilde değerlendirirse uzun dönemde pay sahipleri kazançlı çıkacaktır.

"Commonwealth Edison" firmasının 1958'lerde uyguladığı temettü politikası oldukça değişik bir görünümde idi. (26) Bu firma prensip olarak tüm kazancını nakit, ya da senet temettü şeklinde ortaklarına dağıtmayı kabul etmiştir. Nitekim sabit bir nakit temettü dağıttıktan sonra kazancı ile dağıtılan nakit temettü arasındaki farkı ise senet temettü şeklinde ödemekte idi. Böyle bir politikanın arkasında yatan neden ise artan kazanç seviyesini senet temettü şeklinde ortaklarına dönüştürmek ve alıkonan nakit temettü seviyesini artırarak yeni yatırımların finansmanında kullanmak idi.

(26)

Walter, a.g.e., s. 16-17.

- Senet temettülerin gerçek anlamda firmaya yarar sağlaması ise mevcut yatırım olanaklarının kârlılık seviyelerine bağlı olmaktadır. Senet temettülerin nakit yerine kullanılması sonunda kârlı yatırımların değerlendirilmesini sağlıyor ise, böyle bir politikanın firma ve dolayısıyla ortaklar yönünden avantajından bahsetmek gerekir. Aksi halde, finansal güçlükler nedeniyle nakit yerine senet verilme yoluna gidiliyor ise bu durum pay başına düşen kazancı gerek kısa, gerekse uzun dönemde azaltacak ve piyasa değerini hiçbir şey dağıtmama alternatifinden daha kötü etkileyecektir.
- Senet temettü dağıtımının yapılmasının firma açısından diğer bir faydası da pay senetlerinin piyasa değerlerinin istenen bir sınır içinde tutulmasını sağlamaktır. Pay senetlerinin piyasa değerlerinin çok yüksek olması birçok küçük tasarruf sahibine hitap edilemeye sonucunu doğuracaktır. Dağıtılan senet temettüler bir taraftan pay başına kazancı düşürürken öte yandan arz seviyesini yükseltir. Bunun sonucunda da fiyatlarda bir düşme meydana gelir ve küçük tasarruf sahiplerinin tasarruflarının değerlendirilmesine çalışılır.

Senet temettülerin firma açısından dezavantajlı yönü de vardır. Senet temettü dağıtımı, bir düzeltme yapılmadığı takdirde, firmanın pay başına düşen kazanç seviyesini belirleyen eğrinin eğimini küçültür ve gelecek dönemler için yapılan kazancın büyüme hızı tahminlerinde hatalara yol açabilir.

## 2. Pay Senedi Bölünmesi (Stock Splits) :

Pay senedi bölünmesi, pay senedi fiyatlarının oransal olarak düşürülmesi ile sayılarının artırılması anlamını taşır. Örneğin, 5000 TL.lık 1000 adet pay senedi, 2/1 oranında bölünürse 2.500 TL.lık 2000 adet pay senedi haline dönüşür. Bu bölünmenin en önemli amacı fiyatlarının çok yüksek olması nedeni ile alım-satımı güçleşmiş pay senetlerinin fiyatlarını düşürerek normal alış-satış fiyat seviyesine getirmektir.

Senet bölünmesi, senet temettüden farklı olarak birim pay senedi fiyatını değiştirir, ancak senet temettünün aksine öz sermayenin, öz sermaye fazlasının (surplus) ve yedeklerin miktarlarını değiştirmez.

Senet bölünmesi pay sahiplerinin ellerindeki senetlerin sayısını artırır ancak, değerleri de aynı oranda azaldığından ortaklık payı aynı kalır.

Senet bölünmesi pay sahiplerine gelecek dönemlerdeki kazanç seviyesinde bir artış olma olasılığının arttığını simgeler. Senet bölünmesinin açıklanması bu nedenle piyasa değerini artırıcı yönde etkileyebilir. Ancak, piyasa değerindeki artışın esas nedeni bölünmenin kendi değil, firmanın büyüme potansiyelindeki artıştır.

Senet bölünmesinden önceki nakit temettü dağıtım oranı ile bölünme sonrası dağıtım oranı çoğu kez farklı olur ve bu fark genellikle pay sahibi lehinedir. Örneğin, 100 adet pay senedi olan bir ortak pay başına 10 TL. temettü alıyor ve firma 2/1 bölünme yapıp temettüyü 6 TL. na düşürmüş ise pay sahibi bu işlemden kârlı çıkacaktır. Bölünme ile 100 adet pay senedi 200 adede çıkacak buna karşılık pay başına 10 TL. yerine 6 TL. alacaktır.

Bölünmeden önce :

$$100 \times 10 = 1.000 \text{ TL.}$$

Bölünmeden sonra :

$$200 \times 6 = 1.200 \text{ TL. temettü olacaktır.}$$

Bazı hallerde "ters bölünme" (reverse split) şeklinde tanımlanan ve pay senedi sayısını artırma yerine azaltmayı amaç edinen işlemlere de rastlanır. (27) Ters bölünme işlemine genellikle fiyatların çok düşük seviyelere indiği dönemlerde baş vurulmakta ve düşük fiyatlardan ötürü ortaya çıkabilecek olumsuz düşüncelerin ortadan kaldırılması amacıyla hareket edilmektedir. Genellikle bu tür bölünme çok ender olarak baş vurulan bir işlemdir. Çünkü ters bölünme işleminin gerçekleştirilmesi ile firmanın başarısızlığı kabul edilmektedir.

### 3. Diğer Temettü Ödeme Şekilleri :

Temettü ödenmesi dendiği zaman ilk akla gelen nakit temettüdür. Aksi belirtilmedikçe de temettü dağıtımını nakit temettü dağıtımına yerine kullanılmaktadır. Öte yandan senet temettüde uygulama, özellikle sermaye piyasası çok gelişmiş ve vergi yönünden özen-dirici tedbirler getirilmiş ülkelerde sık rastlanan bir temettü ödeme şekli olmaktadır.

Nakit ve senet şeklinde dağıtılabilen temettülerin fazla rağbet görmemesine rağmen başka türleri de vardır :

---

(27)

Van Horné, a.g.e., s. 207

- Bono Temettü (Scrip Dividend) : Bu tür temettü, belirli zamanlarda ödenecek faizli bonoların ortaklara dağıtımını öngörür. Bu şekil dağıtım, firmanın nakit durumunun sıkışık olduğu, ya da elindeki mevcut fonların daha acil ihtiyaçlarda kullanılma gereği olduğu zamanlarda söz konusu olur.
- Aynı Temettü (Property dividends) : Firmanın, kendi portföyündeki mevcut hazine bonolarını, devlet tahvillerini, diğer şirketlerin pay senetlerini ve tahvillerini, ya da kendi ürettiği mamullerini ortaklarına dağıtmasıdır. Örneğin, bir zamanlar "Du Pont" firması kendi portföyündeki GM (General Motors) pay senetlerini ortaklarına dağıtmıştır. Aynı şekilde içki üreten bir firma temettü yerine mamullerini, çok değerli olduğu II. Dünya Savaşı sıralarında ortaklarına dağıtmıştır.

Bu tür temettü dağıtımlarının nihai amacı yine eldeki mevcut nakdi muhafaza etmek ve daha iyi şekilde kullanmaktır. Ayrıca, firmanın portföyünde fazla miktarda hazine bonusu, tahvil veya pay senedi olması halinde de bu tür dağıtıma gidilebilmektedir.

---

(28)

Amling, a.g.e., s. 176.



- Tasfiyeden Temettü (Liquidating dividends) : Firmanın tasfiyeye gitmesi halinde elindeki mevcut varlıkların pay sahiplerine dağıtılması bir nevi temettü dağıtımı olmaktadır. Petrol ve maden firmaları faaliyetleri gereği bazı varlıklarını tekrar kullanmak üzere harcarlar. Bu tür varlıklar için ayrılan yenileme, ya da zararları karşılama fonları ihtiyaç duyulmadığı zamanlarda pay sahiplerine temettü (29) şeklinde dağıtılabilir.

- İntifa Senedi Temettü : İntifa senetleri esas sermayeye iştirak söz konusu olmadan şirketlerin maddi menfaatler sağlama hakkını temsil eden kıymetli evrak niteliğinde belgelerdir. İntifa senetleri sahiplerine net kâra, tasfiye bakiyesine iştirak, ya da yeni pay senedi alma hakları sağlarlar. İntifa senetleri özellikle kuruculara verilir. Nakit ya da diğer bir tür temettü ödemesi yapılmak istenmeyen bazı hallerde ise intifa senetlerinin temettü olarak dağıtılması (30) söz konusu olabilir.

(29)

Amling, a.g.e., s. 177.

(30)

Turgut S. Erem, "Anonim Şirketlerde Kâr Tevzii Polayısıyla Pratikte Karşılaşılan Bazı Meseleler", BATIDER, c. V., 1969 s.2.

C. Pay Senetlerinin Geri Satın Alınması

Firmaların bazen aşırı nakde sahip olmalarına karşılık bu nakdin kullanılabilmesi kârlı yatırım sahalarının bulunmaması, ortakların lehine bir hareket olarak bu fonların ya piyasadaki pay senetlerinin geri alınmasında, ya da temettü olarak pay sahiplerine verilmesini uygun kılar. Gelir vergisinin ve alım-satım komisyon masraflarının bulunmaması halinde teorik olarak ortaklar yönünden bu iki alternatif arasında bir fark yoktur. (31)

Örneğin, bir firma için aşağıdaki bilgiler verilmiş olsun :

Vergi sonrası net kâr	(X)	4.000.000.- TL.
Pay senedi sayısı	(n)	50.000 Adet
Pay başına kazanç	(E)	80.- TL.
Temettü öncesi (Ex-dividend) piyasa fiyatı	(P)	800.- TL.
Fiyat/Kazanc	(P/E)	10/1

Söz konusu firma 1 milyon TL. nakit fazlasını temettü olarak dağıtmak veya piyasadaki pay senetlerinin bir kısmını geri almak istemektedir.

(31)

Van Horne a.g.e., s. 209

1 milyon TL. nin temettü olarak dağıtılacağı bekleniyor ise, pay senedinin piyasa değeri ;

$$800 + \frac{1.000.000}{50.000} = 820 \text{ TL. olur.}$$

Öte yandan, firma temettü dağıtımını yerine, 820 TL.-'nden piyasadaki pay senetlerinin bir kısmını geri almak isterse ; geri alınan miktar  $1.000.000/820 = 1220$  adet olacaktır. Bu durumda pay başına düşen kazanç ;

$$4.000.000/(50.000 - 1220) = 82 \text{ TL. olacaktır.}$$

P/E oranının 10/1 de kalması halinde, pay senedinin piyasa değeri ise  $82 \times 10 = 820$  TL. olacaktır ki bu değer temettü olarak dağıtım yapılan alternatifteki değere eşittir. Şayet pay sahipleri gelir şekli olarak temettü ve değer artışı arasında kayıtsız iseler, pay senedi değeri söz konusu iki alternatif tarafından etkilenmiyor demektir.

Ancak, pay senetlerinin geri alınması şeklinde tanımlanan ikinci alternatifin bir üstünlüğü vardır. Pay senetlerinin toplam sayısındaki bir düşme, P/E oranının aynı kalması halinde pay başına kazancı dolayısıyla senedin piyasa değerini artıracaktır. P/E oranının, pay başına kazançtaki artış nedeniyle sabit kalması yerine artması senedin piyasa değerini daha da artıracaktır.

Öte yandan, pay senetlerinin geri alınması nedeniyle oluşan değer artışının vergisinin, temettü olarak ödeme yapıldığında ortaya çıkan gelir vergisinden daha düşük olması, geri satın alma işlemini daha cazip kılar. Çünkü, pay sahipleri aynı gelir için daha az vergi ödeyecektir.

Görüldüğü gibi değişen koşullar altında pay senetlerinin geri satın alınması ile temettü dağıtımı arasında pay sahipleri kayıtsız kalamamaktadır. Ancak, bazı görüşler pay senetlerinin geri alınma işlemini temettü kararları içinden ziyade yatırım kararları içinde düşünmeyi daha uygun bulmaktadırlar. (32) Bu görüşlere göre eldeki fonların

---

(32)

Van Horne, a.g.e., s. 209-210

başka senetler yerine firmanın kendi senetlerine yatırılması bir yatırım işlemidir ve belli kriterlere göre verilen yatırım kararları içindedir.

Öte yandan, karşıt görüşe göre ise, firmanın kendi pay senetlerine yatırımı, ancak kârlı yatırım fırsatlarıyla karşılaşılmadığı dönemlerde söz konusu olmalıdır.

Ayrıca, pay senetlerinin geri alınmasının nihai amacı sermaye yapısında bir değişiklik yapmak şeklinde belirlenebilir. O zaman da söz konusu işlem sermaye yapısı kararları içine girebilir. Çünkü pay senetlerinin geri alınmasının alternatifi artık temettü dağıtmak değildir. Pay senetlerinin geri alınması bunun için de gerekli fonun temini için örneğin, tahvil çıkartılması, borç-öz sermaye ilişkisini değiştirecektir ki bu da söz konusu işlemin sermaye yapısı kararları içinde düşünülmesini gerektirmektedir.

#### D. Vergilendirme

Temettü politikasını şekillendiren unsurlardan biri de pay sahiplerinin içinde buldukları vergi dilimlerinin seviyesidir. Kapalı aile şirketlerinde ortakların vergi durumlarını tespit etmek kolaydır.

Öte yandan açık şirketlerde ortak sayısının artmasına paralel olarak vergi dilimlerinin ortalamasını bulmak güçleşir. Ortalamaların bulunması ile ortakların vergi dilimlerinin yüksekliğinin tespiti temettü dağıtım oranının belirlenmesinde etken olabilir. Ortakların çoğunluğunun yüksek oranlarda gelir vergisine tabi olması temettü dağıtım oranının düşük seviyede tutulmasını gerektirebilir. Çünkü pay sahipleri alacakları temettüleri üzerinden ödeyecekleri yüksek gelir vergisi yerine, temettü dağıtılmaması nedeniyle oluşabilecek değer artışının sabit bir oran üzerinden vergilendirilmesini tercih ederler. Düşük oranlarda gelir vergisine tabi olanlar için ise durum tersine döner. Düşük oranda gelir vergisi ödeyen ortaklar cari geliri (temettüyü), değer artışı şeklinde ancak uzun dönemde dönüşen gelire (34) tercih ederler.

---

(33)

Weston-Brigham, a.g.e., s. 380

(34)

ABD'de gelir vergisi oranları Türkiye'de olduğu gibi kademeli (progressive) niteliktedir. Menkul kıymet değer artış vergisi ise (capital gains tax) sabit olup % 25'dir. Türkiye'de ise menkul sermaye iradı (temettü) menkul sermaye iradı olarak vergiye tabi olduğu halde menkul sermaye kazancı arızî kazanç olarak, o da 1 yıl içinde paraya çevrilmesi ve tutarının 2.000 TL.ni geçmesi halinde, vergilendirilir. Menkul kıymet alım satımını mutad iş olarak yapanların kazançları ise ticarî kazanç sayılır ve o hükümlere göre vergilendirilir. (G.V.K. 81/2) Ayrıntılar için bak : Salih Şanver, Gelir Vergisi ve Kurumlar Vergisi, Nihat Sayar Vakıf Yayınları, (İstanbul-1972) s. 161 ve 166-167, ve Kenan Bulutoğlu, Türk Vergi Sistemi, (İstanbul-1967) s. 92.

Ancak, temettülerin vergilendirme oranının tek boyutlu düşünülmemesi gerekir. Temettülerin kullanıldığı veya kullanılma olanağı olan yatırımların kârlılık seviyeleri, pay sahiplerinin tüketim eğilimleri ve yatırım hedefleri vergi oranları ile karşılaştırılmalı olarak ele alınıp incelenmelidir.

Örneğin, ( $V_0$ ) gelir vergisi oranına tabi ortaklar topluluğuna ( $D_0$ ) kadar temettü dağıtılsa ele geçecek gelir,

$$D_0 (1-V_0)$$

olacaktır. Ortaklar bu miktarı ( $f$ ) oranında kâr getiren bir işe yatıracak olurlarsa 1 yıl sonunda elde edecekleri gelir,

$$D_0 (1-V_0) + (1-V_0) D_0 f (1-V_0)$$

olacaktır.

Öte yandan, derhal temettü ödenmesi yerine firmanın bu fonları ( $r$ ) oranında verim sağlayan bir yatırımda kullanması ve 1 yıl sonra elde edilen verimle birlikte pay sahiplerine dağıtması halinde elde edile-

cek vergi sonrası net gelir,

$$(1+r) D_0 (1-V_0)$$

olacaktır.

Pay sahiplerinin dışarıda kazandıkları (f) ye eşit bir kazancın firma tarafından kazanılması ve böylece pay sahiplerine aynı seviyede tatmin sağlanması için (r) nin ne olması gerektiği bulunmalıdır.

Bunun için de yukarıda verilen ve her iki gelir seviyesini tayin eden denklemler eşitlenir. (35)

$$(1+r) D (1-V_0) = (1-V_0) D + (1-V_0) Df (1-V_0)$$

Buradan,

$$r = (1-V_0) f$$

elde edilir.

Fonların 1 yıl yerine 2 yıl için yeni yatırıma sevk edilmesi ve (r) kadar bir kazanç sağlanması halinde ise, iki yıl sonunda elde edilecek kazanç,

$$D (1+r)^2 (1-V_0)$$

olacaktır.

(35)

Harold Bierman Jr., Financial Policy Decisions,  
MacMillan Co., (New York-1970) s. 177 vd.



Şayet her yılın kazancı temettü olarak dağıtılır ve dağıtılan temettü vergisi ödendikten sonra (f) ye eşit kazanç getiren bir işe yatırılırsa elde edilecek kazanç,

$$D(1-V_0) + D(1-V_0)^2 f + f [ D(1-V_0) + D(1-V_0)^2 f ] (1-V_0)$$

veya,

$$D(1-V_0) [ 1 + 2(1-V_0)f + (1-V_0)^2 f^2 ]$$

$$D(1-V_0) [ 1 + (1-V_0)f ]^2 \text{ olur.}$$

Her iki değer in eşitlenmesi halinde ise ;

$$D(1+r)^2(1-V_0) = D(1-V_0) [ 1 + (1-V_0)f ]^2$$

$$r = (1-V_0)f$$

elde edilir.

Görüldüğü gibi sürenin 1 yıl yerine iki (veya daha fazla) yıl alınması (r) ile (f) arasındaki ilişkiyi değiştirmemektedir.

Firma yatırım verim oranı (r) ile, pay sahiplerinin piyasada elde ettikleri verimin (f) aynı olduğu söz gelimi, % 10 varsayalım :firma

100 TL. yatırdığı takdirde 1 yıl sonra 110 TL. kazanacak bu miktar temettü olarak dağıtıldığında % 40 vergi ödeyen pay sahibinin eline 66.- TL. geçecektir. Öte yandan kazancın hemen dağıtılması halinde pay sahibinin eline geçecek miktar 63,60 TL. olacaktır. Aradaki 2,40 TL.lık fark, kazancın dağıtılmaması nedeni ile ödenmeyen 40.- TL.lık vergi tasarrufunun bir yıl içinde kazanacağı 4 TL.ndan vergi sonrası pay sahibinin eline geçecek miktardır.

Kârın anında dağıtılması halinde yatırım değerinin 1 yıl sonraki eşiti ( $I_1$ ) ile gösterilirse ;

$$\begin{aligned} I_1 &= (1-V_0)D + (1-V_0)Df(1-V_0) \\ &= (1-V_0) [1 + f(1-V_0)] D \\ &= [(1-V_0)(1+f) - fV_0(1-V_0)]D \end{aligned}$$

olur.

Öte yandan, temettü kazanıldıktan bir dönem sonra dağıtılırsa, bir dönem sonraki değer  $V_1$  ;

$$V_1 = (1-V_0)(1+f)D \text{ olur.}$$

Bu eşitliği kullanarak,

$$I_0 = V_1 - fV_0(1-V_0)D \text{ yazılabilir.}$$

Yukarıda verilen örnek bu eşitlikte uygulanırsa ;

$$V_1 = (1-V_0) (1+f)D = 0,6 (1,10) 100 = 66 \text{ TL.}$$

$$fV_0(1-V_0)D = 0,10 \cdot 0,4 \cdot 0,6 \cdot 100 = 2,40 \text{ TL.}$$

$$I_1 = 66,00 - 2,40 = 63,60 \text{ bulunur.}$$

Böylece temettü dağıtımının temettünün kazanıldığı dönemde yapılması ve daha sonraki dönemlere bırakılması ile vergilerin ertelenmesi, pay sahiplerini tatmin eden firma için öngörülen verim oranını düşürmekte veya diğer bir deyişle, vergilerin ertelenmesi ile pay sahiplerine dönen temettü akımının değeri -firma yatırım verim oranı (r) ile piyasa verim oranının (f) eşit olduğu varsayımı altında- yükselmektedir.

Buraya kadar yapılan karşılaştırmalar, menkul kıymetlerdeki değer artışının vergiye tabi olmadığını varsaymaktadır. Değer artış vergisinin varlığı pay sahiplerinin tatmin seviyelerini ve yukarıdaki kıyaslamaları değiştirecektir.

Kârın dağıtılmayıp önce (r) kazanan bir yatırımda kullanılması ve sonra kazanılan tutarın dağıtılması halinde, pay sahiplerinin eline  $rD(1-V_0)$  geçecektir. Ele geçecek bu miktarın kapitalize edilmiş bugünkü değeri ise  $[rD(1-V_0)] / [f(1-V_0)] = \frac{rD}{f}$  olur. (36)

Bu dağıtım işlemi sonunda eldeki pay senedinin değeri  $rD/f$  kadar arttığı ve pay sahibinin elindeki payları sattığı kabul edilirse realize edilecek değer ;

$$\frac{rD}{f} (1-V_k) \text{ olacaktır.}$$

Öte yandan kârın pay sahiplerine derhal dağıtılması halinde, pay sahiplerinin realize edecekleri değer ;

$$D(1-V_0) \text{ olacaktır.}$$

Her iki denklemin eşitlenerek (r) ile (f) arasındaki ilişki saptanmak istenirse,

$$r = \frac{(1-V_0)}{(1-V_k)} f \text{ bulunur.}$$

(36)

Kapitalizasyon oranı olarak vergi sonrası net piyasa verim oranı kabul edilmektedir. (Bak: Harold Bierman, a.g.e., s. 182)

Pay sahibinin gelir vergi diliminin  $V_0 = \% 40$ , menkul kıymet artışının tabi olduğu vergi oranının  $V_k = \% 25$  olduğu ve piyasa verim oranının  $f = \% 10$  kabul edildiği bir ortamda, yukarıda söz konusu edilen iki alternatifin pay sahiplerine eşdeğer tatmin verebilmesi için ( $r$ ) nin alabileceği minimum değer,

$$r = \frac{0,60}{0,75} \cdot 0,10 = \% 8 \text{ olmalıdır.}$$

Şayet firma piyasa verim oranına eşit yatırım yapma olanağına sahipse ( $f=r$ ) kârın dağıtılmayıp yeni yatırıma kullanılması sonucunda ortaya çıkacak vergi sonrası net değer,

$$\frac{fD(1-V_0)(1-V_k)}{f(1-V_0)} = D(1-V_k) \text{ olur.}$$

Öte yandan kârın derhal dağıtılması halinde, vergi sonrası net değer de,

$$D(1-V_0)$$

olarak kabul edildiğine göre, kârın dağıtılmayıp yeni yatırıma sevk edilmesi ile pay sahiplerine dönüşecek fazlalık,

$$D(V_0 - V_k)$$

kadar olacaktır.

Örneğin,

$$D = 100 \text{ TL.}$$

$$V_0 = 0,40$$

$$V_k = 0,25 \text{ olursa,}$$

$$D(V_0 - V_k) = 100 (0,40 - 0,25) = 15 \text{ TL.}$$

kadar bir fazlalık elde edilmiş olur.

Ancak, burada önerilen modelde kârın dağıtılmayıp yeni bir yatırıma sevk edilmesi halinde, eldeki pay senedinin hemen satıldığı kabul edilmektedir. Bu durumda pay sahibi ödeyeceği vergiyi erteleme fırsatını kullanmamaktadır.

Alternatif bir yaklaşım ise, pay sahibinin temettü dağıtımı olmasa bile elindeki pay senedini (n) yıl kadar tuttukten sonra satması varsayımı altında olabilir ki bu daha gerçekçi bir durumdur. Öte yandan aynı pay sahibi temettü dağıtımının söz konusu olması halinde eline geçen parayı başka bir yatırıma sevk edebilir ve elindeki pay senedinin kaydettiği değer artışını da (n) yıl sonra realize edecek şekilde satabilir.

Örneğin, her yıl (f) kadar değer kazanan bir pay senedi (n) yıl müddetle hiç temettü ödememiş olsun. Bu durumda pay senedinin sahibine sağlayacağı değer,

$$D(1+r)^n(1-V_k)$$

olacaktır.

Öte yandan her yıl temettü dağıtımı yapılan ve (n) yıl sonra satılan pay senedinin sahibine sağlayacağı değer ise,

$$\left[ D(1-V_0)(1+f)^n - D(1-V_0) \right] (1-V_k) + D(1-V_0)$$

olacaktır.

Bu iki alternatifin ortaya koyduğu değerlerin eşitlenmesi halinde ise,

$$\begin{aligned} D(1+r)^n(1-V_k) &= \left[ D(1-V_0)(1+f)^n - D(1-V_0) \right] (1-V_k) + D(1-V_0) \\ (1+r)^n(1-V_k) &= \left[ (1+f)^n - 1 \right] (1-V_k)(1-V_0) + (1-V_0) \\ &= \left[ (1+f)^n(1-V_k) + V_k \right] (1-V_0) \end{aligned}$$

Söz konusu süre  $n=20$  yıl ve diğer değişkenler de daha önceki örneklerdeki değerlerini alırlarsa,

$$(1+r)^n = \frac{1-v_0}{1-v_k} \left[ (1+f)^n (1-v_k) + v_k \right]$$

$$r = 0,075$$

(37)

olarak bulunur.

Diğer bir deyişle, piyasada % 10 verim alma olanağına karşılık firmanın kârları dağıtmayıp % 7,5, ya da daha yüksek verim sağlayan yatırımlara yöneltmesi halinde pay sahiplerinin realize edecekleri değerler daha fazla olacaktır. Yukarıda verilen çözüm firma yatırımlarında aranması gereken minimum verim oranının sınırını belirlemektedir.

Görüldüğü gibi, temettü dağıtım kararları açısından, pay sahiplerinin içinde buldukları gelir vergisi dilimi ve menkul kıymet artışının vergilendirilme oranı büyük önem taşımaktadır. Öte yandan firmanın, kârı dağıtmayarak kendi olanakları içinde değerlendirebildiği verim

---

(37)

Çözüm için bakınız Harold Bierman, a.g.e., s. 184.



oranı ile piyasanın verim oranı arasındaki ilişkinin tayini ve temettü dağıtılması ile dağıtılmaması arasındaki pay sahibi açısından eşdeğerliğini sağlayan verim marjlarının saptanması temettü politikasının aktif özelliğini belirlemektedir.

Bütün bu ilişkiler temettü dağıtım kararlarında vergi faktörünün ihmal edilmeyecek derecede önemli olduğunu ve pay sahiplerinin realize edecekleri kazanç seviyesini tayin ettiğini göstermektedir.

Genellikle yüksek vergi dilimlerine giren ortak grubuna sahip firmalar vergi yönünden düşük temettü dağıtım oranını benimsemekte ve kârı dağıtmayarak firma içinde yeni yatırımlara sevketmektedirler. Bu durumda pay sahiplerinin yatırım-tüketim saikleri göz önünde tutularak firmanın, vergi oranlarını ve dahili verim ile piyasa verimi arasındaki ilişkileri saptaması ve pay sahipleri açısından en avantajlı dağıtım politikasını benimsemesi gerekmektedir.

Türk Vergi Sistemi'ne göre vergilendirmenin temettü politikası üzerine etkisini ve değişik gelir vergisi dilimlerine göre ortakların ve kurumun durumunu bir örnekle göstermek mümkündür.

Hesaplamayı basitleştirmek için, şirket ortaklarına ücret ödemesi yapılmadığı ve kurumlar vergisinden sonra kalan tüm miktarın dağıtılacağı veya dağıtımın I. yedek akçeden sonra yapılacağı varsayımı altında, değişik gelir vergisi dilimlerine göre temettü dağıtılması hallerindeki vergi yükü aşağıdaki tabloda özetlenmektedir. (38)

TABLO : III

Ortakların Gelir Vergi Dilimi (%)	Temettü		Temettü		
	Dağıtım Halinde		Dağıtılmaması Hali.		
	Vergi Yüğü %	Kazanç %	Vergi Yüğü %	Kazanç	Fark %
30	47.50	52.50	39	61	8.50
40	55.00	45.00	39	61	16.00
50	62.50	37.50	39	61	23.50
60	70.00	30.00	39	61	31.00

(38)

Uygulama, şahıs şirketinin sermaye şirketine dönüşmesi halinde değişen vergi yüklerini statik ve dinamik tahlille inceleyen Salih Şanver'in modelinden alınmıştır. Bak : Salih Şanver, a.g.e., s. 232.

Görüldüğü gibi, ortakların gelir vergi dilimi yükseldikçe temettü dağıtmama alternatifini vergi tasarrufu bakımından daha cazip olmaktadır.

Ülkemizdeki uygulamada kâr dağıtılsada dağıtılmıyorsa kurumlar vergisi dışında % 20 oranında gelir vergisi stopajı yapılır. Bu nedenle vergi yükü dağıtılmadığı takdirde  $\% 25 + (\% 75 \cdot \% 20) = \% 39$  olur, kâr dağıtıldığı takdirde ise kâr elde eden ortaklar vergi öncesi kâr tutarını beyannamede gösterir ve kaynakta kesilmiş vergiyi düşerler. (Hisse sahipleri başka gelirleri nedeni ile yıllık beyanname vermiyorlar ise, aldıkları temettü yılda 10 bin lirayı geçtiği takdirde bildirim verirler).

$V_g$  = gelir vergisi oranı (% 30-60)

$V_k$  = kurumlar vergisi oranı (% 25)

$V_k'$  = kurumlar ve gelir vergisi oranı (% 39)

$E$  = vergi öncesi kazancı (100 TL.)

$E'$  = dağıtılabılır kazancı (75 TL.)

$D$  = dağıtılacak temettü miktarını (75 TL.)

$D'$  = gelir vergisinden sonraki temettü kazancını

gösterirse, yukarıda tabloda verilen vergi yükü ve kazanç seviyelerinin hesaplaması şöyle olur :

Temettü dağıtımı söz konusu ise ;

$$E(1-V_k) = E'$$

$$E' = D$$

$$D(1-V_g) = D'$$

$$E(1-V_k)(1-V_g) = D'$$

$$100(1-0,25)(1-0,30) = 52,50 \text{ TL. ( \% 30 için )}$$

$$100(1-0,25)(1-0,40) = 45,00 \text{ TL. ( \% 40 için )}$$

$$100(1-0,25)(1-0,50) = 37,50 \text{ TL. ( \% 50 için )}$$

$$100(1-0,25)(1-0,60) = 30,00 \text{ TL. ( \% 60 için )}$$

Temettü dağıtım söz konusu değilse ;

$$E(1-V_k') = E' \text{ olur.}$$

$100(1-0,39) = 61,00 \text{ TL.}$  dir. Bu değer gelir vergisi dilimine göre bir değişme göstermez ve sabit kalır.

Temettü dağıtım ile dağıtmama alternatifleri arasındaki vergi tasarruf (S) belli bir verim sağlayan yatırımlara dönüştürüldüğünde

(39)  
ek gelir elde edilir. Örneğin, pay sahiplerinin gelir vergi diliminin % 60 olduğu bir durumda yıllık vergi tasarrufunu, % 10 verim getiren bir yatırımda kullanma halinde 3 yıl için 10,27 TL., 5 yıl için 18,54 TL. ek gelir elde edilir. (Tablo IV)

TABLO : IV

	Y ı l l a r				
	1	2	3	4	5
S	31.00	34.10	37.52	41.27	45.40
r	0,10	0,10	0,10	0,10	0,10
Yıllık Verim	3,1	3,42	3,75	4,13	4,54
Kümülatif Verim	3,1	6,52	10,27	14,40	18,94

(39)

Burada belirtilmesi gereken bir hususa değitilmeyen kârların gelir vergisine tabi olması konusunda danıştay içtihatlarıdır. Danıştay sermaye şirketlerinin kanuni ihtiyatları ve sözleşmeye göre ayrılması gereken ihtiyatları aşan şu şartlar altında gelir vergisi bildirimine dahil edilmesi gerektiğini savunmuştur. 1) Ortak çoğunluk hissesine sahipse 2) Şirket aile niteliğinde ise. Çünkü Danıştay'a göre bu hallerde ortaklar için gelir elde edilmiştir ve ortakların iktisadi tasarrufu altındadır..... Ancak, bu tanımlamalar yeterince açık değildir ve "şirketi kontrol eden pay, çoğunluk" gibi kavramlar şirketten şirkete değişmektedir." Bak: Kenan Bulutoğlu, Türk Vergi Sisteminin Ekonomik Gelişme Üzerindeki Etkileri Seminerinde verilen Tebliğ, 30/9/1970 Tarabya-Istanbul. s.9.10.

Aynı hesaplamaları % 30, % 40, ve % 50 gelir vergisi dilimlerine göre yapmak mümkündür. Bu durumda karşınıza vergi tasarruflarının değerlendirilmesi ile elde edilecek ek kazanç tutarlarını veren tablo V çıkacaktır. ( $r = \% 10$ ,  $V_k = \% 25$ ,  $V_k' = \% 39$  için)

TABLO : V

Yıllar	Gelir Vergi Dilimi	% 30	% 40	% 50	% 60
3		2,82	5,30	7,78	10,27
5		5,20	9,77	14,35	18,94
10		13,57	25,55	37,46	49,42

Görüldüğü gibi, özellikle yüksek gelir vergisinin söz konusu olduğu hallerde vergilendirme temettü politikasının belirlenmesi açısından büyük önem kazanmakta ve firmaya ek tasarruf ve kazanç olanakları sağlayabilmektedir. Ancak, bütün önemine rağmen vergilendirme de temettü kararlarının verilmesinde tek başına yeterli değildir. Bu politikayı etkileyen diğer faktörlerle birlikte düşünülmesi gerekmektedir.

### E. Diğer Faktörler

Buraya kadar temettü politikası, kazanç seviyesinin, kazanç düzenliliğinin, kârlı yatırım fırsatlarının varlığının ve pay sahiplerinin değer artışı ile temettü arasında vergiden ve diğer faktörlerden doğan tercihlerinin bir fonksiyonu olarak incelenmektedir. Gerçekte, bunların dışında temettü dağıtım kararlarını pratikte yakından etkileyen başka faktörler de vardır. Temettü dağıtım kararlarının verilmesinde bu faktörleri de dikkate almak gerekmektedir. (40)

#### 1. Likidite :

Firmaların likidite durumları temettü dağıtım kararlarını yakından etkiler. Temettü dağıtımını nakit çıkışı gerektiren bir işlemdir. Nakit durumu ve likiditesi iyi olan bir firma kolaylıkla temettü dağıtabilir. Öte yandan nakit durumu ve likiditesi kötü olan bir firma yıl sonu kârı ne kadar yüksek olursa olsun temettü dağıtımında zorluk çekebilir. Temettü dağıtımında kullanmak üzere borçlanmaya gitmek ise gerek firmanın borç/öz sermaye oranını olumsuz yönde etkiler, gerekse ödenecek faizlerden ötürü ek bir malî külfet getirir.

---

(40)

- Van Horne, a.g.e., s. 200
- Weston-Briham, a.g.e., s. 377

Fonlarını sabit varlıklara ve işletme sermayesine bağlamış olan kuruluşlar ayrıca gelecekteki belirsizliklere karşı da likidite durumlarını emniyetli bir seviyede tutmak isterler. Büyük miktarlarda temettü dağıtarak bu durumlarını bozmak istemezler.

Firmanın likidite durumu yatırım ve sermaye yapısı kararları tarafından belirlenir. Yatırım kararları varlık yapısını ve varlık seviyesindeki artışın doğuracağı fon ihtiyacını belirlerken sermaye yapısı kararları ihtiyaç duyulan fonların nereden temin edileceğini gösterir. Bu kararlara göre belirlenen likidite yapısı temettü politikasının tayininde etken olur.

## 2. Borç Alma Olanakları :

Likidite durumu firmaya temettü dağıtımında esneklik kazandıran ve belirsizliklere karşı koruyan tek faktör değildir. Şayet firma kısa zaman içinde kolaylıkla borç alabilme olanaklarına sahip ise temettü dağıtımında daha fazla bir esneklik kazanabilir.

Borçlanma, kısa süreli banka borcu olabileceği gibi, tahvil ihracı, ya da diğer kredi kuruluşlarından orta veya uzun süreli borç şeklinde de olabilir. Büyük ve kendini kabul ettirmiş bir



firmanın borç alma olanakları daha fazladır. Borçlanma olanaklarının fazlalığı ise temettü dağıtımında daha esnek bir politika takibini mümkün kılar.

3. Kontrol :

Şayet firma her dönem önemli miktarlarda temettü dağıtıyor ise ileride karşılaşılabilecek kârlı yatırım fırsatlarını değerlendirebilmek için pay senedi ihraç etme zorunda kalabilecektir. Yeni pay senedi çıkarılması ise firma yönetimindeki kontrolün dağılması tehlikesini yaratacaktır. Kontrol fonksiyonunu ellerinde tutmak isteyen ortaklar bu nedenle dağıtılacak temettünün düşük tutulmasını ve öncelikle kârlı yatırımların gerçekleştirilmesini tercih ederler. Tabii burada kontrol faktörünün sınırını belirleyen bir husus da borç alma olanaklarının durumudur. Yatırımları borçla finanse etme olanağının varlığı temettü dağıtımında esneklik kazandıracak ve kontrol fonksiyonunun dağılmasını önleyecektir.

Öte yandan söz konusu kontrol faktörü ters yönde de işleyebilir. Kârlı yatırımların finansmanında kullanılmak üzere dağıtılmayan kârlar, yeni pay senedi ihracını gereksiz kılabilir ve kontrolün dağılması önlenemez. Ancak, firmayı kontrol altına almak isteyen kimseler, temettü dağıtım oranının düşüklüğünü firmanın kârlılık seviyesi ile ilgili olduğunu söyleyerek pay sahiplerinden düşük fiyatlarla pay senetlerini toplayabilirler. Temettü dağıtım kararının verilmesinde bu hususu göz önünde tutmak ve temettü dağıtım oranı ile kârlılık seviyesi arasındaki ilişkiyi yeterince açıklamak gerekir.

#### 4. Enflasyon :

Ekonomide mevcut enflasyonun temettü dağıtım kararlarında dikkate alınması gerekir. Yükselen fiyatlar nedeniyle amortisman ayırımlarından elde edilen fonlar yeni yatırımların finansmanında yetersiz kalır. Sabit varlıkların yenilenmesi, ek fon ihtiyacı yaratır. Firmanın varlık yapısını ve dolayısıyla kazanç gücünü hiç olmazsa aynı düzeyde muhafaza edebilmesi için artan fon ihtiyacını belli bir kaynaktan temin etmesi gerekir. Bu kaynak dağıtılmamış kârlardır. Nitekim bazı firmalar kazanç gücünü sabit tutabilmek

ve mevcut varlık yapısını muhafaza edebilmek için dönem sonu kârından temettü dağıtmadan önce gelecek dönem için ihtiyaç duyacağı ek işletme sermayesi ihtiyacını çıkarmakta, arta kalan miktar üzerinden temettü dağıtım miktarını tespit etmektedirler. Buradaki varsayım (41) şudur : "Enflasyon karşısında sabit varlıklar gerçek değerlerini korumakta ancak cari varlıklar (kasa, alacaklar ve stoklar) ile cari borçların değerlerinde bir değişme olmaktadır. Bu değişimin sonucunda da ihtiyaç duyulan işletme sermayesi seviyesi belirlenmektedir. (42) İşletme sermayesindeki artış enflasyon nedeniyle firmanın ihtiyaç duyduğu ek fon ihtiyacıdır ve bunun bir kaynaktan karşılanması gerekir."

(41)

Buradaki sözler, Sayın Bülent Yazıcı ile tez konusunda yapılan görüşmeden aktarılmıştır. Bu uygulamanın benzerinin ülkemizde Unilever firması tarafından yapıldığı belirtilmiştir.

(42)

İşletme sermayesi iki türlü tarif edilebilmektedir : Birinci tarif, "cari varlıklar ile cari borçlar arasındaki farktır." İkinci tarif ise, "... uzun süreli borç ve öz kaynağın sabit varlıkları finanse ettikten sonra arta kalan kısımdır." Ayrıntılar için bak : Oktay Güvenli, Sanayi İşletmelerinde İşletme Sermayesi Analizi, İstanbul-1973, s. 17, Ayrıca Sabri Bektöre, İşletmelerde Çalışma Sermayesi Analizi, Ankara-1970

Bazı firmalar ise sabit varlıkların yenileme değeri (replacement value) ile ayrılan amortismanlar ile azalan defter değeri arasındaki farkı dikkate almaktadırlar. Bu farkın yenileme anında ek finansman ihtiyacı doğuracağını düşünerek ikame fonların tesis edilmesini ön-görmekte ve bunun'da dağıtılmayan kârlardan sağlanabileceğini belirt-mektedirler. Bu nedenle temettü dağıtımına esas teşkil edecek miktar, ikame fon ayrıldıktan sonra tespit edilmektedir.

Bütün bu uygulamalar enflasyon nedeniyle gerçek kârın üzerinde göri-nen fiktif kârı ortadan kaldırma ve böylece firmanın finansal ve varlık yapısına zarar vermeksizin temettü dağıtımını gerçekleştirme amacına dönüktür. Gerçekte enflasyon nedeniyle oluşan fiktif kârları ortadan kaldırmak için firmanın belli esaslar dahilinde her dönem yeniden değerlendirilmesi gerekir. Ancak, böyle bir uygulamanın güçlüğü hatta olanaksızlığı ortadadır.

(43)

Değişen fiyatlar nedeniyle finansal tabloların gerçeği aksettirmediği bu nedenle belli esaslar dahilinde firma varlıklarının ve borçlarının yeniden değerlendirilmesi gereği bazı kimseler tarafından savunulmaktadır. Halen literatürde de tartışmalı olan yeniden değerlendirme konusunda en büyük güçlük objektif bir değerlendirme kriterinin mevcut olmaması şeklinde ifade edilmektedir. Ayrıntılar için bak : Nuri Uman, Fiyat Hareketlerinin İşletmeler Üzerine Etkisi ve Yeniden Değerleme, Ankara-1968, s. 101-102.

5. Hukukî Sınırlamalar :

Temettü dağıtımına ilişkin hukukî sınırlamalar birçok yönden karışık bir görünüm arz eder. Ancak, hukukî yönü ağır basan bir karışık sınırlamaların esaslarını finansman yöneticisi açısından yeterli olacak nitelikte özetlemek mümkündür.

Bir işletmenin gerçek kazancı ancak o işletmenin tasfiyesi sonunda belli olur. Tasfiye sonuna kadar işletmenin gerçek kazancını tespit etmek olanağı hemen hemen yoktur. Bununla beraber, işletmenin dönemsel kazanç, ya da kaybını gerçeğe yakın olarak hesaplamak için belli yöntemler geliştirilmiştir. Bu yöntemler dahilinde hesaplanan kârın hukukî bakımdan dağıtılabilmek olanağının olabilmesi için şu koşulların yerine getirilmesi gerekir. (44)

- (1) Kâr gerçek anlamda kazanılmış olmalıdır. Net kâr prensibi olarak tanımlanan bu koşul için hesaplama yöntemi açısından çeşitli görüşler mevcuttur. (45) Bu görüşler içinde en çok taraftar bulanı, kârı iki dönemin öz varlıkları arasındaki olumlu fark olarak tanımlayanıdır. Bunun için bilançonun

(44)

Weston-Brigham, a.g.e., s. 378.

(45)

Rüştü Erimez, Şirketlerde Kâr Dağıtım ve Yedek Akçeler, İstanbul-1972 s. 81.

gerçeği aksettirmesi ve değerlemenin dikkatli yapılmış bulunması gerekmektedir. Bu varsayımların geğerliliği halinde dđnem başı ız sermayesi ile dđnem sonu ız sermayesi arasındaki olumlu fark fiilen gerçekleşmiş kâr olarak kabul edilebilir ve hukukî bakımdan dağıtılabilir.

Öte yandan, dağıtılabilecek kâr, son hesap dđneminde gerçekleşmiş olan kârdan başka daha ıznceki dđnemlerde gerçekleşmiş olup da dağıtılmamış bulunan bir kısım kârlardan da teşekkül edebilir.

Hukukî yđnden dağıtıma konu teşkil edecek kâr kalemleri şöyle sıralanabilmektedir.  
(46)

- a) Son hesap dđneminde elde edilen net kâr
- b) Geçmiş dđnemlerde elde edilen ve dağıtılmayan kârlar
- c) Kâr dağıtımı için ayrılmış özel yedek akçeler, ya da dağıtılabilir nitelikteki olağanüstü yedek akçeler

---

(46)

Turgut Erem, a.g.m. s. 182.

(2) Temettü dağıtımı öz sermayeden yapılamaz. Öz sermaye dokunulmazlığı prensibi olarak tanımlanan bu koşula göre ancak öz varlıkta meydana gelecek bir artışın aksettiği öz sermayedeki olumlu artış dağıtımına konu teşkil eder. Bunun dışında konmuş öz sermayenin temettü dağıtımı için kullanılması hukuken sınırlanmıştır. Bu sınırlamanın nedeni gerek öz sermaye sahiplerinin ve gerekse alacaklı kişilerin haklarını korumak şeklinde belirlenmektedir.

(3) Tasfiye halinde temettü dağıtımı yapılamaz. Tasfiyenin kâr dağıtımını durdurması prensibi olarak tanımlanan bu koşulun nedeni yine alacaklı durumda olan kişilerin haklarını korumak ve şirketin önce borçlarını ödeme prensibini uygulamasını sağlamaktır. Burada kullanılan tasfiyenin anlamı iflâstır. Bir işletmenin borçlarının varlıklarını aşması şeklinde tanımlanan iflâs halinde şirketin öncelikle borçlarını ödemesi gerekir.

Burada belirtilen esas sınırlamalar dışında hukuکی yapının temettü dağıtımı üzerinde şekil ve usul bakımından da birçok düzenlemeleri vardır ve bu hukuکی düzenlemelerin de temettü dağıtım politikasının tayininde dikkate alınması gerekmektedir.

Türk Ticaret Kanunu'nda anonim şirketlerde temettü dağıtımına ilişkin birçok hükümler yer almıştır. (TTK. 455, 456, 466, 469, 470, 472).

Bu hükümlerin genel sonucuna göre temettü dağıtımını hukukî yönden (47) şekillendiren sınırlamaları şöyle özetlemek mümkündür :

"Her yıl temettü dağıtmadan önce safi kârın % 5'i yedek akçe olarak ayrılarak, bu maksatla açılan özel bir hesaba geçirilir. Bu şekilde yapılan tahsisler kanunî yedek akçe tamamı ödenmiş sermayenin % 20'sini buluncaya kadar devam eder. Bundan sonra artık bu adî tahsise gerek ve zorunluluk kalmaz.

Fakat kanunî yedek akçe fonuna ayrıca her yıl adî tahsis yapıldıktan ve pay sahiplerine yüzde 5 nispetinde bir temettü ayrıldıktan sonra kalandan pay sahiplerine dağıtılacak ikinci temettü hissesi ile kâra iştirak eden diğer kimselere (örneğin: intifa payları ve kurucu intifa payları sahiplerine, idare meclisi üyelerine, memur ve müstahdemlere, imtiyazlı hisse senedi sahiplerine, kâra iştirakli tahvil sahiplerine) dağıtılması kararlaştırılan mablağların % 10'u ayrılarak yedek akçe fonuna ek tahsis olarak eklenecektir.

---

(47)

Turgut Erem, a.g.m., s. 185.



Birinci adf tahsis, kanunî yedek akçe fonu % 20 muayyen haddine gelince kesildiği halde, ikinci ek tahsis için bir plafon söz konusu değildir ; buna sonsuz olarak devam olunacaktır. Pay sahiplerine ikinci temettü hissesi ve kâra iştirak edenlere kârdan pay verilmeyebilir. Bu takdirde ek tahsise tabiatıyla gerek kalmaz."

Hukukî sınırlamalara göre temettü dağıtımında 3 alternatif söz konusu olabilir. Bu alternatifler ise şöyle özetlenebilir. (48)

- (1) Şirket kazancına pay sahiplerinden başka iştirak eden yok ise, pay sahiplerinin temettü hissesi nispeti ve miktarı, kanunî yedek akçeye dair hüküm saklı kalmak şartıyla, serbestçe tayin edilebilir. Fakat bu birinci temettü hissesinin % 5 nispetinin üstünde olan miktarının onda biri yine kanunî yedek akçeye tahsis ve ilâve olunmak icap eder.

---

(48)

Ayrıntılar ve rakamlı örnekler için bak :  
Turgut Erem, a.g.m., s. 185 vd.

(2) Şirket kazancına pay sahiplerinden başka, sadece idare meclisi üyeleri iştirak ediyorlarsa, bunların kârdan hisse alabilmeleri için pay sahiplerine en az % 4 nispetinde temettü verilmek lâzımdır. (TTK. 472)

(3) Şirket kazancına pay sahipleriyle birlikte (idare meclisi üyeleri dahil) diğer kimseler de iştirak ediyorlarsa bunların kârdan hisse alabilmeleri için pay sahiplerine en az % 5 nispetinde temettü dağıtılmış olması gerekir.

#### IV. TEMETTÜ POLİTİKASININ TÜRKİYE AÇISINDAN ÖNEMİ

##### A. Tasarruf-Yatırım İlişkisi ve

##### Dağıtılmayan Kârların

##### Yatırımlara Yöneltilmesi

Gelişmekte olan ülkelerin en büyük sorunlarından biri de öngördükleri kalkınma hızını sağlayacak yatırım hedeflerini gerçekleştirmektir. Yatırım hedeflerinin gerçekleşmesi ise tasarruf seviyesi ile belirlenmektedir. Yatırım-tasarruf dengesi olarak tanımlanan bu ilişkinin önemi ülkemiz için de geçerlidir. Nitekim planlı dönemin başladığı 1960 lardan bu yana ekonomi politikası içinde hedef alınan kalkınma hızını gerçekleştirmesi için gerekli görülen yatırım düzeyine varabilmek amacıyla özel ve kamu tasarruflarını artırmaya yönelik büyük çabalar harcanmaktadır.

(1)

"... İktisaden az gelişmiş memleketlerin kalkınmalarını önleyen önemli sebeplerden biri, sermaye terakütününün yetersizliğidir. Sermaye terakütünü çabuklaştıracak yegane faktör "tasarruf"tur...." Bak: Suat Mirza, Sermaye Piyasası Türkiye'de Durumu ve Muhtemel Gelişmesi, (İstanbul-1965) s. 41.

Örneğin, Üçüncü Plan döneminde (1972-1977) öngörülen yatırım düzeyini gerçekleştirmek için toplam iç tasarrufların yılda % 13,6 artırılarak, gayrisafi millî hâsıla içindeki payının 1972'de % 19,6 dan 1977'de % 25,4'e yükseltilmesi gerekmektedir. Diğer bir deyişle, dönem içinde yaratılan gayrisafi millîhâsılanın % 23,3'ü tasarruf edilecektir ki bunun için de marjinal tasarruf oranının % 37,9 ol-  
(2)  
ması gerekmektedir.

Tasarruf oranının bu ölçüde yükseltilmesinde kamu tasarruflarındaki artışlar kadar özel tasarruflardaki artışların rolü de büyüktür. Nitekim, söz konusu dönem içinde özel tasarrufların yılda ortalama % 8,5'lik bir hızla artması ve gayrisafi millî hâsıla içindeki payının 1977'de % 11,3'e ulaşması (1972'de % 10,9) hesaplanmaktadır. Bu artış içinde marjinal tasarruf eğiliminin % 20 dolayında olması gerekmektedir. Öte yandan özel kesim yatırımlarının ise, söz konusu kalkınma hızının gerçekleştirilebilmesi için, yılda ortalama % 12,1'lik bir hızla artması öngörülmektedir.

---

(2)  
ÜBYKP, s. 171.

Tasarruf ve yatırım seviyelerinde beklenen bu farklı artış hızlarının 1977 yılında 1,7 milyar TL. na ulaşacak bir tasarruf açığına yol açacağı hesaplanmıştır. (3)

Plan'da öngörülen bu gelişmeler çerçevesi içinde gelecek dönemlerde özel kesimde beklenen tasarruf-yatırım dengesizliğinin giderilmesi için iki alternatif söz konusu olmaktadır. Bunlardan birincisi, yatırım artış hızını düşürmektir ki bu çözüm kalkınma hızını yavaşlatacaktır. İkinci alternatif ise tasarruf seviyesini yükseltmektir.

Birinci alternatifin ekonomik amaçlara ve plan hedeflerine ters düşmesi, yatırım-tasarruf dengesinin tesisi için ikinci alternatif üzerindeki çabaların yoğunlaştırılma gereğini ortaya koymaktadır.

Özel kesimdeki tasarrufları kaynakları itibariyle iki ana bölüme toplamak mümkündür :

- firma dışı tasarruflar
- firma içi tasarruflar

(3)

ÜBYKP, s. 186 Tablo 118'de bu açık olarak görülmektedir. Tasarruf açığının dış tasarruflar ve kamu kesiminden yapılacak net sermaye transferleri ile kapatılması şeklinde tedbirler düşünüldüğünü de yine aynı tabloda görmek mümkündür.

Firma dışı tasarruflar kredi (borç) şeklinde temin edilir ve yatırımlara yöneltilirler. Esas itibariyle malî kuruluşlar aracılığı ile olur. Bu kaynak seviyesinin saptanmasında, genel tasarruf eğilimi, malî kuruluşların fonksiyonel çalışmalarının başarı derecesi ve genel ekonomik, politik ve sosyal ortamın durumu önem kazanır. Diğer bir deyişle, firma dışı tasarrufların genel seviyesinin saptanması konusunda firmanın kontrolü yok denebilecek kadar azdır.

Firma içi tasarruflar ise başlangıçta temin edilen öz sermaye, kardan ayrılan yedekler ve amortisman fonlarından oluşur. (4) Bu kaynakların seviyesinin saptanması, hukukî sınırlamalar dışında, tamamen firma kontrolü altındadır.

Bu gerçeklerin sonucunda makro seviyedeki kalkınma hedeflerine ulaşılmasını mikro seviyede oluşturma durumunda olan firmaların firma dışı tasarrufları değerlendirmeleri yanında dahilî tasarruflarını artırarak yatırımlara dönüştürme fonksiyonunun üstlenmeleri ve tasarruf-yatırım dengesinin kurulmasında yardımcı olmaları gerekmektedir. Ancak, özellikle kendini kalkınma süreci içine girmiş ülkelerde hissettiren ikilemin (dilemma) varlığı, dahilî tasarruf-

(4)

Firma içi tasarrufların önemine Üstünel ve Kazgan'da değinmektedirler. Ayırım ve ayrıntılar için bak: Besim Üstünel, Kalkınmanın Neresindeyiz. (Ankara-1966) s. 71., ve Haydar Kazgan, Otofinansman, (İstanbul-1962) s. 32. Ayrıca firma içi tasarruflar için verilen diğer bir tanımlama da şöyledir : "... Üretim giderlerinin kısılanması yahut sağlanan geliri çekmeyip işletmede bırakmak işletme içi tasarrufu ifade eder. Yani burada mesele Otofinansman kavramıyla aynı paralele girmektedir..." Ali Sait Yüksel, a.g.e., s. 199.

ların yeterince yatırımlara kanalize edilmesini önlemektedir. Bir yandan kârın dağıtılmayarak yatırımlara dönüştürmeyi amaç edinirken öte yandan ekonomik gelişmenin paralelinde ağırlığını hissettiren sermaye piyasası çerçevesi içinde tasarrufları cezbederek öz sermaye artırımına gitmek bunun için de yüksek temettü dağıtımına yönelmek firma yöneticilerini güç durumda bırakmaktadır. Bu ikilem arasında marjinal bir değerlendirme yapma durumunda olan finansman yöneticisi çoğu kez esas ilgilendirmeyen şekle ve usule bağlı sınırlamalarla uğraşmakta ve bu nedenle, gerek mikro seviyede firma değerini artıracak, gerekse makro seviyede kalkınma hedeflerini gerçekleştirecek optimal sermaye yapısı teşekkül ettirilememektedir.

Nitekim, Türkiye'de sınai işletmelerin sermaye yapılarına bakıldığında, dağıtılmayan kârların toplam içindeki oranı gerekenin altında kalmaktadır.

B. Sınai İşletmelerinin Sermaye Yapıları  
ve Dağıtılmayan Kârların Sermaye  
Yapısı İçindeki Yeri

Temettü politikasına göre belirlenen dağıtılmayan kâr seviyesinin ülkemizdeki sınai işletmelerinin sermaye yapısı içindeki yerini tayin edebilmek için yapılan çalışmanın ortaya çıkardığı sonuçlar Tablo II'de gösterilmektedir.

Görüldüğü gibi, sektörler itibariyle büyük değişimler gösteren yedekler oranı genel toplamda 1969-1971 yılları itibariyle sırasıyla % 18, % 18, % 17 seviyelerinde kalmaktadır.

1971 yılında kaydedilen % 1'lik düşüş geçici kabul edilse bile, genel seviyenin toplam sermaye yapısı içindeki payının yeterli olmadığı görülmektedir.



TABLO : VI

Başlıca Sektörler	1969				1970				1971			
	Öz		Amortisman		Öz		Amortisman		Öz		Amortisman	
Genel	48	19	<u>18</u>	15	48	18	<u>18</u>	16	50	17	<u>17</u>	16
Mensucat	53	18	<u>12</u>	17	53	17	<u>12</u>	18	53	15	<u>15</u>	17
Makine-Teçhizat	48	19	<u>22</u>	11	48	19	<u>21</u>	12	52	20	<u>17</u>	11
Toprak Ürünleri	39	24	<u>20</u>	17	41	21	<u>20</u>	18	41	21	<u>19</u>	19
Orman Ürünleri	44	29	<u>14</u>	13	52	21	<u>16</u>	11	56	19	<u>14</u>	11
Maden	44	16	<u>25</u>	15	47	15	<u>22</u>	16	49	13	<u>20</u>	18
Gıda	51	23	<u>11</u>	15	51	24	<u>10</u>	15	49	23	<u>12</u>	16
Madeni Eşya	47	22	<u>20</u>	11	49	21	<u>19</u>	11	44	25	<u>19</u>	12
Kımya	52	19	<u>16</u>	13	48	19	<u>16</u>	17	55	15	<u>12</u>	18
Nakliye	63	8	<u>24</u>	5	65	8	<u>21</u>	6	65	7	<u>21</u>	7

Kaynak : Bu tablo Türkiye Sınai Kalkınma Bankası'nca hazırlanan ve kendisine mali tablolarını vermekte olan

169 sınai kuruluşu kapsayan "End Use" raporlarından derlenmiştir.

Nitekim, 1966 yılı itibariyle ABD'de toplam fonlar içindeki dağıtılmayan kârların (yedeklerin) oranı % 25'in üstündedir. (5)

Temin kolaylığı, finansal risk seviyesini (borçların ödenememe olasılığı) düşürmesi, vergi tasarrufu sağlaması, öz sermaye bazını artırarak yeni kredi olanaklarına yol açması ve hepsinden önemlisi maliyetinin diğer fon kaynaklarına oranla ucuz olması gibi üstünlüklerine rağmen dağıtılmayan kârların kullanımının sınırlı kalması, temettü politikasının sınai işletmelerde gereği gibi uygulanmadığını göstermektedir. Gelişen sermaye piyasası koşulları altında daha rasyonel davranma zorunluluğunu hissedecek yöneticiler henüz, temettü dağıtım kararlarının alınmasında şekle ve usule ilişkin sınırlamalardan kurtularak çok boyutlu düşünmeye yönelememektedirler.

(5)

Bu konudaki istatistiklerin yetersizliği kesin sonuçlar çıkarmaya ve detaylı yorumlar yapmaya olanak sağlamamaktadır. Ancak genel ve ihtiyatlı bir sonuç çıkarmaya çalışılmıştır. Bu ihtiyat sınırları içinde Türkiye ve ABD'deki oranlar arasındaki farklılığı şöyle izah etmek mümkündür. "Sermaye piyasası geliştikçe, dağıtılmayan kârların firma bünyesindeki değerlendirilerek yatırımlara dönüştürme fonksiyonu daha geçerli olmaktadır". ABD'ye ilişkin rakamlar için bak. Economic Report of The President (Washington D.C.-1967)'a atfen Weston-Brigham, a.g.e., s. 374.

Bir yandan düşük maliyetli olması nedeni ile sermaye yapısında dağıtılmayan kâr oranını artırarak ortalama sermaye maliyetini düşürmek, öte yandan temettü olarak dağıtıldığı takdirde genellikle tüketime gidecek fonları dağıtmayıp yatırıma yöneltmekle makro ekonomik hedeflerin gerçekleşmesine ve tasarruf-yatırım dengesinin kurulmasına yardımcı olmak, temettü politikasının makro seviyedeki önemini ortaya koymaktadır. Ayrıca dağıtılmayan kârların verimli yatırımlarda kullanıldığını ve uzun dönemde temettü ve değer artışı olarak kârların ortaklara dönüşeceğini somut biçimde göstermek gerekmektedir.

İşte, bütün bu yönleri kapsayan ve rasyonel bazlar üzerine oturtulmuş optimal bir temettü politikası yalnız yöneticiyi ve ortakları tatmin etmeyecek aynı zamanda makro plan hedefleriyle uyumlu ve bu hedeflere ulaşımında yardımcı olabilecektir.

V. TEMETTÜ POLİTİKASININ TÜRKİYE İÇİN GEÇERLİLİĞİ  
VE BELİRLENMESİNDE ÖNEM KAZANAN FAKTÖRLER

A. Türkiye İçin Geçerlilik Kazanan Görüş :

Temettü politikasını firma değerlemesi yönünden ele alan görüşler iki grupta toplanmakta idi. Bunlardan birincisini oluşturan Miller-Modigliani görüşü, temettü politikasının firma değerlemesi üzerinde etken olmadığını savunmaktaydı. James Walter ve Ezra Salomon'da temettü politikasının yatırım politikası içinde düşünülmesinin gerektiğini söyleyerek bu görüşe yakın olduklarını göstermekte idiler. Myron Gordon ve John Lintner'in öncülüğünü yaptığı ikinci görüş ise, temettü politikasının firma değerlemesi üzerinde etken olduğunu ileri sürmekte idi.

James Van Horne ve Weston-Brigham'ın iddiaları da temettü politikasının optimal temettü dağıtım oranının saptanması dışında bu politikaya ilişkin birçok faktörün dikkate alınması ve karara bağlanması gerektiğini, bu nedenle de temettü politikasının aktif ve bağımsız niteliğe sahip bir kararlar topluluğu olduğu yönünde toplanmış idi. Bu kararlar topluluğunun belirleyeceği temettü politikası ise firma değerini muhakkak etkiliyecekti .

Başlangıçta vaz edilen varsayımlara göre söz konusu görüşlerin çeşitli varyasyonları kendi içinde geçerli olabilmekte ancak, pratikteki şartlara ve belirli ekonomik yapıya uyabilecek literatürde ağırlık kazanmış genel bir görüşe henüz rastlanmamaktadır.

Konuya henüz gelişme döneminde bulunan ve organize olmamış sermaye piyasasına sahip ülkemiz yönünden bakıldığında iki ayrı bölümden oluşan bir yapı ile karşılaşılmaktadır. Temettü politikasının firma değeri üzerindeki etkenliği bakımından ayrı sonuçlar veren bu bölümlere,

- kapalı şirketler
- açık şirketler

şeklindedir. Konunun gerektirdiği şekilde yapılan bu ayırımında kapalı şirket ve açık şirket tanımlamaları şöyledir :

Kapalı şirket, pay senetleri belli kişiler arasında dağılmış borsada muamele görmeyen aile şirketleridir.

Açık şirketler ise, pay senetleri borsada alınıp satılan, ortaklık yapısı itibariyle kapalı olmayan, aile şirketi olma niteliğinden uzaklaşmış ve ortak-yönetici ayırımını gerçekleştirmiş şirketlerdir.

Ülkemizde yapılan bir araştırmada, 6-9 ortaklı anonim şirketlerin en yüksek oranda olduğu (% 25), bunu 5 ortaklı anonim şirketlerin izlediği (% 20) ortaya çıkmıştır. Bu durumda yukarıdaki tanımlamalar dahilinde Türkiye'deki şirketlerin % 45'i 5-9 ortaklı aile tipi kapalı anonim şirketlerdir. Açık şirket sayılabilecek nitelikte ve ortak sayısı 51-1000 arasında olan anonim şirketlerin oranı

% 17, 1000'den fazla ortaklı şirketler oranı ise % 3,5 olarak

(1)

saptanmıştır.

#### 1. Açık Şirketler Açısından Temettü Politikası

Açık şirketlerde, diğer bir deyişle pay senetleri borsada alınıp satılan şirketlerde, temettü ödeme oranı <sup>(2)</sup> büyük önem kazanmaktadır.

(1)

Ayrıntılar ve hesaplamalar için bak: Tuğrul Ansay, a.g.e., s. 133-137

(2)

Temettü ödeme oranı, öz sermayeye ödenen temettü miktarını, yani öz sermaye verimini ifade eder. Bu oranda öz sermaye, ya da birim pay senedi fiyatı, nominal değer olarak gösterilebileceği gibi borsa değeri de gösterilebilir. İlanlarda yanlış uygulama sonucu nominal değer üzerine ödenen temettü oranı kullanılmaktadır. Temettü ödeme oranı dışında, temettü dağıtım oranı şeklinde tanımlanan ve kardan ne oranda temettü dağıtılacağını gösteren diğer bir kavram vardır. Gerçekte, temettü ödeme oranını belirleyen ve temettü politikası içinde belirlenmesi gereken oran temettü dağıtım oranı olmakta ancak bu orana hiç önem verilmemektedir. Bu durum daha sonra da belirtileceği gibi temettü politikasının tek boyutlu bir karar sahası olarak anlaşıldığını kanıtlayan hususlardan biri olmaktadır.

Bu görüşü kanıtlayan belgelerin başında menkul kıymet borsalarında ve borsa dışında menkul kıymet alım satım faaliyetlerini yürüten kişi ve kurumların satışlarında ve değerlendirmelerinde önem kazanan faktörleri belirten reklam ilânları gelmektedir.

Bu ilânlarda önem kazanan tek faktör "temettü ödeme oranı" olarak belirlenmiştir.

Günlük gazetelerin ilân sayfalarında çeşitli kişi ve kurumlara ait ilânlardan derlenen sözcükler şöyle sıralanmaktadır :

" ... Sifariş ... % 40 temettü tevzii etmiştir "

" ... Plastikay % 25 temettü tevzii etmiştir. Bu yıl beklenen asgari % 30'dur."

" ... Devsan Gıda Sanayii ... bu yıl temettü ödemesi çok muhtemel"

" ... Koruma Tarım ... % 30 kupon üzerinde..."

" ... Akçimento, % 20 temettü verdi ..."

" ... Demir Döküm,.. % 50 temettü ödedi."

" ... Şişe Cam, % 15 temettü ödedi."

- " ... Polylen, % 31,5 temettü verdi ..."
- " ... Hektaş ... % 17,5 temettü verecek ..."
- " ... Karsan, daima % 20 temettü öder ..."
- " ... Makine Takım % 35 temettü ödemiştir..."

Bu örnekleri artırmak mümkündür. Ancak, görüldüğü kadarıyla da açık şirketlerin pay senedi satışlarında etken olması gereken, kazanç gücü, büyüme hızı, sanayi kolunun yapısı, firmanın rekabet gücü, beklenen gelişmeler yerine, temettü ödeme oranı başlıca önemli faktör olarak gösterilmektedir. Temettü oranının bu şekilde gereğinden fazla ön plana çıkması, ilk başta organize olmamış sermaye piyasaları içinde temettü politikasının firma değeri açısından çok büyük anlam taşıdığı intibasını vermektedir. Ancak, temettü politikası, en yüksek temettüyü dağıtarak pay senedi fiyatlarını yükseltmenin ötesinde önceki bölümlerde belirtildiği gibi diğer bazı kavramları içermekte ve bir kararlar topluluğu olarak tanımlanması gerekmektedir.

Ülkemizdeki genel anlayış, kâr üzerinden en yüksek temettü dağıtım oranının (dağıtılabılır kârın tamamının dağıtılması) optimal olduğu şeklindedir. Bu anlayış içinde, temettü politikası kapsamında



düşünülmesi gereken faktörleri bir kenara bırakarak sadece temettü oranını yükseltmeye çalışan yöneticiler alternatif olarak değerlendirilebilecek yatırım olanaklarını ihmal etme ve temettü dağıtımına ilişkin faktörleri dikkate almama görüntüsü içindedirler. Bu düşünce yapısı ise birbirlerine bağlı olarak yatırım temettü ve finansman kararlarının isabetsizliğini artırmaktadır.

Gerçekte yüksek temettü dağıtım ihtiyacını doğuran saikler, firma içinden ziyade firma dışındaki faktörlerin etkisi altında oluşmaktadır. Bu faktörleri şöyle sıralamak mümkündür :

- Ülkemizde üretim faktörleri içinde en kıt olanı sermayedir. Bu kıt faktörü kendilerine çekmek isteyen ve gelişen teknolojik yapı itibariyle rekabet bakımından kuvvetli olmak amacıyla büyük yatırımlara yönelen müteşebbisler, önce ister istemez gereğinden düşük sermaye ile işe başlamakta ve en kısa zamanda sermaye artırımına gitmek istemektedirler. Bunun için de kuruluş dönemlerinde kâr seviyesi ne olursa olsun tasarruf sahiplerine cazip gelecek seviyelerde temettü dağıtmaya çalışmaktadırlar. Kuruluş devrelerinde yüksek temettü dağıtmayı başaranlar ileriki dönemlerde sermaye artırımını kolaylıkla gerçekleştirebilmektedirler.

- Pay senedine yatırım yapmayı düşünen tasarruf sahiplerinin gelir durumlarına bakıldığında çoğunluğun asgari ihtiyaçlarını gidemiş ve elindeki nakit fazlasını güvenilir, düzenli ve belirli seviyenin üstünde kazanç sağlayacak ve gelecek dönemlerden ziyade cari dönemde kapitalize edebileceği yatırımlara yönelten kişilerden oluştuğu görülmektedir. (3) Ayrıca, güvenceli ve denetim altında bulunan bir sermaye piyasasının yokluğu tasarruf sahiplerinin zaman tercihlerini kısa devreye yönelten diğer bir faktör olmaktadır.

- Menkul kıymet alım satımı işlerinde aracı rolündeki kişi ve kurumlar gerçekte oldukça güçlü ve maliyetli bir iş olan firma analizi, risk tayini, gelişme potansiyelinin tespiti gibi soyut niteliği olan kavramlardan ziyade temettü oranının yüksekliği üzerinde spekülasyon yapmayı tercih etmektedirler. Aracıların bu tutumu borsa hareketlerini hızlandırmak ve tasarruf sahiplerini daha kolay etkileyebilmek amacına hizmet etmektedir. Bu anlayış firmaları da etkilemekte ve temettü oranının yüksek tutulması fikrine angaje olmalarına yol açmaktadır.

(3)

Ortakların genel saikleri ve gelir yapıları hakkında dikkatli bir araştırma henüz yapılmamıştır. Ancak menkul kıymet alım satımı yapan kişi ve kurumlarla tez için yapılan görüşmelerde genel kanı bu şekilde belirtilmiştir. (MEBAN Bürosu İcra Komitesi Başkanı İbrahim Şensoy ve firma teknik uzmanları ile yapılan görüşme).

Firma yöneticisi, tasarruf sahibi ve aracilar nezdinde yüksek temettü dağıtımını haklı kılacak yönde gelişen bu anlayış politik ve ekonomik yapısı tam anlamıyla düzene kavuşmamış bir ülkede kolaylıkla taraftar bulabilmektedir.

Nitekim borsada muamele gören bazı şirketlerin pay senedi fiyatlarının prim yapması ile dağıtılan yüksek temettüler arasında kuvvetli bir ilişki mevcuttur. Bu ilişki aşağıdaki tabloda kolayca görülmektedir. (4)

(4)

Tablo'da verilen örnek dahilinde yapılan korelasyon katsayısı hesaplamasında  $r = 0,8449$  bulunmuştur. (r) değerinin bire yakınlığı söz konusu ilişkinin çok kuvvetli olduğunu simgelemektedir. Ancak, basit bir yöntemle yapılan bu analizde firma değerini artıran bütün faktörler ve enflasyon hızı sabit tutulmuştur. Sadece 1973 yılı temettü ödeme oranının 1974 piyasa fiyatlarını etkilediği varsayılmıştır. Bu analizin daha anlamlı olabilmesi için piyasa değerini etkileyen temettü dışındaki bağımsız değişkenlerin ve enflasyonun doğurduğu fiktif değer artışının çoklu regresyon analizi ile sonuçlandırılması gerekmektedir. Bu tür analizler özellikle sermaye piyasaları gelişmiş ülkelerde önem kazanmıştır. Örnekler için bak : Friend and Puchett, "Dividends and Stock Prices" Van Horne'nun editörlüğünü yaptığı Foundations for Financial Management, Richard D. Irwin (Illinois-1966) s. 664-665.

TABLO : VII

Firma	Pay Senedi Borsa Değeri (TL.)*	1973 yılında Dağıtılan Temettü Oranı (%)
Anadolu Cam	850	-
Ak Çimento	1 800	20
Ereğli Demir Çelik	900	7
Gübre Fabrikaları	1 350	5,75
Istanbul Porselen	1 300	9
Kav Kibritleri	1 350	-
Karadeniz Bakır	850	-
Kartonsan	2 500	20
Koruma Tarım	2 500	30
Makine Takım	3 100	35
Mensucat Santral	4 200	30
Nasaş	1 100	-
Olmuk	2 800	30
Plastifay	1 850	25
Rabak	2 850	35
Sunta	1 350	-

TABLO : VII (Devam)

Firma	Pay Senedi Borsa Değeri (TL.)*	1973 yılında Dağıtılan Temettü Oranı (%)
Sifaş	2 500	40
Vatan Konserve	1 500	23,30
Yapı ve Kredi Bankası	2 900	37,52
İzocam	2 900	40

\*

Pay senedi borsa değerleri 1000.- TL. nominal değer üzerinden dikkate alınmakta ve 1974 ilk sekiz aylık ortalama piyasa değeri üzerinden ifade edilmektedir.

Kaynak : Menkul Kıymetler Borsası, Bankerler ve TSKB'den alınan bilgiler, Meban Sermaye Piyasası Haftalık Bültenleri ve Banka ve Ekonomik Yorumlar Mecmuası, Ağustos 1974 Cilt II Sayı 8., s. 70-74 derlenmiştir.

Yüksek temettü ödeme oranı yanında önem kazanan diğer bir faktör de ödeme oranındaki düzenliliğidir. Yüksek temettü ödeyen firmalar ayrıca yıllar itibariyle belli bir temettü seviyesini muhafaza ederek düzenli bir görünüm arz ettikleri tükürde piyasada daha fazla değer kazanma olanağını elde edebilmektedirler. Nitekim Mensucat Santral T.A.Ş.,

Rabak Elektrolitik Bakır ve Mamulleri A.Ş., yüksek ve düzenli temettü ödeyerek piyasa değerlerini nominal değerlerinin çok üstüne çıkartan firmalara örnek gösterilmektedir.

Söz konusu iki firmanın 1969-1973 dönemi itibariyle faaliyet raporlarından derlenen bilgilere göre temettü ödeme oranları şöyle tespit edilmiştir :

	<u>1969</u>	<u>1970</u>	<u>1971</u>	<u>1972</u>	<u>1973</u>
Mensucat Santral	% 24,7	% 12,0	% 25,0	% 30,0	% 30,0
Rabak	30,0	30,0	24,0	30,0	35,0

Mensucat Santral A.Ş.'nin piyasada 1.000.- TL.lık pay senedi, 1974 Ağustos-Eylül dönemi itibariyle 4.200 - 4.600 TL. arasında alıcı bulabilmiştir. Rabak A.Ş.'nin 1.000.- TL.lık pay senetlerinin borsa değeri 2.800-3.000 TL. arasındadır. Bu senetlerin piyasada % 300-400 değer artışı kaydetmesinin en önemli nedenlerinin başında yüksek oranda ve düzenli temettü dağıtımı gelmektedir.

Öte yandan, geçmişte düzenli temettü ödemiş bazı firmaların pay senedi satışlarını hızlandırmak için verdikleri reklamlarda bu temayı işledikleri de görülmektedir. Nitekim bazı firmaların gazetelerde yayınlanan ilânlarında her yıl % 10-15 arası net temettü garantisi verilmesine ya da geçmiş dönemlerde ödenmiş temettü oranlarının ne derece düzenli olduğuna dair başlıklar en önemli yeri kaplamaktadır.

Bütün bu uygulamalar daha önce de belirtildiği gibi açık şirketlerde yüksek ve düzenli bir temettü dağıtımının firma değerini artırdığını ve temettü dağıtım oranının % 100 alınmasını yani dağıtılabilir kârın tamamının dağıtılmasını optimal temettü politikasının esası olarak göstermektedir.

## 2. Kapalı Şirketler Açısından Temettü Politikası :

Ülkemizdeki anonim şirketlerin yaklaşık olarak % 45'ini oluşturduğu kabul edilen kapalı şirketler açısından temettü politikasının uygulanmasında en önemli faktör vergi olmaktadır. Hukukî yönden anonim şirket olmakla beraber nitelik ve nicelik yönünden şahıs şirketi görünümündeki bu şirketlerde ortak-yönetici ayrımı

yoktur. Şirket yönetiminde en son sözü söyleyen ve ortağı durumunda bulunan kişi (ya da kişiler) aynıdır. Böyle bir yapı içinde temettü politikası anlamı ve firma değerlemesi açısından önemini kaybetmektedir.

Temettü dağıtmak ile dağıtmamak arasında ortak ve yöneticinin aynı kişiler olması nedeni ile servet artışı yönünden bir fark olmamaktadır. Daha önceki bölümlerde belirtildiği ve hesaplandığı gibi, temettü dağıtımı halindeki vergi yükünün temettü dağıtmama alternatifinin vergi yükünden fazla olması, bu tür şirketlerin hiçbir şekilde temettü dağıtmamasına yol açmaktadır. Diğer bir deyişle sıfır temettü dağıtım oranı vergi yükünden ötürü kapalı şirketler için optimal olmaktadır.

Şirket ortağı ihtiyaç duyduğu geliri şirket yöneticisi olarak maaş, ücret, huzur hakkı şeklinde temin edebilmekte, ayrıca şahsî giderlerini kanunun izin verdiği sınırlar içinde şirkete yükleyebilmektedir. Kendi şahsî tatmini için bu şekilde elde ettiği geliri temettü şeklinde alarak gereksiz yere vergi vermeye haklı olarak yaşamamaktadır.



Kapalı şirketlerde önem kazanan vergi faktörünün etkenlik derecesini azaltıp azaltmamak konusunda çeşitli görüşler vardır. Dağıtılmayan kârların sadece % 20 gibi düşük bir oranda vergilendirilmesinin işletmeleri daha fazla yatırıma itme ve ekonomik kalkınmayı hızlandırma etkisine karşılık, işletme içi yatırımların aşırı derecede ilerletme olasılığı da söz konusudur. Başka sahalarda daha kârlı yatırımlar olduğu halde kârların şirketten çekilmesinin sebep olacağı vergi yükü yüzünden ortaklar aynı şirket içinde daha düşük verimli yatırımları tercih edebileceklerdir. Diğer bir deyişle böyle bir vergi hafifletmesi sermayenin şirketler arası ve sektörlerarası akışkanlığı azaltacaktır.

(5)

Öte yandan, dağıtılan kârlardan alınan toplam verginin daha düşük olması kurumları daha çok kâr dağıtmaya iter. Bunun sonucunda hisse senedi veriminin artması ile sermaye piyasasında hisse senedi talebi artar. Hisse senedi alanların yüksek gelirli olması halinde, dağıtılan kârların büyük bir kısmının tasarruf edilecek en kârlı görünen yatırımlara sevk edilmesi mümkün olur. Böylece toplam tasarrufların en verimli yatırımlara yönelmesi ve sermaye piyasasındaki fon akışının hızlanması sağlanır. Ancak, hisse sahiplerinin düşük gelirli

---

(5)

Kenan Bulutoğlu a.g.t., s. 15.

olması veya tüketim ekonomisinin ağırlık kazanması nedeni ile dağıtılacak kârların tüketime yönelmesi söz konusu olabilir. Bu durumda ise tasarruf açığını kapama konusunda temettü politikasının etkisi olumsuz olur. Ülkemizdeki durumun kesinlikle söylenemese bile,

- . ikinci yapıya uygunluğu ve
- . sermaye piyasasının henüz tam anlamı ile gelişmemiş olması,
- . uygun yatırım sahalarının hisse sahiplerince güç seçilmesi
- . riskin yüksek olması

nedenleriyle dağıtılmamış kârların daha düşük oranlarda vergiye tabi tutularak kâr dağıtmamayı vergi yönünden teşvik etmek geçerli görünmektedir. Ayrıca vergileme yönünden fon akışını hızlandırıcı tedbirlerin getirilmesi ve kâr dağıtımının teşvik edilmesi isteniyorsa bu sadece yatırım şirketlerine uygulanabilir.

Kapalı şirketlerin, ortaklarından ziyade bankalar ve diğer kredi kuruluşları nezdindeki değerlemesi önem kazanmaktadır. Kapalı şirket olmaları nedeni ile sınırlı öz sermaye ile çalışma zorunlulukları açık şirketlere oranla yabancı sermayeye (borçlanmaya) daha fazla ağırlık vermelerine yol açmaktadır. Kredi veren kuruluşlar ise borçlanma limitlerini saptarken borç/öz sermaye katsayısına bakarlar

ve bu katsayının artan risk nedeni ile belli bir oranı geçmesini  
(6)  
istememezler.

Borçlanma katsayısını değiştirmeden (finansal riskini artırmadan)  
yeniden borçlanmaya gitmek isteyen bir şirket öz sermayesini artırmak zorundadır. Bunun için de ya yeni pay senedi çıkartarak sermaye artırımına gider ya da dönem kârlarını dağıtmayarak öz sermayeye ekler (ya da her ikisini birlikte yapar). Maliyeti yüksek ve ortaklar tarafından en son çare olarak baş vurulacak yeni hisse senedi çıkartarak öz sermaye artırma alternatifini bir kenara bırakılırsa, dönem sonu kârlarının dağıtılmayarak öz sermayeye eklenmesi katsayı-  
(7)  
yı değiştirmeden ek borçlanma olanağı yaratan tek alternatif olur.

(6)

Kredi veren kuruluşlar nezdinde borç/öz sermaye katsayısı borç sınırını tayin eden en önemli objektif faktördür. Bu katsayının teorik olarak 1/1 olması aranır. Ancak pratikte çoğu kez bunun üzerine çıkar ve 3/2 ye kadar yükselir. DPT ve Sanayi ve Teknoloji Bakanlığı'nın teşvik amacıyla uygun gördüğü belirli sanayi kolları ve gerice yörelerdeki yatırımlarda bu katsayı 4/1'e kadar çıkmaktadır. Bak : 1974 yılı İcra Programı, Teşvik Uygulama Kararları ve Genel Teşvik Tablosu, s. 7-8

(7)

Açık şirketlerde de ortakların yüksek vergi dilimlerine gimesi halinde kâr dağıtıp dağıtmama arasında bir vergi tasarrufu ve dağıtılmayan kârın öz sermayeye eklenerek borçlanma bazının artırılması aynen kapalı şirketlerdeki gibidir. Ancak, açık şirketlerin yapısal özelliklerinden ötürü bu faktörlerin temettü kararlarındaki etkenliği yerini başka faktörlere bırakır.

Bu yapı içinde vergi tasarrufu dışında, öz sermayeye eklenerek en az kendisi kadar borç limitlerini artırma özelliği kapalı şirketlerin temettü politikasının "hiçbir zaman kâr dağıtmama" (temettü dağıtım oranının sıfır olması hali) şeklinde belirlenmesi gerektiğini ortaya koymaktadır.

B. Türkiye'de Temettü Politikasının  
Belirlenmesinde Önem Kazanan Faktörlerin Toplu  
Olarak Gösterilmesi

Temettü politikasının ülkemizdeki uygulamasına bakıldığında başlıca iki ana faktörün önem kazandığı görülmektedir. Bu faktörler,

- açık şirketlerde temettü ödeme oranı
- kapalı şirketlerde vergileme

şeklindedir.

Kapalı şirketlerin açık şirket haline dönüşerek ortadan kalkmaması halinde vergileme faktörü bu tür şirketlerde temettü politikasının en etken ve önemli faktörü olmaya devam edecektir.

Açık şirketler ise gelişen ekonomik ve sosyal yapı içinde ağırlığını hissettirmekte olan sermaye piyasalarının organize olması ile temettü politikasını , mevcut tek boyutlu görünümünden kurtararak, olması gereken ve daha rasyonel kararların verilmesine yol açacak şekilde saptama durumundadırlar.

Mevcut yapı içinde yönetimin yeri, işletme kararlarının rasyonelliğini sağlayacak şekilde belirlenememiştir. Yönetim gerek kendi içsel problemleri ile uğraşmaktan, gerekse mevcut piyasa yapısının yarattığı ve kontrol edilemeyen dışsal faktörlerin ağırlığı nedeni ile kendi dışında belirlenen temettü ödeme oranını kabul etmekte ve bu oranın gerçekleştirilmesi için gerekli fonksiyonları üstlenmektedir.

Temettü ödeme oranını, dolayısıyla temettü kararlarını etkileyen faktörler şöyle sıralanmaktadır : (Şekil III)

- Kârlılık seviyesi
- Ortakların yapısı ve tercihleri
- Enflasyon

(8)

- Aracıların spekülâtif hareketleri
- Likidite durumu
- Hukukî sınırlamalar (genel ve özel mukavele hükümleri)
- Borçlanma bazı

Bu faktörler dışında, kısmen de olsa kârlı yatırım fırsatlarının varlığı ve bu fırsatların değerlendirilme isteği temettü ödeme oranının belirlenmesinde etken olmaktadır. (Temettü kararlarının yatırım kararları içinde incelenmesi görüşü)

Gelişen ekonomik ve sosyal koşullar temettü politikasının belirlenmesinde yönetimin yerini ve üstlendiği fonksiyonları değiştirmektedir. Bu değişim temettü kararlarını tek boyutlu görünümünden uzaklaştırıcı ve rasyonelleştirici niteliktedir.

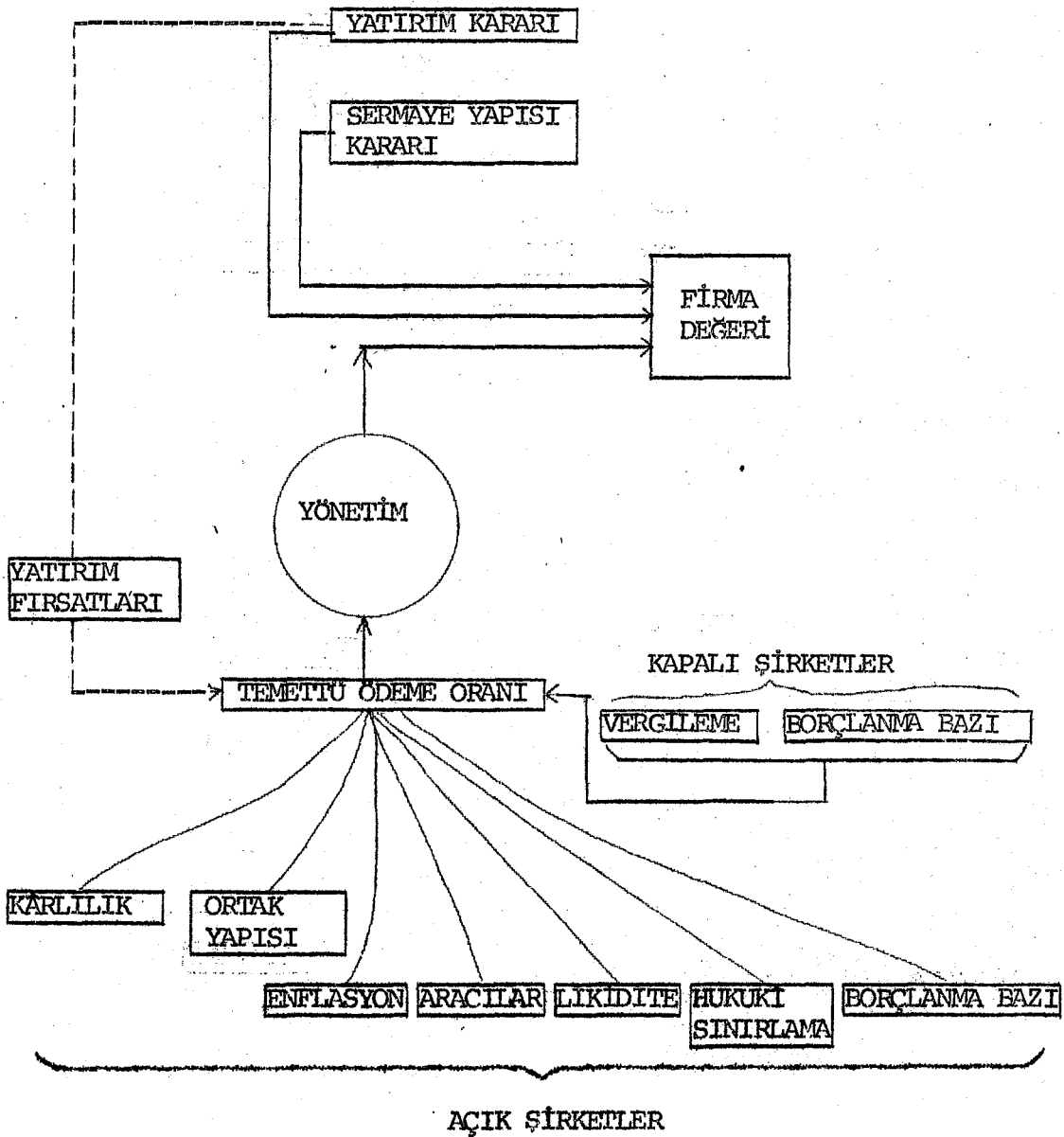
---

(8)

Gelişmiş ekonomilerde görünmeyen ve ülkemizde rastlanan bu faktörün etkenliği Menkul Kıymet Borsası Uzmanları tarafından şöyle açıklanmaktadır. "...Ellerinde bir şirketin çok sayıda pay senedi bulundurması halinde bu araçlar genel kurul toplantılarına katılarak ortakları etkilemekte ve temettü ödeme oranının yüksek tutulmasını sağlamaktadırlar. Ortakların da tercihlerinin aynı yönde olması nedeni ile bu etkileyiş çok kolay olmaktadır. Böylece deklare edilen yüksek temettü ile araçlar ellerindeki senetleri primli satma olanağını bulmaktadırlar..."

TÜRKİYE'DE AÇIK VE KAPALI ŞİRKETLERDE TEMETTÜ KARARLARINI  
VE FİRMA DEĞERİNİ ETKİLEYEN FAKTÖRLERİN MEVCUT YAPISI VE  
YÖNETİCİNİN DURUMU

ŞEKİL : III



Yönetim, kendi kontrolu dışında saptanan ödeme oranının gerçekleştirilmesini sağlamak yerine, temettü kararlarını etkileyen tüm faktörleri analiz etmek, değerlemek ve bunun sonucunda temettü ödeme oranını, ödeme şeklini, zamanını ve düzenliliğini gerek firma, gerekse ortaklar için optimal düzeyde gerçekleştirilmesini sağlamak durumundadır. (Şekil IV)

Yönetimin temettü kararlarını etkileyen faktörler ve yönetimce değerlendirme anında dikkate alınması gereken hususlar şöyle özetlenmektedir :

- Yatırım Fırsatları : Firmaların kârlı yatırım fırsatlarını değerlendirme istekleri ek finansman ihtiyacını gerektirir. Dağıtılmayan kârlar bu ihtiyacın karşılanmasında kullanılabilecek bir fon kaynağıdır. Kârların dağıtılmayıp önce kârlı yatırımların finansmanında kullanılması sermaye kıt ekonomilerde tercih edilmesi gereken bir yol olmaktadır. Ancak kârların dağıtılmayarak yatırımlara yöneltilmesi ile cari temettü gelirinden yoksun kalan ortaklara gelecek dönemlerdeki mükafatının ne olacağını somut bir şekilde gösterilmesi gerekir. İşte yönetimin esas fonksiyonlarından biri verimli

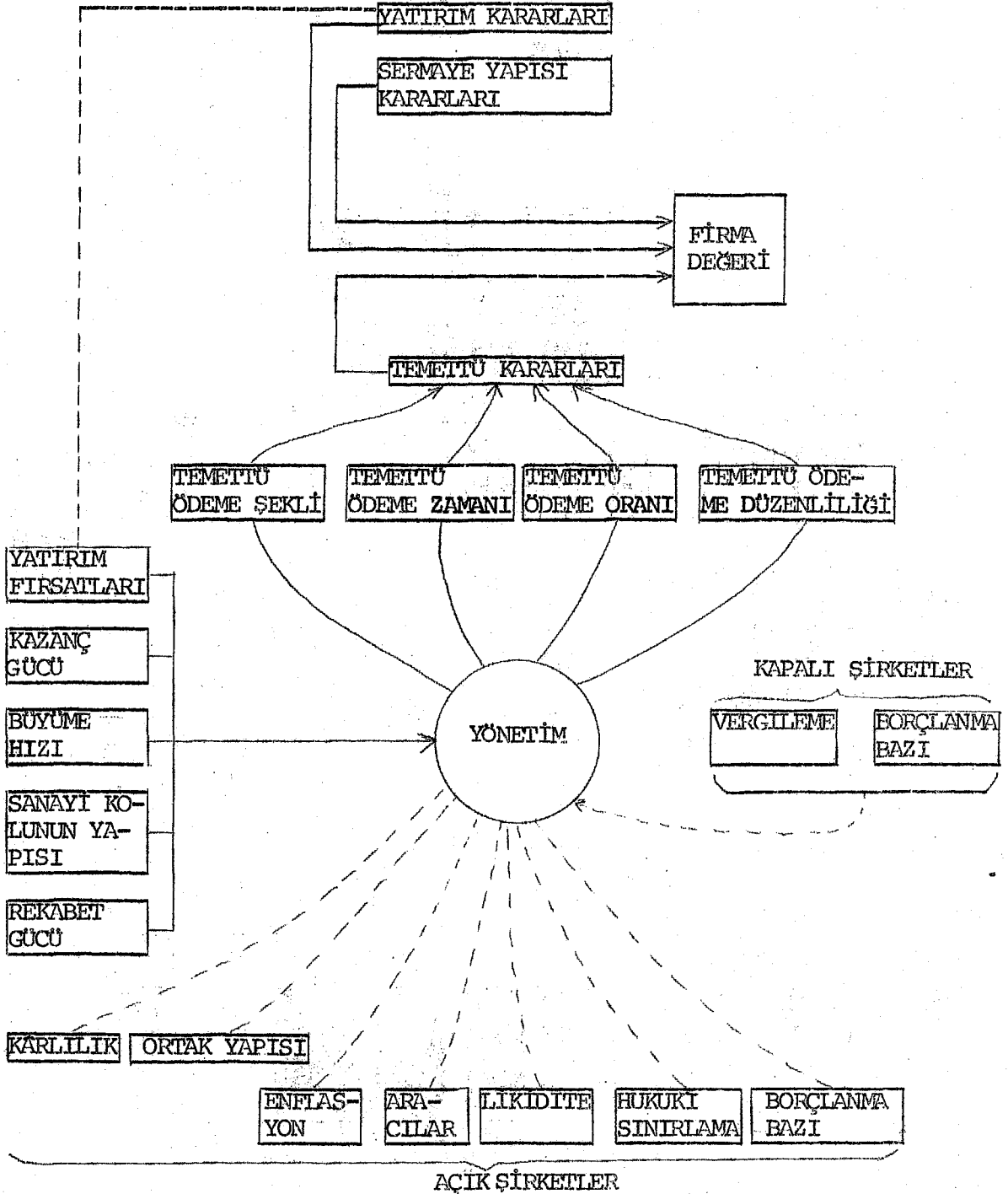


TÜRKİYE'DE TEMETTÜ KARARLARINI VE FİRMA DEĞERİNİ

ETKİLEYEN FAKTÖRLERİN OLMASI GEREKEN YAPISI VE

YÖNETİMİN DURUMU

ŞEKİL: IV



yatırım sahalarının seçimi kadar yatırımın dönüştüreceği kârların ne olacağını ortaklara göstermek ve onların zaman tercihlerini etkilenektir. Ortaklara temettü olarak dağıtıldığı takdirde genellikle tüketim harcamalarında kullanılabilecek kârların firma bünyesinde yatırım harcamalarında kullanılmasının gerek mikro, gerekse makro düzeydeki olumlu etkileri ortadadır.

- Kazanç Gücü : Firma değerinin, esas itibariyle cari kârlılık seviyesi ya da kârlılık seviyesinin bir fonksiyonu olarak dağıtılan cari temettü miktarından ziyade gelecek dönemlerdeki kazanç gücüne bağlı olduğu son yıllarda finans literatürüne hakim olan bir görüştür. (9)
- Firmanın kazanç gücü ise yatırımların isabetli seçimine ve ucuz maliyetli finansman kaynakları bulmaya bağlıdır. Kazanç gücünün yüksek olması gelecek dönemlerde beklenen temettü akımının yüksek olmasına yol açacaktır. Yönetim seçtiği kârlı yatırımları düşük maliyetli fonlar ile finanse ederek kazanç gücünü artırmak ve bu şekilde gelecek dönemlerdeki temettü ödeme oranını yükseltmek durumundadır. Bu nedenle firmanın kazanç gücünü artırıcı faaliyetlerini temettü politikası içinde düşünmek gerekli olmaktadır.

(9)

Latané - Tuttle, Security Analysis and Portfolio Management, Ronald Press Co. (New York-1970) s. 277-278.

- Büyüme Hızı : Firmanın büyüme hızı ile gelecek dönemlerde dağıtılacak temettü miktarı doğru orantılıdır. Cari kâr yerine, firmanın büyümesi ve büyüme hızının maksimum kılınmasının hedef alınması temettü politikasının ileriye dönük diğer bir özelliğidir. Yönetim bu hedef dahilinde cari temettü dağıtım oranını saptamak zorundadır.
  
- Sanayi Kolunun Yapısı : Firmanın faaliyet gösterdiği sanayi kolunun gelişimi, kalkırma planlarındaki yeri ve teknolojik yapısı yatırım saiklerini etkileyen unsurlardır. Devamlı gelişme gösteren sanayi kollarında örneğin, kimya sanayii, elektronik sanayii, yeni teknolojileri ve üretim yöntemlerini araştırarak firma bünyesine dahil etmek, kapasiteyi büyütmek gibi nedenlerle devamlı yatırım yapma gereği hissedilir. Bu tür sanayi kollarında temettü dağıtmak yerine dönem kârlarının otofinansmanda kullanılması yönetim için kaçınılmazdır. Yönetimin yatırım harcamalarını başarıyla yürütmesi ve firmanın sanayi kolunun icaplarını yerine getirmesi gelecek dönemlerdeki kazanç seviyesini, büyüme hızını olumlu yönde etkiler ve bunun sonucunda da bir yandan firma değeri yükselirken öte yandan gelecek dönemlerde dağıtılacak temettü miktarı artar.

- Rekabet Gücü : Firmanın mevcut ve gelecek dönemlerdeki rekabet durumunun ortaya konması ve firma hedeflerinin buna göre saptanması gerekir. Firmanın rekabet gücünün muhafaza edilmesi ya da artırılması yatırım harcamalarını, yatırım harcamalarının finansman şekli ise temettü dağıtım oranını belirler. Yönetim firma hedefleri ile ortakların firmadan beklediklerini uyuşturmak ve her iki birim için optimaliteyi bulmak zorundadır.

Buraya kadar sıralanan faktörler yönetimin temettü kararlarını, cari dönemden ziyade gelecek dönemlere yönelik biçimde ve yatırım kararları ile birlikte değerlendirmesini öngörmektedir.

Aşağıdaki faktörler ise daha ziyade cari dönemi içine alan ve rutin hale dönüşmüş faktörler olmaktadır.

- Kârlılık : Firmanın cari dönemde ödeyeceği temettü oranını belirleyen en önemli faktörlerden birisi cari dönem kârıdır. Yönetim dönem kârını temettü ödeme ve yedek ayırma arasında optimal biçimde dağıtma fonksiyonunu üstlenir.

Ülkemizdeki yüksek kârlılık oranları buna karşılık ekonomik ve politik yapıdaki istikrarsızlık yönetimin işini zorlaştırmaktadır. Yüksek kârlılık seviyesini dikkate alarak yapılan temettü ödemeleri istikrarsız yapı nedeni ile çoğu kez yönetimi güç durumlarda bırakmaktadır. Bu nedenle yönetim kârlılık seviyesine bakarak dağıtım oranını saptarken, gelecek dönemlerdeki gelişmeleri de dikkate almalı ve ayrıca geçmiş dönemlerde dağıtılmış temettü oranları ile düzenliliği sağlamalıdır.

- Ortak Yapısı : Ortak yapısı temettü dağıtımını etkileyen diğer önemli bir faktördür. Yönetimin ortakların gelir seviyelerini, tüketim ve tasarruf eğilimlerini, firmayı kontrol saiklerini bilmesi dağıtılacak temettü miktarının saptanması bakımından gereklidir. Ortakların tatmini ön planda geldiğine göre, bu unsurların bilinmesi optimal oranın bulunmasını kolaylaştıracaktır.

Gelir seviyesi düşük ve temettüyü tüketim harcamalarında kullanan ortaklar, yeni yapılacak yatırımların kendilerine dağıtılacak kârlar ile finanse edilmesini tercih etmezler.

Yönetim kârlı bulduğu yatırımları gerçekleştirmek için dağıtılmayan kârları kullanma zorunluluğunda ise ortakların cari tüketim harcamalarını kısımaları yolunda ikna gücünü kullanacaktır. Bunun için de senet temettü dağıtmak, gelecek dönemlerde daha yüksek bir temettüyü garanti etmek gibi çeşitli yolları deneyecek veya yatırım yapma zorunluluğunu, sağlanabilecek vergi tasarrufunu ve pay senedi değerindeki muhtemel artışı, aksi halde yeni yatırım için yeni pay senedi çıkartılmasının kontrolü dağıtacağı ve gelecek dönemlerdeki kârın daha fazla ortak arasında bölüneceğini belirterek, ortakların yüksek temettü beklentilerini söyleyecektir. Yönetimin cari temettü ödeme oranını belirlerken karşılaştığı en güç fonksiyonlarından biri de budur.

- Enflasyon : Ekonomide mevcut enflasyon dönem kârlarının gereğinden fazla görünmesine yol açar. Enflasyon hızının yüksek olması halinde, bilanço kârına göre temettü oranını saptamak durumundaki yönetim oranı yüksek tuttuğu takdirde gerçek anlamda elde edilmemiş fiktif kâr üzerinden temettü dağıtarak "net kâr prensibi" ve "öz sermaye prensibi"ni bozabilir.

Bu nedenle, firma içinde ekonomideki enflasyon hızını dikkate alacak şekilde temettü dağıtımına baz teşkil edecek bir kâr hesaplama yönteminin kullanılması gerekli olmaktadır. Daha önceki bölümlerde açıklanan bu yöntemlerden ülkemiz açısından en uygun olanı işletme sermayesindeki artışın dönem kârından düşülmesi ile hesaplanacak temettü kârı üzerinden dağıtım oranınının saptanmasıdır.

Bu uygulamanın belli başlı özelliklerini ise şöyle özetlemek mümkündür :

- Enflasyonun en belirgin özelliklerinden birisi işletme sermayesi ihtiyacını artırmasıdır. Günlük harcama seviyesinin artmasına paralel olarak artan işletme sermayesinin uzun vadeli borç, öz kaynak ya da dağıtılmayan kârlarla karşılanması gerekir. İşletme sermayesindeki net artışın dönem kârından düşülmesi ile bulunacak kârın temettü dağıtımına baz teşkil etmesi enflasyonun likidite üzerindeki olumsuz etkilerini kısmen de olsa giderebilecektir. Bu yöntem, ek işletme sermayesi ihtiyacını hisseden ve nereden temin edileceği konusunda düşünen yönetimin likidite problemlerini çözmesinde yardımcı olabilecektir.

- Bu uygulama için firmanın gelecek dönem içindeki net işletme sermayesi ihtiyacını saptaması gerekir. Gelecek dönemdeki işletme sermayesi ile mevcut dönemde kullanılan işletme sermayesi arasındaki fark kârdan düşülecek miktardır. Bütçe kavramı ve uygulaması gelişmemiş firmalarda gelecek dönem işletme sermayesi seviyesinin tahminlenmesi bu yöntemin en güç tarafı olmaktadır.

- Bu yöntem, sabit değerlerdeki artışları dikkate almadığı için ikame fon ayırımı konusunda bir uygulama getirmemektedir. Bu nedenle işletme sermayesindeki artış kadar enflasyonun etkisi dikkate alınmakta, bunun dışında sabit değerlerin yenilmesi esnasında amortisman fonlarının yetersizliğine bir çözüm getirememektedir.

Özellikle sabit değerleri yüksek işletmelerde bu sakınca kendini daha da fazla hissetilmektedir. Ancak, yeniden değerlemeyi gerekli kılacak alternatif yöntemin uygulama güçlüğü bu eksikliğin varlığını haklı kılarak, giderecek niteliktedir.



- İşletme sermayesindeki artışın dönem kârından düşülerek bulunan ve temettü dağıtımına baz teşkil eden yeni kâr seviyesinin ortaklara izah edilmesi gerekmektedir. İşletmecilik anlayışı tam olarak gelişmemiş ortaklara basit olmasına rağmen böyle bir uygulamanın gerekçesini anlatmak güç görünmektedir. Ayrıca kâr dağıtımını asgari seviyede tutmak isteyen yöneticilerin tahmine dayanan işletme sermayesini gerektiğinden yüksek tutması ortakları rahatsız edebilecek diğer bir husustur.

Ancak, kararlarını optimal düzeyde oluşturmak durumundaki yönetimin böyle bir uygulamaya girmesi uzun vadede kendi aleyhinde sonuçlar vereceği dolayısıyla bu açığın kendiliğinden kapanacağı düşünülmelidir.

- Bu yöntemin hukukî yönden de bazı sınırlamalara tabi olacağı söylenebilir. Ancak bunlara çözüm bulmak, şirket mukavelesinde yer almasa bile genel hükümlerin genel kurula tanıdığı yetkilerden istifade ederek temettü dağıtımını işletme sermayesi ihtiyacını karşıladıktan sonra tespit etmek mümkün görünmektedir.

- Aracılar : Daha önce belirtildiği gibi sermaye piyasasının henüz organize olmamış bir yapı içinde çalışması, menkul kıymet alım satımı ile uğraşan aracı kişi ve kurumların spekülatif faaliyetlerinin etkenliğini artırmaktadır. Genel kurullarda aracılar tarafından yapılan kulisler neticesinde firma ve ortak menfaatlerinden ziyade aracılardan menfaatlerini gözeterek temettü kararlarının alınması bunun en tipik örneği olmaktadır. Ayrıca gerek reklamlarda, gerekse tasarruf sahiplerinin kendilerine baş vurduklarında satış için sadece temettü ödeme oranına değinmeleri aracılardan firma yöneticilerinin faaliyetlerini ve fonksiyonlarını kısıtlayıcı faktör olmaktadır. Yönetimin gelişen sermaye piyasasının yardımı ile bu yapıyı değiştirmeleri gerekmektedir. Bir yandan genel kurullarda aracılardan empoze etmeye çalışıldığı orandan ziyade firma ve ortakların menfaatlerine uygun kararların alınması, bir yandan da tasarruf sahiplerine kendi çıkarları için temettü ödeme oranından başka dikkate alınması gereken faktörlerin varlığının gösterilmesi yönetimin temettü politikasına ilişkin en önemli görevleri olmaktadır.

- Likidite : Temettü ödemelerinin firma için bir nakit çıkışı gerektirmesinin likidite üzerinde olumsuz bir etkisi vardır. Yönetimin nakit bütçesi içinde temettü ödeme oranı kadar, ödeme şeklini (nakit veya senet temettü ödeme gibi) ve ödeme zamanını en uygun şekilde saptaması gerekir. Yüksek kâr seviyesine rağmen likidite seviyesinin temettü ödemesini imkânsız kılması uygulamada karşılaşılan durumlardandır. Böyle hallerde ödeme şekli ve zamanı kadar borç alma olanaklarının da gözden geçirilmesi gerekli olmaktadır.

- Hukukî Sınırlamalar : Temettü kararlarına ilişkin kanunî hükümlerin karışık bir görünüm arz etmesine rağmen getirdiği sınırlamalar daha ziyade şekil yönünden olmaktadır. Yönetimin temettü politikasını saptamasında şekil yönünden genel kanun ve mukavale hükümlerine uyması firma değerini belirleyen esasları etkilememektedir. Sadece üç prensip diye bilinen ve net kâr prensibi, öz sermaye dokunulmazlığı prensibi, tasfiyenin kâr dağıtımını durdurması prensibi olarak tanımlanan sınırlamalar yönetim kararlarını etkilemektedir. Ancak, yönetimin bu prensipleri hukukî sınırlama şeklinde değil de kararlarının optimalitesini sağlamada yardımcı esaslar olarak benimsemesi gerekir.

- Borçlanma Bazı : Kârın dağıtılmayarak öz sermayeye eklenmesi, borç/öz kaynak katsayısına göre saptanan borç miktarını artırmaktadır. Bu ilişkinin varlığı temettü kararlarının alınmasında eksik finansman ile çalışma durumunda olan kapalı şirketlerde ağırlık kazanmakta açık şirketlerde ise fazla etkili olmamaktadır.

Borçlanma bazının artırılması, özellikle yeni yatırımların finansman planının yapılmasında önceden ve diğer faktörler tarafından temettü dağıtım oranının belirlenmesi ile ve "de facto" olarak dikkate alınmaktadır. Ancak, yönetimin kapalı şirketlerdeki kadar olmasa bile borçlanma bazını genişletme etkisini de dikkate alarak belirleyeceği temettü dağıtım oranı ile ileride ortaya çıkabilecek finansman eksikliğini borçlanmayla gidermesi mümkün olabilecektir. Böylece bir yandan öz sermaye kârlılığı olumlu yönde artabilecek, öte yandan maliyeti yüksek ve mevcut ortaklar tarafından tercih edilmeyecek öz sermaye artırımını gereksiz kılınabilecektir.

Görüldüğü gibi gelişen sosyal ve ekonomik koşullar, sermaye piyasasının önemini artırırken, öte yandan da açık şirketlerde yönetimin fonksiyonel yapısını değiştirmektedir. Mevcut düzende temettü politikasının belirlenmesinde yönetim etkileyici bir fonksiyonel yapıdan ziyade etki-

lenen bir yapı içindedir. (Bu farkı şekil III ve IV'de görülmektedir) Gelecek dönemlerde bunun değişmesi ve yönetimin olması gereken etki-leyici fonksiyonel yapısının ağırlık kazanması kaçınılmazdır. Bu gelişme için yönetimin temettü politikasını belirleyen tüm faktörleri kontrol ederek firma ve ortak çıkarlarını en üst düzeye ulaştıracak ve firma değerini maksimum kılacak biçimde değerlemesi gerekmektedir. Temettü politikasının optimal seviyede oluşması, ancak böyle bir fonksiyonel yapıyı üstlenebilecek yönetim kadrosunun varlığı halinde söz konusu olabilecektir. Yönetimin nitelik ve nicelik yönünden bu gelişmeyi göstermesi temettü kararları kadar firma değerini etkileyen yatırım ve sermaye yapısı kararlarının da optimal olmasını sağlayacaktır.

IV. ÖZET VE SONUÇ

Gelişen ekonomik koşulların değiştirdiği ve yeni bir biçim verdiği finansman anlayışı içinde firmaların nihai amaçları, kâr maksimizasyonu yerine firma değerinin maksimum kılınması şeklinde belirlemektedir. Firma değerinin belirlenmesinde etken kararlar üç bölümde toplanmaktadır :

- Yatırım kararları
- Sermaye yapısı kararları
- Temettü kararları

Bu karar topluluklarından ilk ikisini sabit tutarak temettü kararlarının firma değerini belirleme şekli ve yönü bu tezin konusudur.

Yeni finansman anlayışında fon bulmaktan ziyade fonların kullanımının ağırlık kazanması, temettü kararlarının önemini artırmakta ve en büyük fon kaynaklarından biri olan dönem kârlarının kullanımının optimal düzeyde saptanmasını gerekli kılmaktadır.

Dar anlamda kâr dağıtım oranının (temettü/kâr) belirlenmesi şeklinde tanımlanan temettü kararlarının firma değeri üzerinde etkisi hususunda görüşler iki ayrı ekolde toplanmaktadır. Miller-Modigliani ekolü olarak adlandırılan birinci görüşe göre temettü kararlarının firma değerini etkilemesi söz konusu olamaz.

Temettü dağıtımında dağıtılan temettü kadar ortaya çıkacak finansman ihtiyacını karşılamak yeni kaynak gerektirir. Bu ihtiyacın borç veya öz kaynaktan derlenmesi halinde, dağıtılan temettü ile yükselme olanağı bulunmuş piyasa değeri eski seviyesine döner.

Temettü kararlarının firma değerini etkilediğini savunan karşı görüş ise, pay sahiplerinin zaman tercihleri ve risk faktörlerinin değişik olması nedenleri ile temettü ve değer artışı şeklinde elde ettikleri gelirler arasında kayıtsız kalamayacaklarını söyler.

Uygulamada ikinci görüşün ağırlık kazandığı ve temettü kararlarının firma değerini etkilediği görülmektedir. Ancak, hangi görüş geçerli olursa olsun gerçekte temettü politikasının, sadece temettü dağıtım oranının saptanması şeklinde düşünülmesi yeterli olmamaktadır.

Temettü dağıtım oranı yanında ;

- temettü dağıtımının düzenliliği
- temettü dağıtımının şekli
- temettü dağıtımının zamanı
- temettü dağıtımının vergi etkisi
- temettü dağıtımını belirleyen hukuki prensipler ve
- likidite, kontrol, enflasyon ortakların durumu,

gibi diğer teknik faktörlere de önem vermek gerekmektedir.

Ülkemizdeki uygulamaya bakıldığında temettü politikasının farklı saiklerle yönlendirildiği iki tür şirket görülmektedir.

(1) Açık şirketler

(2) Kapalı şirketler

Açık şirketler -diğer bir deyişle pay senetleri borsada muamele gören şirketler- yönünden yüksek temettü dağıtımını tercih edilmektedir.

Temettü dağıtımını ile pay senetlerinin piyasa değerleri arasında bulu-



nan yüksek korelasyon ( $r=0,8449$ ) bu tür şirketler için temettü politikasının önemini ortaya koymaktadır.

Yüksek temettü dağıtma ihtiyacını doğuran saikler ise firma içinden ziyade firma dışındaki faktörlerin etkisi altında oluşmaktadır. Bu faktörler şöyle özetlenmiştir :

- Büyük yatırımlara yönelik girişimciler sermaye taleplerini karşılayabilmek için tasarruf sahiplerine cazip gelecek seviyelerde temettü dağıtmaya çalışmaktadırlar.
- Aracı kurumların spekülatif hareketlerini temettü dağıtım üzerinde yoğunlaştırmaları ve değerlendirmelerinde sadece temettü ödemelerine yer vermeleri rekabet yönünden şirketleri daha fazla temettü dağıtmaya itmektedir.
- Politik ve ekonomik istikrarsızlık, tasarruflarını değerlendirmek isteyen kişilerin zaman tercihlerini gelecek dönemlerden ziyade cari gelir lehine yapmalarına yol açmaktadır.

Kapalı şirketlerde ise temettü kararlarını etkileyen en önemli unsur vergi olmaktadır. Temettü dağıtmakla dağıtmamak arasında dağıtmama lehine oluşan vergi tasarrufu, gelir artıkça artan gelir vergisi oranı nedeni ile, yüksek gelir seviyelerine çıktıkça yükselmekte bu da temettü dağıtılmamasını avantajlı kılmaktadır.

(Tablo IV-V)

Görüldüğü gibi açık şirketlerde temettü dağıtımını önem kazanırken ve firma değerinin belirlenmesinde tek etken olurken kapalı şirketlerde vergi nedeni ile temettü dağıtmama tercih edilmektedir.

Gerçekte, temettü politikasının bu tek boyutlu görünümünden kurtarılması ve firma değerini maksimum yapacak biçimde ele alınması gerekir. Bunun için de herşeyden önce temettü politikasını belirleme durumunda olan yönetimin mevcut pasif yapısını değiştirerek olması gereken aktif niteliğine bürürmesi ve temettü kararlarını etkileyen tüm faktörleri dikkate alarak hem pay sahiplerini, hem de şirketin çıkarlarını en yüksek düzeye çıkartacak temettü kararlarının alınmasını sağlaması zorunlu olmaktadır.

Yönetim, Şekil III ve IV'ün karşılaştırılması halinde daha da belirginlik kazanan fonksiyonel değişimini en kısa zamanda gerçekleştirme durumundadır.

Yönetimin ; temettü politikasının belirlenmesi açısından önem kazanan şu faktörlere ağırlık vermesi ve hepsini birleştirerek optimal temettü dağıtım oranını, şeklini, istikrarını ve zamanını ayarlaması gerekmektedir.

Geleceğe Dönük Değişkenler

- Yatırım fırsatları
- Kazanç gücü
- Büyüme hızı
- Sanayi kolunun yapısı
- Rekabet gücü

Cari Dönemi İlgilendiren Değişkenler

- Kâr seviyesi
- Ortak yapısı
- Enflasyon
- Aracilar
- Likidite
- Hukuki sınırlamalar
- Borçlanma bazı
- Vergileme

Geleceğe dönük değişkenler şirketin ne derece gelişmiş ve gelişebileceğini gösterir. Söz gelimi, yatırım fırsatlarını değerlendirmiş, kazanç gücü ve büyüme hızı yönünden belli bir düzenliliğe kavuşmuş, dengeli ve oturmuş bir sanayi dalında faaliyet gösteren rekabet gücünü sağlamlaştırmış bir şirket olgun bir şirkettir. Öte yandan yeni kurulmuş ya da sanayi dalı itibariyle devamlı değişme gösteren, büyüme ve kazanç gücü itibariyle belli bir düzeye gelmemiş ve rekabet gücünü artırmak için gelişme ihtiyacını hisseden bir şirket ise henüz büyüme döneminindedir.

Gelişmiş ve olgunlaşmış bir şirket belirli bir seviyede ve düzenli temettü dağıtarak değer artışı sağlarken yeni kurulmuş ya da gelişmekte olan bir şirketin aynı seviyede ve devamlı temettü dağıtımını eşit olarak değerlendiremez.

Bu açıdan bakıldığında şirketleri :

- gelişmesini tamamlamış, olgun şirketler
- gelişmekte olan şirketler
- yeni kurulmakta olan şirketler

şeklinde bölümlenmek mümkündür.

Gelişmiş şirketler düzenli fakat diğerlerine oranla düşük seviyelerde temettü dağıtımını hedef alırken, gelişmekte olan ya da yeni kurulmuş şirketler gelecek dönemlerde yüksek temettü dağıtımını vaadederek değer artışı sağlamayı tercih etmektedirler.

Ekonomik gelişmenin ve sanayileşmenin özellikle 1969 lardan sonra hız kazandığı ülkemizde yeni kurulmuş ve gelişme ihtiyacında olan şirketlerin çoğunlukta olduğu ve üretim faktörleri içinde özellikle sermayeye karşı aşırı bir talebin bulunduğu ortadadır. Böyle bir ortamda şirketlerin büyümeyi hedef alma gerekleri ile kârların temettü olarak dağıtım halinde vergi kaybı ve hiç olmazsa bir kısmının tüketime yönelmesi gibi unsurlar mikro ve makro düzeyde temettü dağıtmamayı haklı kılmaktadır.

Ancak, öte yandan temettü olarak dağıtılacak kârların, pay senedi yatırımlarında güvenini ve cazibesini artırarak tasarrufların iddihar, gayrimenkul ve kıymetli maden alımı gibi üretken olmayan sahalardan üretken sahalar, söz gelimi sınıai yatırımlara, kanalize edilmesini sağlaması ve ekonomideki fonların sınırlı bir sahada değerlendirilmesi yerine optimal dağıtımının gerçekleşmesine yardımcı olması söz konusudur.

En önemli fon kaynaklarından biri olan kârların verimli şekilde kullanımını sağlamak ve böylece firma değerini maksimum kılmakla yükümlü yönetici geleceğe dönük tüm değişkenleri değerlendirerek kâr dağıtmaya karar verirse cari döneme ilişkin şu hususları da hesaplamakla sorumludur :

- Temettü dağıtım şekli ve zamanı likit sıkıntısı yaratmayacak biçimde saptanmalıdır.
- Geçmiş yıllarla paralellik gösteren bir dağıtım oranı saptanmalıdır.
- Gelecek dönemlerde beklenen yatırımlar ve temettü dağıtımlarının tahminleri yapılmalı ve verilmiş kararın bu tahminlerle uyumu sağlanmalıdır.
- Enflasyon nedeniyle oluşmuş fiktif kârlar ve/veya değer kayıpları dikkate alınarak dağıtılabılır gerçek kâr seviyesi saptanmalıdır.
- Kârlı yatırım fırsatlarının olup olmadığı ve ne şekilde değerlendirildiği konusunda açıklama yapılmalıdır.

- Ortakların gelir seviyelerini saptayarak dağıtma ve dağıtmama seçenekleri arasındaki vergi tasarrufu (ya da yükü) hesaplanmalıdır.
- Aracı kurumların pay sahipleri üzerindeki olumsuz ve kendi çıkarlarını ön plana alan etkileri elimine edilmelidir.

Sonuç olarak, kâr şeklinde ortaya çıkan fonların gerek mikro gerekse makro düzeyde optimal kullanımının sağlanması; temettü kararlarını bütün yönleriyle değerlendirmiş yöneticilerin -rasyonel düşünce sınırları içinde kalmak şartıyla- etkilenen değil etkileyen fonksiyonlarını yerine getirmelerine bağlı olmaktadır. Bu da ancak sermaye piyasalarının gerçek boyutlarına erişmesi ile mümkün görünmektedir.

VII. YARARLANILAN KAYNAKLAR

A. YARARLANILAN KİTAPLAR

- AMLING, Frederick : Investments; An Introduction to Analysis and Management, Prentice-Hall (New Jersey-1970)
- ANSAY, Tuğrul : Türk Anonim Şirketleri, Banka-Ticaret Hukuk Araştırma Enst. (Ankara - 1971)
- ARCHER/D'AMBRASIO, S.H.-A.C. : Business Finance, Theory and Management, Mac Millan Co. (New York - 1966)
- BAYAR, Doğan : Sanayi İşletmelerinde Yatırım Politikası, EİTİA (Ankara - 1973)
- BIERMAN, Harold Jr. : Financial Policy Decisions, Mac Millan Co. (New York - 1970)
- BRITTAIN, John A. : Corporate Dividend Policy, Brookings Inst. (Washington-1966)
- BULUTOĞLU, Kenan : Türk Vergi Sistemi, (İstanbul 1967)
- DOUGLASS, Hayes A. : Investments, Analysis and Management, Mac Millan Co. (New York - 1966)
- DOUGALL, Herbert E. : Capital Markets and Institutions Prentice-Hall (New Jersey-1965)
- ERİMEZ, Rüşü : Şirketlerde Kâr Dağıtımı ve Yedek Akçeler, (İstanbul - 1972)



- ESER, Nevzat : İşletme İlminin Genel Kuralları  
(Ankara - 1969)
- GORDON, Myron J. : The Investment, Financing and  
Valuation of the Corporation,  
Irwin Series (Illinois-1962)
- GÖNENLİ, Atilla : İşletmelerde Yatırım Kararları,  
İktisat Fakültesi (İstanbul-1969)
- GRAHAM/DOOD/COTTLE,  
Benjamin-David-Sidney : Security Analysis, McGraw-Hill  
(New York-1962)
- KAZGAN, Haydar : Otofinansman, (İstanbul-1962)
- KOHLER, E.L. : A Dictionary for Accountants,  
Prentice-Hall (New Jersey-1963)
- LATANE/TUTTLE, Henry-Donald : Security Analysis and Portfolio  
Management, Ronald Press  
(New York-1970)
- LERNER/CARLETON, Engene, Willard : A Theory of Financial Analysis  
Harbrace Series (New York - 1966)
- MAO, James C.T. : Quantitative Analysis of Financial  
Decisions, Mac Millan Co. (New York  
1969)
- MİRZA, Suat : Sermaye Piyasası, Türkiye'de Durumu  
ve Muhtemel Gelişmesi, (İstanbul  
1965)
- MOSSIN, James : Theory of Financial Markets,  
Prentice-Hall (New Jersey-1973)
- MYERS/ROBICHEK, Stewart, Alexander: Optimal Financing Decisions,  
Prentice-Hall (New Jersey-1965)

- O'DONNELL/YÜKSEL, John-Ali Suat : Para Bulmanın Seçilmiş Konuları,  
(Ankara-1970)
- ROBINSON, Roland : Money and Capital Markets,  
Mc Graw-Hill (New York-1964)
- SARIKAMIS, Cevat : Sermaye Piyasası, Teksir Edil.  
Ders Notları (İstanbul-1972)
- SOLOMON, Ezra : The Theory of Financial Management,  
Prentice-Hall (New York - 1973)
- SANVER, Salih : Gelir Vergisi ve Kurumlar Vergisi,  
(İstanbul - 1974)
- TEKİNALP, Ünal : Anonim Ortaklığın Bilançosu ve  
Yedek Akçeleri, (Ankara-1970)
- VAN HORNE, James : Financial Management and Policy,  
Prentice-Hall (New York 1968)
- VAN HORNE, James : Foundations of Financial  
Management, Richard Irwin Series  
(Illinois-1966)
- YOZGAT, Osman : İşletme Finansmanı, (İstanbul-  
1973)
- YOZGAT, Osman : Finans Matematiği, (İstanbul-  
1971)
- YÜKSEL, Ali Sait : Para Bulma ve Kredi İşleri,  
(İstanbul - 1971)
- WALTER, James : Dividend Policy and Enterprise  
Valuation, Wadsworth Inc,  
(California-1967)
- WESTON, Fred J. : The Scope and Methodology of  
Finance, Prentice-Hall (New  
Jersey - 1965)
- WESTON/BRIGHAM, Fred-Eugene : Essentials of Managerial Finance,  
Holt, Rine Winst. (New York-1969)

B. YARARLANILAN MAKALE, TEBLİĞ ve DİĞER ESERLER

- BAYAR, Doğan : İşletme Finansmanı Biliminde Yeni Gelişmeler, ESADER, C.V., 1969
- BAYAR, Doğan : İşletmelerde Optimal Sermaye Yapısı, ESADER, C. VIII., 1972
- BÜKER, Semih : İşletme Finansmanı Alanında Yeni Gelişmeler, ESADER, C. VII., 1971
- BÜKER, Semih : Vergilerin İşletmelerin Finansal Politikalarına Tesiri, ESADER, Cilt. C. IX. 1973
- BÜKER, Semih : Birinci Türk İşletmecilik Kongresi ve Finansal Sorunlarımız, ESADER, C. X., 1974
- BRENNAN, M. : Note on Dividend Irrelevance and The Gordon Valuation Model, "Journal of Finance", (December-1971)
- BRIGHAM/GORDON, Eugene-Myron : Leverage, Dividend Policy, and The Cost of Capital, "Journal of Finance" (March-1968)
- CLENDENIN, John : Dividend Growth as Determinant of Common Stock Values, reprinted in "Readings in Investments by Richard E. Ball."
- HATİPOĞLU, Zeyyat : Türkiye'de Sermaye Piyasasının Gelişiminin Ekonomik Tetkiki, "Vergi Dışı Kaynakların Mobilizasyonu" adlı eser içinde ESEKH Yayınları (İstanbul-1970)

- KOTAR, Erhan : Menkul Kıymetler Borsalarının Sermaye Piyasasındaki Nazım Rolü, "ESADER", Cilt II, 1966
  
- LININER, John : Distribution of Incomes of Corporations Among Dividends, Retained Earnings and Taxes, "American Economic Review", Vol XLVI (May-1956)
  
- LOOMIS, Louis : Case for Dropping Dividends, "Fortune", (June 15, 1968)
  
- MILLER/MODIGLIANI, Merton-Franco : Dividend Policy, Growth, and the Valuation of Shares, "Journal of Business" Vol. XXXIV (October-1961)
  
- MILLER/MODIGLIANI, Merton-Franco : The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment "American Economic Review" Vol. XLVIII (June-1958)
  
- VAN HORNE/McDONALD, James-J.G. : Dividend Policy and New Equity Financing, "Journal of Finance", (May-1971)
  
- WALTER, James : Dividend Policies and Common Stock Prices, "Journal of Finance", Vol. XI (March-1956)
  
- \_\_\_\_\_ : Dividends : not too bad "Economist" (Nov 11 - 1972)
  
- \_\_\_\_\_ : Dividends Lose Their Stock Appeal, "Business Week", (March-1970)
  
- \_\_\_\_\_ : Miniwar over Dividends, "Time", (September-1971)

- \_\_\_\_\_  
: Üçüncü Beş Yıllık Kalkınma Planı  
DPT Yayınları (Ankara-1973)

- \_\_\_\_\_  
: End-Use Raporları, TSKB Yayınları  
(1968-70-71)

- \_\_\_\_\_  
: MEBAN Haftalık Bültenleri,  
MEBAN Yayınları