

**T.C.
SAKARYA ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ**

**KAR PAYI DAĞITIMININ FİRMA DEĞERİ ÜZERİNE
ETKİSİ VE BİR UYGULAMA**

YÜKSEK LİSANS TEZİ

Fettah KABA

**Enstitü Anabilim Dalı: İşletme
Enstitü Bilim Dalı : Muhasebe ve Finansman**

Tez Danışmanı: Doç. Dr. Erhan BİRGİLİ

HAZİRAN-2009

T.C.
SAKARYA ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ

KAR PAYI DAĞITIMININ FİRMA DEĞERİ ÜZERİNE
ETKİSİ VE BİR UYGULAMA

YÜKSEK LİSANS TEZİ

Fettah KABA

Bu tez 25/06/2009 tarihinde aşağıdaki jüri tarafından oybirliği ile kabul edilmiştir.

Doç.Dr. Erhan BİRGİLİ

Jüri Başkanı

- Kabul
- Ret
- Düzeltme

Yrd.Doç.Dr. Mehmet SARAÇ

Jüri Üyesi

- Kabul
- Ret
- Düzeltme

Yrd.Doç.Dr. Burhanettin ZENGİN

Jüri Üyesi

- Kabul
- Ret
- Düzeltme

BEYAN

Bu tezin yazılmasında bilimsel ahlak kurallarına uyulduğunu, başkalarının eserlerinden yararlanılması durumunda bilimsel normlara uygun olarak atıfta bulunulduğunu, kullanılan verilerde herhangi bir tahrifat yapılmadığını, tezin herhangi bir kısmının bu üniversite veya başka bir üniversitedeki başka bir tez çalışması olarak sunulmadığını beyan ederim.

Fettah KABA

15.05.2009

ÖNSÖZ

Firmaların kar payı dağıtım politikaları, günümüzde firmanın piyasa değerlerini maksimum düzeye getirilmesinde önemli bir etkidir. Bu nedenle kar dağıtım politikalarına günümüzde gerek firma sahipleri gerekse yatırımcıları yakından ilgilendiren bir konudur.

Bu tezin hazırlanmasında yardımlarını ve bilgisini esirgemeyen saygıdeğer danışman hocam Doç. Dr. Erhan BİRGİLİ'ye teşekkürlerimi bir borç bilirim. Çalışmamın analiz kısmında yardımını esirgemeyen Yrd. Doç. Dr. Mehmet SARAÇ'a teşekkür ederim. Çalışmama katkıları olan öğrencilerim Harun ORTAKAYA ve Taner RAZGALI'ya teşekkür ederim. Bu güne gelmemde tarifi imkansız yardımları olan tüm eğitimcilere katkılarından dolayı minnettar olduğumu ifade etmek isterim. Son olarak, yardımlarını esirgemeyen arkadaşlarıma da ayrıca çok teşekkür ederim.

Fettah KABA

25 Haziran 2009

İÇİNDEKİLER

KISALTLAMAR.....	iv
TABLO LİSTESİ.....	v
ŞEKİL LİSTESİ.....	vi
ÖZET.....	vii
ABSTRACT.....	viii
GİRİŞ.....	1
BÖLÜM 1: HİSSE SENEDİ, TÜRLERİ, HİSSE SENEDİ DEĞER VE FİYAT KAVRAMLARI VE HİSSE SENEDİ DEĞERİNİ ETKİLEYEN FAKTÖRLER	3
1.1. Hisse Senedi Kavramı Ve Tanımı.....	3
1.2. Hisse Senedi Türleri.....	3
1.2.1. Hamiline ve Nama Yazılı Hisse Senetleri	3
1.2.2. Adi ve İmtiyazlı Hisse Senetleri	4
1.2.3. Bedelli ve Bedelsiz Hisse Senetleri	5
1.2.4. Primli ve Primsiz Hisse Senetleri	5
1.2.5. Kurucu ve İntifa Hisse Senetleri	6
1.3. Hisse Senedi Sahibinin Hakları Ve Yükümlülükleri	6
1.3.1. Kar Payı Hakkı.....	6
1.3.2. Şirket Yönetimine Katılma Hakkı	7
1.3.3. Oy Hakkı.....	7
1.3.4. Rüçhan Hakkı.....	8
1.3.5. Bilgi Alma Hakkı.....	8
1.3.6. Tasfiye Bakiyesine Katılma Hakkı	8
1.3.7. Sır Saklama Borcu	8
1.3.8. Sermaye Borcu.....	9
1.4. Hisse Senedi Değer Ve Fiyat Tanımları	9
1.4.1. Hisse Senedi Değer Tanımları	10
1.4.2. Hisse Senedi Fiyat Tanımları.....	12

1.5. Hisse Senedi Çıkaracak Kuruluşlar	13
1.5.1. Anonim Şirketler.....	13
1.5.2. Sermayesi Paylara Bölünmüş Komandit Şirket.....	14
1.5.3. Özel Kanunlarla Kurulmuş Kuruluşlar	15
1.6. Hisse Senedi Değerini Etkileyen Faktörler.....	15
1.6.1. Firma Dışı Faktörler.....	15
1.6.2. Firma İle İlgili Faktörler	18
1.7. Hisse Senedi Değeri İle Firma Değeri Arasındaki İlişki	25

BÖLÜM 2: KAR DAĞITIM POLİTİKALARI VE KAR DAĞITIM

POLİTİKASININ FİRMA DEĞERİ AÇISINDAN İNCELENMESİ27

2.1. Kar Dağıtım Politikaları.....	27
2.1.1. Sabit Oranda Kar Dağıtımı	28
2.1.2. Sabit Miktarda Kar Dağıtımı	28
2.1.3. Sabit Miktarda Kar Dağıtımı ve Eklemeler	30
2.1.4. Her Yıl Artan Kar Dağıtım Politikaları	30
2.1.5. Artık Kar Dağıtım Politikası.....	30
2.1.6. Optimal Kar Dağıtım Politikası	31
2.1.7. Kar Payı Avansı Ödemeleri	31
2.2. Kar Dağıtım Politikalarının Firma Değerlemesi Açısından İncelenmesi	32
2.2.1. Kar Dağıtım Politikasının Firma Değeri Üzerine Etkisi Olduğu Görüşü....	33
2.2.2. Kar Dağıtım Politikasının Firma Değeri Üzerinde Herhangi Bir Etkisinin Olmadığı Görüşü.....	37
2.3. Kar Payı Politikasının Firma Değeri Üzerine Etkisi Konusunda Yapılmış Çalışmalar	43

BÖLÜM 3: KAR PAYI ÖDEME ŞEKİLLERİ VE KAR DAĞITIM

POLİTİKALARINI ETKİLEYEN FAKTÖRLER..... 47

3.1. Kar Payı Ödeme Şekilleri	47
3.1.1. Nakit Olarak Yapılan Kar Payı Ödeme Şekli	48
3.1.2. Hisse Senedi Şeklinde Yapılan Kar Payı Ödeme Şekli	48
3.1.3. Melez Kar Payı Ödemeleri.....	50

3.1.4. Hisse Senetlerinin Nominal Değerlerinin Azaltılması ve Sayısının Artırılması Yoluyla Kar Dağıtımı	50
3.1.5. Firmanın Kendi Hisse Senetlerini Satın Alma Yoluyla Kar Dağıtımı.....	51
3.1.6. Diğer Kar Dağıtım Şekilleri.....	52
3.2. Firmaların Kar Dağıtım Politikalarını Etkileyen Unsurlar	53
3.2.1. Firma İle İlgili Unsurlar	53
3.2.2. Yasal Düzenlemeler	60
3.3. Önceki Çalışmaların İncelenmesi	67

BÖLÜM 4: KAR PAYI DAĞITIMININ FİRMA DEĞERİ ÜZERİNE ETKİSİNE İLİŞKİN UYGULAMA.....	70
4.1. Çalışmanın Amacı.....	70
4.2. Araştırma Yöntemi Ve Kullanılan Veriler.....	70
4.3. Hipotezler.....	73
4.4. Hipotezlerin Test Edilmesi	73
SONUÇ VE ÖNERİLER.....	77
KAYNAKÇA.....	81
EKLER.....	86
ÖZGEÇMİŞ.....	121

KISALTMALAR

İMKB	: İstanbul Menkul Kıymetler Borsası
SPK	: Sermaye Piyasası Kurulu
SPKn	: Sermaye Piyasası Kanunu
TTK	: Türk Ticaret Kanunu
VUK	: Vergi Usul Kanunu

TABLO LİSTESİ

Tablo 1	: T.T.K.'na tabi şirketlerde dağıtılacak kar	62
Tablo 2	: SPK'na tabi halka açık şirketlerde dağıtılacak kar payı	65
Tablo 3	: Uygulama analizinde kullanılan hisse senetlerinin kodları	71
Tablo 4	: Şirketlerin Kar Dağıtım Oranı ile İMKB 100 ve Hisse Senetleri Kapanış Fiyatları Arasındaki Korelasyon Analizi	74
Tablo 5	: Kar Payı Dağıtım Şekillerinin Hisse Senetleri Fiyatına Etkisi İçin t testi	75

ŞEKİL LİSTESİ

Şekil 1	: Firma Büyüme Aşamaları ile Kar payı Arasındaki İlişki57
----------------	---

Tezin Başlığı: Kar Payı Dağıtımının Firma Değeri Üzerine Etkisi Ve Bir Uygulama
Tezin Yazarı: Fettah KABA Danışman: Doç. Dr. Erhan BİRGİLİ
Kabul Tarihi: 25 Haziran 2009 Sayfa Sayısı: 10 (ön kısım)+ 85 (tez) +36(ekler)
Anabilimdalı: İşletme Bilimdalı: Muhasebe ve Finansman
<p>Günümüzde firma sahiplerinin amaçlarından biri de firmalarının piyasadaki değerini maksimum hale getirmektir. Birçok yatırımcı yatırım yaptıkları hisselerin değer artışları getirisi yanında yıllık düzenli bir kar payı getirisi olmasını da istemektedirler. Bu nedenle yatırımcılar yıllık düzenli kar payı dağıtımı yapan firmaların hisselerini tercih etmektedirler. Bu firmanın hisselerinin piyasada aranan hisse durumuna getirmektedir. Bu çalışmayla firmaların piyasadaki değerlerine kar dağıtım oranlarının etki yapıp yapmadığı tespit edilmiştir. Aynı zamanda firmaların nakit ve hisse senedi şeklinde yapmış oldukları kar dağıtımlarının firma değerine etkisinin nasıl yansıdığı tespit edilmeye çalışılmıştır. Şirketlerin kar dağıtımlarının hisse senetleri üzerine etkisinin olup olmadığını, bir etki varsa bu etkinin yönünü belirlemek amacıyla yapılan çalışmada şu hipotezler geliştirmiştir:</p> <p>H1: Kar dağıtım oranları ile Şirketlerin hisse fiyatları arasında ilişki vardır</p> <p>H2: Kar dağıtım oranı ile İMKB 100 endeksi arasında ilişki vardır.</p> <p>H3: Kar dağıtımını nakit olarak yapan şirketler ile hisse senedi şeklinde dağıtan şirketlerin firma değerleri arasında anlamlı bir fark vardır.</p> <p>Araştırmanın ilk safhasında İstanbul Menkul Kıymetler Borsası'nda işlem görmekte olan ve 2000 ile 2007 yılları arasında kar dağıtımı yapan 222 şirketin yapmış oldukları kar payı ödemelerinin miktar ve tarihlerine ait verileri toplanmış ve derlenmiştir. Bu verilerden şirketlerin yıl bazında kar dağıtım oranı belirlenmiştir. Kar dağıtım oranı sıfır olan şirketlerin o yılki verileri çıkartılmış analizde dikkate alınmamıştır. İkinci aşamada şirketlerin kar dağıtım şekilleri (nakit/hisse) belirlenmiştir. Üçüncü aşamada bu şirketlerin 2000-2007 yılları arasında yılsonu kapanış fiyatları toplanıp derlenmiştir. Dördüncü aşamada 2000-2007 yılları arasındaki yılsonu İMKB 100 endeksi verilere eklenmiştir. Çalışmada toplanan verilere hipotez 1 ve hipotez 2'yi test etmek için korelasyon analizi yapılmış; hipotez 3'ü test etmek için de t testi uygulanmıştır. Yapılan analizler sonucunda kar dağıtım oranları ile hisse senetleri fiyatları arasında ve İMKB 100 endeksi arasında ilişki olduğu ortaya çıkmıştır. Kar dağıtımını nakit şeklinde yapan şirketlerin hisse senetlerinin değerinin kar dağıtımını hisse senedi şeklinde yapan şirketlerin hisse senetlerinin değerinden fazla olduğu görülmüştür.</p>
Anahtar Kelimeler: Hisse Senetleri, Kar Payı, Kar Dağıtımını, Firma Değeri

Title of the Thesis: Dividend Payout Effect On The Firm Of Value and An Application
Author: Fettah KABA Supervisor: Assoc. Prof. Dr. Erhan BİRGİLİ
Date: 25 June 2009 Nu.of pages: 10(pre text)+85(main body)+36(Appendices)
Department: Business Subfield: Accounting-and Finance
<p>Today, the owners of firms in to market he value of their firms to its maximum value in the market. Many investors want a regular dividend return in the shares that they invested, besides the incrise in value of the shares. There fore investors prefer the shares of the companies that make annual regular dividend distribution. This makes the shares of a company to the state of being looked for most. This study aims to detect whether profit distribution rate impacts the value of the firms in the market or not. Meanwhile, it is tried to be understood how the distribution of profit in the form of cash and stock influences the value of the firm. Whether there is on impact of the distribution of profits on the value of the shares of the company or not; if there is an impact, to determine the direction of this impact; the study has developed the following hypotheses:</p> <p>H1: There is a relationship between the dividend payout ratio and the company's share price.</p> <p>H2: There is a relationship between the profit distribution and the ISE 100 index.</p> <p>H3: There is a signficancy can't difference on the value of the company between the companies that distribute profit cash and the companies that distribute profit in stock.</p> <p>In the first phase of the study; the data about the date and the amount of dividend payments of 222 companies that are in the process in the İstanbul Stock Exchange between the years 2000 and 2007, was collected. On the basis of this data, the profit distribution rate of the companies was determined. The distribution rate of the companies that equals to zero was omitted from that year's data and it wasn't considered in the analysis. In the second phase, the form of companies dividend payout (cash/stock) was identified. In the third phase; the year-end closing prices of these companies between the years 2000 and 2007, were collected. In the fourth phase; the year-end ISE 100 index data between the years 2000 and 2007, was added to our data.The data that we collected in this study was applied correlation analysis for testing the hypotheses 1 and 2 for testing hypothesis 3, t test was applied.As a result of the analysis, it was found out that there is a relationship between the ISE 100 index, the price of shares and the profit distribution rate. It vas seen that the value of the shares of the companies that distribute profit in the form of cash is higher than the value of the shares of the companies that distribute profit form of stock.</p>
Keywords: Stocks, Dividend, Profit distribution, Firm Value

GİRİŞ

Çalışmanın Önemi

Firma sahiplerinin günümüzde amaçlarından biri de firmalarının piyasadaki değerini maksimum hale getirmektir. Kar payı dağıtımını firma değeri üzerine olumlu etkisi görüşü dikkate alındığında şirket yöneticilerinin kar payı dağıtım politikalarını iyi belirlemeleri gerekmektedir.

Bir firmanın hisse senedine yatırım yapan yatırımcılar iki türlü getiri elde ederler. Bunlardan ilki, hisse sahiplerinin ellerinde bulundurdukları hisseler oranında kardan aldıkları paylardır. İkincisi de sermaye kazancı denilen hisse sahiplerinin ellerinde bulundurdukları hisselerin piyasa fiyatlarının artması sonucunda bu senetlerin alım satımından doğan kazançlardır. Yatırımcılar genellikle bu iki kazanç arasında bazı faktörleri göz önüne alarak tercih yaparlar. Ancak Birçok yatırımcı yatırım yaptıkları hisselerin değer artışları getirisi yanında yıllık düzenli bir kar payı getirisi olmasını da istemektedirler. Bu nedenle yatırımcılar yıllık düzenli kar payı dağıtımını yapan firmaların hisselerini tercih etmektedirler. Bu firmanın hisselerinin piyasada aranan hisse durumuna getirmektedir.

Kar payı dağıtımının hisse senetlerinin değeri üzerine etkisi konusunda farklı görüşler ileri sürülmüştür. Bunlardan biri “Kar payı dağıtımının hisse senetlerinin değeri üzerine olumlu etkisi vardır” görüşü diğeri ise “Kar payı dağıtımının hisse senetlerinin değeri üzerine olumsuz etkisi vardır” görüşüdür.

Çalışmanın Amacı

Bu çalışmayla firmaların piyasadaki değerlerine kar dağıtım oranlarının etki yapıp yapmadığı tespit edilmesi amaçlanmıştır. Aynı zamanda firmaların nakit ve hisse senedi şeklinde yapmış oldukları kar dağıtımlarının firma değerine etkisinin nasıl yansıdığı tespit edilmeye çalışılmıştır. Şirketlerin kar dağıtımlarının hisse senetleri üzerine etkisinin olup olmadığını, bir etki varsa bu etkinin yönünü belirlemek amacıyla yapılan çalışmada şu hipotezler geliştirmiştir:

H1: Kar dağıtım oranları ile Şirketlerin hisse fiyatları arasında ilişki vardır

H2: Kar dağıtım oranı ile İMKB 100 endeksi arasında ilişki vardır.

H3: Kar dağıtımını nakit olarak yapan şirketler ile hisse senedi şeklinde dağıtan şirketlerin firma değerleri arasında anlamlı bir fark vardır.

Bu hipotezleri test etmek için İstanbul Menkul Kıymetler Borsası'nda işlem görmekte olan 222 şirketin 2000 ve 2007 yılları arasını kapsayan kar payı dağıtım oranları ve kapanış fiyatları kullanılmıştır.

Çalışmanın Yöntemi

Çalışma dört bölümden oluşmaktadır. Çalışmanın birinci bölümünde hisse senedi kavramı, hisse senedi türleri, hisse senedi değer ve fiyat kavramları ile hisse senedinin değerini etkileyen faktörler üzerinde durulmuştur.

Çalışmanın ikinci bölümünde kar dağıtım politikalarına değinilmiştir ve kar dağıtım politikası firma değeri açısından incelenmiştir.

Çalışmanın üçüncü kısmında kar payı ödeme şekilleri ve kar dağıtım politikalarını etkileyen faktörlerden bahsedilmiştir.

Çalışmanın dördüncü kısmında ise kar payı dağıtımını firma değeri üzerine etkisine ilişkin bir uygulama çalışması yapılmıştır. Bu çalışmada İMKB'de işlem gören 222 firmanın 2000-2007 yılları arasındaki kar dağıtım oranları ve kar dağıtım şekilleri dikkate alınmıştır. Ayrıca firmaların 2000 ve 2007 yılları arasındaki hisse senetleri kapanış fiyatları ve İMKB 100 endeksi de analizlerde kullanılmıştır.

Öncelikle toplanan veriler üzerinde bazı düzenlemeler yapılmıştır. Bazı yıllar kar payı dağıtımını melez şekilde (nakit ve hisse senedi şeklinde) yapan şirketlerin o yıl ki verileri çalışmada dikkate alınmamıştır. Aynı zamanda kar payı dağıtım oranı sıfır olan şirketlerin de bilgileri analiz çalışmasında dikkate alınmamıştır.

Toplanan veriler üzerinde düzenlemeler yapıldıktan sonra bu veriler kullanılarak korelasyon analizi ve t testi analizi yapılmış ve hipotezler test edilmiştir.

BÖLÜM 1: HİSSE SENEDİ, TÜRLERİ, HİSSE SENEDİ DEĞER VE FİYAT KAVRAMLARI VE HİSSE SENEDİ DEĞERİNİ ETKİLEYEN FAKTÖRLER

1.1. Hisse Senedi Kavramı Ve Tanımı

Hisse senetleri anonim şirketler tarafından çıkartılan ve yatırımcıya sermaye payını temsilin ortaklık hakkı ve mali haklar veren, kıymetli evrak niteliğindeki sermaye piyasası araçlarıdır.

Hisse senedi; satın alanla ihraç eden kuruluş arasında ortaklık bağı oluşturan ve satın alana kardan pay alma, ihraç edene tasfiye anına kadar fonları kullanma hakkı sağlayan bir finansal varlıktır (Canbaş ve Doğukanlı,2001:24).

Hisse senetleri şirket sermayesine katılma payını gösteren ve bu payların el değiştirmesini sağlayan menkul kıymetlerdir. Tahvil gibi borç senedi değil, bir ortaklık ve mülkiyet senedidir. Şirket yaşadığı ve kar ettiği sürece sahibine gelir getirir. Ancak geliri sabit değildir. Şirketin bilanço karına ve yatırım kararlarına bağlı olarak yıldan yıla değişir. Hisse senedinin sahibine sağladığı gelire kar payı denir.

1.2. Hisse Senedi Türleri

Hisse senetleri, TTK'nın 409. maddesine göre hamiline veya nama yazılı olmak üzere ikiye ayrılır. Bu ayrımın dışında da hisse senetleri, çeşitli şekillerde sınıflandırılabilir. Bu ayrımın önemi, hisse senetlerinin devir işlemlerinde ortaya çıkmaktadır. Hisse senetlerinin başlıca çeşitleri aşağıdaki gibi sıralanabilir;

1.2.1. Hamiline ve Nama Yazılı Hisse Senetleri

Hisse senetleri, tedavül kabiliyetleri bakımından hamiline yazılı ve nama yazılı olmak üzere ikiye ayrılır (TTK m. 409).

Nama yazılı hisse senetleri sahipleri ad, soyadı ve adresleriyle pay kütüğü adı verilen bir deftere kaydedilir. Şirkete karşı ancak pay defterinde kayıtlı bulunan kimse ortak sıfatına haizdir (TTK m. 417).

Nama yazılı hisse senetlerinde hisse sahibinin adı ve soyadı ile ikametgahı bulunur (TTK m. 413). Hamiline yazılı hisse senetlerinde ise, sadece bu hisse senedinin hamiline yazılı olduğu belirtilir.

Hisse senedi ihraç eden şirketin ana sözleşmesi, ihraç edilecek hisse senetlerinin hamiline veya nama yazılı olacağını belirtir. Bunların bir kısmı nama, bir kısmı da hamiline yazılı olabilir. Ne kadarının nama, ne kadarının hamiline yazılı olacağı ve bunların hangi ortaklara tahsis edileceği ana sözleşmede açıkça gösterilir (Canbaş ve Doğukanlı, 2001:24).

Hamiline yazılı hisselerde devir işlemi teslimle tamamlanır. Nama yazılı hisse senetleri ise esas mukavelede aksine hüküm olmadıkça devrolunabilir. Nama yazılı hisselerin devri, ciro edilmiş senedin devir alana teslimi ve şirketin pay defterine kaydedilmesi ile mümkündür.

Esas sözleşmede aksine hüküm bulunmadıkça anonim ortaklıklar sisteminde asıl olan nama yazılı hisse senetleridir. Bu hisse senetlerinin ortak sayısının tespitinde, ortakların tanınması ve takibinde, mal varlığının korunmasında, ortaklığın yabancılaşmasının önlenmesinde, senedin kaybolması hâlinde, genel kurul toplantısına katılmada, vergi kaybını önlemede çeşitli yararları bulunmasına karşılık; ortaklık payının devrindeki güçlükler, halka açılmayı engelleme, gizliliği sağlayamama bakımından sakıncaları vardır. Senedin hamili kim ise o kimsenin hak sahibi sayılacağı anlaşılan hisse senetleri, hamiline yazılı hisse senetleridir. Hamiline yazılı hisse senetlerinin gerçek anonimliği sağlama, devir kolaylığı, sınai mülkiyetin yaygınlaşmasına yardım etme, tasarruf sahibi açısından gizlilik temin etme gibi yararları bulunmakla birlikte senedin kaybedilmesi ve çalınması hâlinde hak sahipliğinin kanıtlanmasındaki güçlükler, genel kurul toplantılarına ilgisizliği teşvik ve güç boşluğu doğurma, senet üzerinde rehin, intifa haklarının kurulması için senetlerin teslimi zorunluluğu bakımından sakıncaları bulunduğu söylenebilir.

1.2.2. Adi ve İmtiyazlı Hisse Senetleri

Hisse senetleri, ana sözleşmede aksine bir hüküm yoksa sahiplerine eşit haklar sağlar. Bu tip hisse senetlerine adi hisse senetleri denir. Bir kısım hisse senetleri ise adi hisse senetlerine nazaran kâra iştirak ve genel kurulda oy kullanma bakımından ana sözleşme ile sahiplerine imtiyazlı haklar tanıyabilir. Esas sözleşme ile imtiyazlı hisseler kârdan belli oranda özel temettü dağıtımını öngörülebilir; rüçhan hakkı kullanımında, oy hakkında, tasfiye sonucuna katılmada, organ üyeliklerine aday göstermede vs. bazı ayrıcalıklar tanınabilir. Ancak yatırım ortaklıkları kurucu intifa senedi, oydan yoksun

hisse senedi, yönetim kurulu üyelerinin seçiminde oyda imtiyaz hakkı tanıyan hisse senetleri dışında imtiyaz veren hisse senedi ihraç edemez.

İmtiyazlı hisse senetleri uygulamada dört ana grupta toplanabilir (Tuncer,1985:204).

- Oy hakkında ayrıcalık tanıyan hisse senetleri: Söz konusu senetler daha ziyade kuruculara verilmekte ve sahibine birden fazla oy hakkı sağlamaktadır.
- Kar payı dağıtımında ayrıcalık tanıyan hisse senetleri: Kar payı dağıtımında adi hisse senetlerinin sahip olduğu hakların yanı sıra özel menfaatler de sağlar.
- Tasfiye sırasında ayrıcalık tanıyan hisse senetleri: Şirketin tasfiyesi durumunda diğer hisselerle göre şekil ve oran açısından imtiyaz tanıyan senetlerdir.
- Diğer konularda ayrıcalık tanıyan hisse senetleri: Sermaye artırımında veya şirket yönetiminde öncelik tanıyan hisse senetleridir.

1.2.3. Bedelli ve Bedelsiz Hisse Senetleri

Yeni taahhüt veya ödeme yolu ile çıkarılan, diğer bir deyişle bedelli artırıma konu olan hisseler ya kuruluş aşamasında çıkarılır ya da sermaye artırımlarında rüçhan hakkı kullanımıyla eski ortaklar tarafından veya halka arz yoluyla üçüncü kişiler tarafından satın alınır. Bu hisseler karşılığında ortaklık dışı kaynaklardan ortaklığa ödeme yapılmış olur. Yedek akçe, dağıtılmamış kâr, yeniden değerlendirme değer artışı fonu, gayrimenkul satış kazançları veya iştiraklerdeki değer artışlarının sermayeye eklenmesi nedeniyle çıkarılacak hisse senetleri için yeni bir ödeme veya yeni bir taahhüde gerek yoktur. Burada aslında mevcut payların değerleri yükseltilmekte ve gerçekte iç kaynaklardan bir ödeme yapılmaktadır. Bu durumda yeni hisse senetleri eskisinin uzantısı olduğundan bedelsiz hisse senetlerini edinme hakkı eski ortaklara, yani pay sahiplerine aittir.

1.2.4. Primli ve Primsiz Hisse Senetleri

Türk hukuk sisteminde nominal değeri bulunmayan hisse senedi ihracı söz konusu değildir. Öte yandan TTK'nın 286. maddesine göre de itibari (nominal) değerinden aşağı bir bedelle hisse senedi ihraç edilememektedir. Üzerinde yazılı değer ile ihraç edilen hisse senetlerine primsiz, nominal değerlerinden yüksek bir bedelle ihraç edilen hisse senetlerine primli hisse senedi denir. Primli hisse senedi ihracı için ya esas

sözleşmede hüküm bulunmalı ya da genel kurul tarafından karar alınmalıdır. Kayıtlı sermaye sisteminde ise esas sözleşme ile yetki verilmiş olmak üzere yönetim kurulu kararı ile primli hisse ihraç edilebilir. Primli hisse senedi ihraç edilmesi hâlinde oluşacak emisyon primleri vergiye tabi olmaktadır.

1.2.5. Kurucu ve İntifa Hisse Senetleri

Kurucu hisse senetleri, belli bir sermaye payını temsil etmediği gibi şirketin yönetimine katılma hakkını da vermez. Bu durumda kuruluş hizmeti karşılığı olmak üzere ana sözleşme hükümleri gereğince şirket kârının bir kısmını iştirak hakkı temin etmek üzere ve daima kurucuların adlarına yazılı olmak şartıyla ihraç edilir.

İntifa hisse senetleri anonim şirketlerin kuruluşundan sonra bazı kimselere çeşitli hizmetlerle alacak karşılığı olarak verilen ve sermaye payını temsil etmeyen hisse senetleridir (Apak,1993:32).

İntifa hisse senetleri, şirket genel kurulunun alacağı kararlarla bazı kimselere çeşitli hizmetler ve alacak karşılığı olarak kuruluştan sonra verilen ve sermaye payını temsil etmeyen hisse senetleridir. Şirket kârından kanuni yedek akçe ayrıldıktan sonra bütün hisselerle ödenmiş sermayenin %5'i oranında kanuni birinci temettü ödenmeden gerek imtiyazlı hisselerle gerekse sermaye payını temsil etmeyen kurucu ve intifa hisse senetlerine özel temettü ödenmez. Ödenebilecek miktar da kalan kârın %10'unu geçemez (TTK md.298).

1.3. Hisse Senedi Sahibinin Hakları Ve Yükümlülükleri

Anonim şirketlerde hisse senetlerinin sahiplerine sağlamış olduğu haklar ve yükümlülükleri Türkiye'de Türk Ticaret Kanunu, Sermaye Piyasası Kanunu ve şirket esas sözleşmeleriyle düzenlenmektedir.

1.3.1. Kar Payı Hakkı

Pay sahibinin en önemli mali haklarından biridir. Kar payı, pay sahibinin, kazanılmış haklarından olmakla birlikte sınırlandırılabilir. TTK'na göre kanuni ve ihtiyari yedek akçelerle, kanun ve esas sözleşme gereğince ayrılması gereken diğer paralar safi kardan ayrılmadıkça kar payı dağıtılamaz (TTK, md. 469).

Kanuni ve ihtiyari yedek akçelerle, kanun ve esas sözleşme gereğince ayrılması gereken diğer paralar safi kardan ayrıldıktan sonra kalan tutar dağıtılabilir kardır. Firma dağıtılabilir karı ister dağıtmayarak sermayeye ekler ve yeni yatırımlarda ya da mevcut yatırımları geliştirmede kullanabilir isterse de pay sahiplerine kar payı olarak dağıtılabilir. Burada firma bu kararı verirken elbette pay sahiplerinin beklentilerini de göz önünde bulundurmak zorundadır. Nitekim pay sahipleri firmaya yatırmış olduğu tasarruflarının karşılığında dağıtılabilir kardan pay beklemektir.

1.3.2. Şirket Yönetimine Katılma Hakkı

Şirket yönetimine katılma hakkı, pay sahiplerine yönetim kurulunu seçme ve yönetim kuruluna katılma hakkı verir. Şirket genel kurulu, şirketin ana organı olarak hemen her konuya müdahale edebilir. Ancak yönetim hakkı, genel kurulun çoğu kez adi çoğunluğu ile sağlandığından şirket sermayesini %51'ini elinde bulunduran ya da bulunduranlar yönetime sahip olabileceklerdir. Fakat sermayenin geniş bir tabana yayılması halinde, yönetim hakkı çoğu örneklerle ilginç bir görünüm almakta ve bazı şirketlerde %15'lik oy hakkı ile yönetimin ele geçirilebildiği görülmektedir. Gerek ana sözleşmeye konulacak özel hükümlerle, gerek bazı hallerde yasal müdahalelerle azınlık paylarının yönetimde seslerini duyurabilmeleri sağlanabilmektedir (TTK. Md. 341, 348, 349, 366, 367).

Öte yandan TTK'na göre esas sermayenin en az onda birini temsil eden pay sahiplerine tanınan haklar SPKn'nun 11. maddesi hükümlerine göre halka açık anonim ortaklıklarda, ödenmiş sermayenin en az yirmide birini temsil eden pay sahipleri tarafından kullanılabilir.

1.3.3. Oy Hakkı

Oy hakkı TTK'na göre pay sahibinin kazanılmış hakkıdır. Her hisse senedi sahibine en az bir oy hakkı verir. Bu esasa aykırı olamamak şartıyla hisse senetlerinin sahiplerine vereceği oy hakkının sayısı esas sözleşme ile tayin olunabilir (TTK, md. 373).

Oyda imtiyaz sağlanması suretiyle bir payın oy hakkı artırılabilir ancak her pay sahibine ait hakların sınırlandırılması mümkün değildir. Bununla birlikte SPKn'u ile getirilen düzenlemeyle anonim ortaklıklar esas sözleşmelerinde hüküm bulundurmamak

kaydıyla, kar payı imtiyazı sağlayarak, oyadan yoksun paylar ihraç edebilir ve bunları temsil eden hisse senetlerini halka arz edebilir (SPK, md. 14/A).

1.3.4. Rüşhan Hakkı

Ortağın mevcut sermayedeki payı oranında pay alma hakkını ifade etmektedir. Bu hak, şirketin SPKn'nun belirlediği bir süre içinde, eski hisse senetlerinin şirkete ibrazı yoluyla kullanılır.

Rüşhan hakkı ortak yönünden kar ve tasfiye payına katılma ya da oy hakkı gibi kazanılmış bir hak değildir. Rüşhan hakkı iki şekilde ortadan kaldırılabilir. Esas sermaye sisteminde genel kurul, kayıtlı sermaye sisteminde esas sözleşmeyle yetkili kılınmış ise yönetim kurulu rüşhan hakkını kısıtlayabilir veya kaldırabilir.

1.3.5. Bilgi Alma Hakkı

TTK'na göre pay sahiplerinin bilgi alma hakkı, esas mukavele ile veya şirket organlarından birinin kararıyla engellenemez veya sınırlandırılmaz. Ayrıca pay sahipleri şüpheli gördükleri konularda murakıpların dikkatini çekmeye ve gerekli açıklamaları istemeye yetkili olup genel kurul toplantısından itibaren bir yıl süreyle de kar ve zarar hesabı, bilanço ve yıllık raporu inceleyebilirler (TTK, md. 362, 363). Bununla birlikte bu haklar gerçek anlamda bilgi alma hakkını kapsamamaktadır. Zira incelenmesine müsaade edilen defter ve belgelerden öğrenilecek sırlar hariç olmak üzere, hiçbir ortak şirketin iş sırlarını öğrenmeye yetkili değildir (TTK. Md. 363).

1.3.6. Tasfiye Bakiyesine Katılma Hakkı

Tasfiye bakiyesine katılma hakkı, tasfiye sonucunda bir artığın kalması halinde geçerlidir. Her hisse senedi sahibi, bu artığa payı oranında iştirak eder (TTK, md. 455). Tasfiye artığı olumsuz ise, ödenmeye pay ile sınırlı bir borç yaratır. Pay bedeli tamamen ödenmiş ise, borç söz konusu değildir. Hisse senedi değerinde meydana gelen artış ve kullanılmaya rüşhan hakkı kuponlarının satışından sağlanan gelir de hisse senetlerinin sağladığı diğer mali haklar arasında sayılabilir.

1.3.7. Sır Saklama Borcu

Her pay sahibi sonradan ortaklıktan ayrılmış olsa da şirket sırlarını saklamak zorundadır (TTK, md.363). Firmaların hisse senedine sahip olan kişiler firmanın

finansal yapısı, yönetim durumu, üretim durumu ve çalışanlar hakkında bilgi alma hakkına sahiplerdir. Ancak hisse senedi sahipleri bu bilgileri firma dışında yer alan kişilere söylememekle yükümlüdürler.

1.3.8. Sermaye Borcu

Hisse senetleri, elde bulunduran yatırımcıya bazı haklar sağlamakla birlikte bazı mali sorumlulukları da beraberinde getirir. Gerek yeni kuruluşta, gerekse sermaye artırımında, iştirak taahhüdünde bulunan bir ortak taahhüdünü yerine getirmekle yükümlüdür. Taahhüt ettiği hisselerin apellerini şirket yönetim kurulunun tespit ettiği tarihlerde yatırmak zorundadır. Zamanında Apel borçlarını ödemeyenlerden temerrüt faizi talep edilebilir. Bu ortaklar ortaklıktan çıkarılabilirler, yatırdıkları miktar üzerindeki haklarını kaybedebilirler, cezai şartlara muhatap olabilirler, hatta tazminat ödemek durumunda kalabilirler.

Sermayesini tamamen ödenmiş bir şirket iflas eder veya tasfiyeye tabi tutulursa, şirketin borçlarını ödeyebilmesi için hisse sahiplerinde taahhütlerinin henüz ödemedikleri kısmı talep edilebilir. Böylece, hisseleri devralan aynı taahhütlerini de devralmış olur.

Ancak, hisse senedi sahibinin mali sorumluluğu sadece hisse senedi sahibi olmaktan ziyade kuruluşla veya sermaye artırımına iştirak ederken imzaladığı taahhütnameden ileri gelmektedir. Hiçbir taahhütname imzalanmadan portföy yatırımı yapan bir kimsenin sahibi bulunduğu tamamı ödenmiş hisse senetlerinden dolayı herhangi bir mali sorumluluğu söz konusu değildir. Bedeli tamamen ödenmemiş nama yazılı hisse senetlerinin elinde tutan kimse, pay defterine kaydedilmekle şirkete karşı geri kalan bedeli ödemekle yükümlü olur. Diğer yandan, söz konusu, mali sorumluluk da, kuruluş veya sermaye artırımını dolayısıyla iktisap edilen senetlerin nominal değeri ile sınırlıdır.

1.4. Hisse Senedi Değer Ve Fiyat Tanımları

Hisse senedi yatırımcılarının sık karşılaştıkları ve temel analiz de denen, şirketlerin ekonomik analizinin yapılmasında kullanılan bazı tanımların üzerinde durmakta yarar vardır.

1.4.1. Hisse Senedi Değer Tanımları

Hisse senedi değer tanımlamaları, hisse senedinin verimliliğinin saptanmasında kullanılan ölçümlerde ve analizlerde ele alınan tanımlamalardır. Bunların başlıcaları aşağıdaki gibi sıralanabilir:

1.4.1.1. Defter Değeri

Bu değer şirketin bilançosundaki öz sermaye toplamının çıkartmış olduğu hisse senedi sayısına bölünmesiyle bulunur. Burada öz sermaye ile; ödenmiş sermaye, ihtiyatlar toplamı, dağıtılmamış karlar yeniden değerlendirme değer artış fonları ve bu türdeki diğer fonlarla karşılıklar kastedilmektedir. İşletmenin öz sermayesi ödenmiş sermayesinden yüksekse, defter değeri nominal değerden yüksek, aksi durumda yani sermayenin eksiği durumunda ise nominal değerden düşük olacaktır.

1.4.1.2. İşleyen Firma Değeri

Burada işletmenin bir bütün olarak, çalışır durumda devredilmesi halinde bulacağı değer söz konusudur. Bu değer belirlenmesinde işletmenin kazancı ile söz konusu kazanç için gerekli kazanç oranının dikkate alınması gerekir. Tasfiye değeri, piyasa değeri için alt sınırı oluştururken işleyen teşebbüs değeri de üst sınırı oluşturacaktır.

1.4.1.3. Tasfiye Değeri

Şirketin tasfiyesiyle birlikte, faaliyetle ilgili borçlar, varlıkların satışından elde edilen değerden çıkarılır. Elde edilen bu değer, hisse senedi sayısına bölünmesiyle tasfiye değeri bulunmuş olmaktadır. Tasfiye değeri, piyasa için alt sınırı oluştururken, işleyen teşebbüs değeri de üst sınırı ifade eder.

Tasfiye değeri, şirketin varlıklarının nakde dönüştürülmesi sonucunda elde edilen değer, tüm borçlar ödendikten sonra hisse senedi başına düşen miktardır (Sarıkamış, 1995:185). Tasfiye değerini hesaplarken, varlıkların pazarda bulabileceği değeri belirlenmesi büyük güçlükler ortaya çıkaracaktır. Özellikle, işletmedeki yarı mamullerin, arsa, arazi gibi duran varlıkların tasfiyesinde, uygulamada farklı birlikişilerin saptadıkları değerler arasında çok büyük farklar görülebilmektedir (Bolak,1994:103).

Hisse senedinin tasfiye değerini nominal değerden farklı kılan en önemli etken, varlıkların pazar değerlerinin defter değerlerinden farklı olmasıdır. Bu farklılık özellikle, maddi sabit varlıklar ve stokların değer kazanmış olmalarından kaynaklanır. Ayrıca normalüstü enflasyon da tasfiye değerini saymaca değerinin çok üzerine çıkarabilir. Enflasyonist ortamda toplam varlıklar içinde duran varlıkların oranı yüksek olan bir ortaklığın hisse senedinin tasfiye değeri, toplam varlıkları daha çok likit değerlerden oluşan bir ortaklığın hisse senedinin tasfiye değerinden daha yüksektir. Keza borç/özsermaye oranının yüksek olması, enflasyonist bir ortamda tasfiye değerinin yüksek çıkmasına diğer bir neden olmaktadır. Yüksek borçluluk değeri yükseltici etkide bulunabilir. Alacakların ve borçların ise tasfiye tarihinde cari pazar faiz oranı ile iskonto edilmeleri tasfiye değeri üzerinde sırası ile olumsuz ve olumlu etkide bulunur (Sarıkamış,1995:233).

1.4.1.4. Net Aktif Değeri

Hisse senedinin belirli bir faaliyet dönemi sonunda düzenlenen bilançodaki net aktif tutarı ile tanımlanmasıdır. Bu tanımlama genellikle bir yıldır.

1.4.1.5. Alternatif Gelir Değeri

Ortaklar tarafından oluşturulan sermayenin, şirket içinde şirket sermayesi şeklinde kullanılmayıp başka bir yatırım alanında değerlendirilmiş olması hâlinde hisse senetlerine yatırılan sermaye miktarı ile elde edilebilecek alternatif gelirden bir hisseye düşen gelir tutarını açıklar. Türkiye'de alternatif gelir değeri belirlemesi, genellikle banka faizi, devlet tahvili gelirleri ile karşılaştırılarak yapılmaktadır. Menkul kıymetler piyasasındaki araçlar çoğaldıkça alternatif gelir hesaplamaları da çeşitlenmiş olmaktadır.

1.4.1.6. Gerçek Değer

Gerçek değer, bir anlamda yatırımcıların, işletmenin gelecekte gelir yaratma potansiyelini ve kendilerinin bu hisse senedinden bekledikleri kazanç oranını göz önüne alarak, işletmenin hisse senedine biçtikleri, mevcut koşullar altında söz konusu hisse senedi için normal buldukları değerdir (Bolak,1994:104).

Bir pay senedinin gerçek değeri, o pay senedinin ait olduğu işletmenin varlıkları, kârlılık durumu, dağıtılan kâr payları, sermaye yapısı gibi değişkenlerin belirlendiği

değer olarak tanımlanır. Gerçek değer, bir anlamda yatırımcıların, işletmenin gelecekte gelir yaratma potansiyelini ve kendilerinin bu hisse senedinden bekledikleri kazanç oranını göz önüne alarak işletmenin pay senedine biçtikleri, mevcut koşullar altında söz konusu hisse senedi için normal buldukları değerdir.

1.4.2. Hisse Senedi Fiyat Tanımları

Hisse senedi fiyat kavramındaki başlıca tanımlamalar; nominal (itibari) fiyat, (emisyon) fiyatı, piyasa fiyatı ve borsa fiyatıdır.

1.4.2.1. Nominal (İtibari) Fiyat

Pay senedinin yazılı olan fiyatıdır. Toplam sermayenin miktarını belirleyebilmek bununla ilgili muhasebe kayıtlarını yapabilmek için pay senedinin ilk çıkarılışı sırasında ortaklık yönetimi tarafından verilen değerdir.

1.4.2.2. İhraç Fiyatı

Hisse senetlerinin şirket tarafından çıkarılışı aşamasında satışa sunulduğu fiyattır. Türkiye'de genel olarak şirketler, çıkardıkları yeni hisseleri nominal fiyatla satmakla beraber borsa değeri yüksek olan hisse senedini çıkaran şirket, nominal değer üzerinde bir emisyon fiyatı da belirleyebilir. Özellikle yeni bir sermaye artırımında rüçhan hakkının kullanılmasından sonra arta kalan bölümün halka arz edilmesinde emisyon fiyatı, normal fiyatın üzerinde saptanmaktadır.

1.4.2.3. Piyasa Fiyatı

Bir pay senedinin sermaye piyasasında alınıp satıldığı fiyat, o pay senedinin piyasa fiyatı olarak tanımlanır. Arz ve talep koşullarına göre oluşur. İşletmenin etkinliğinde herhangi bir değişim olmaksızın piyasa koşullarındaki değişimlere bağlı olarak bir pay senedinin piyasa fiyatında zaman içinde değişimler gözlenebilir. Gerçek değerinin üstünde veya altında bir fiyat oluşabilir. Eğer borsa mevcutsa borsa fiyatı ile eş anlamlı olarak kullanılan fiyattır.

1.4.2.4. Borsa Fiyatı

Borsada kota edilerek işlem görmeye başlayan şirket hisselerinin, sermaye piyasalarındaki arz ve talep koşullarına göre alınıp satıldığı fiyat, o hisse senedinin piyasa değeri olarak tanımlanır (Ceylan,1999:419). Borsanın işleyişine göre fiyatlar,

günlük olarak belirlenir ve açılış, kapanış, en düşük, en yüksek, ortalama günlük fiyat gibi türlere ayrılır.

1.5. Hisse Senedi Çıkaracak Kuruluşlar

Hisse senetleri, sadece sermaye şirketi niteliğinde olan anonim şirketler ve anonim şirket statüsünde kurulan diğer şirketler tarafından çıkartılabilir. Ayrıca özel kanunlarla kurulan bazı kuruluşlar da hisse senedi çıkarabilir. Hisse senedi ihraç edebilecek şirket ve kuruluşlar:

- Anonim Şirketler
- Sermayesi paylara bölünmüş komandit şirketler (SPK Kanunu'nun 4. maddesi uyarınca sermayesi paylara bölünmüş komandit ortaklıkların hisse senetleri halka arz yoluyla satılamaz)
- Özel kanunla kurulan kurumlar (TCMB, bankalar, anonim şirket şeklinde kurulmuş iktisadi devlet teşekkülleri, Kamu İktisadi Teşekkülleri (KİT), bağlı ortaklıklar, sigorta şirketleri vs.)

1.5.1. Anonim Şirketler

Anonim şirketleri, hisse senetlerini hangi yolla çıkardıkları göz önüne alınarak üç ana grup hâlinde tasnif etmek mümkündür:

1.5.1.1. Hisse Senetleri Halka Arz Edilmemiş Anonim Ortaklıklar

Bu tip şirketlerin Türk Ticaret Kanunu'ndaki kesin hükümlerle sınırlandırıldığı görülmektedir. Özellikle anonim ortaklık, yakın akrabalarından ve aynı soyadı taşıyan ortaklar arasından kurulmuşsa anonim ortaklık sermaye idaresi ve yönetimi de tek kişinin iradesi ile işleyen bir görüntü verir.

Sermaye Piyasası Kanunu'nun ilgilenmediği bu tip şirketler, halkın küçük tasarruflarını toplayıp bu yolla öz sermaye birikimi sağlama yolunu benimsemediklerinden sermaye piyasasının gelişmesine yardımcı olmayan veya bu piyasada etkinliği bulunmayan şirketler durumundadırlar ve TTK'na tabidirler.

1.5.1.2. Hisse Senetlerini Halka Arz Etmiş Veya Arz Etmiş Sayılan Anonim Ortaklıklar

Bir kapalı veya aile anonim ortaklığı hisse senetlerini halka arz ederek Sermaye Piyasası Kanunu'nun kapsamına girme kararı verebilir ve böylece halka açık anonim ortaklık karakteri kazanabilir. Böyle bir karar küçük tasarrufları toplayarak öz kaynak niteliğinde, fon oluşturmak niyetinden kaynaklanır. Türk Ticaret Kanunu ve Sermaye Piyasası Kanununa tabidirler. Öte yandan pay sahibi sayısının 250'den fazla olduğu herhangi bir şekilde tespit olunan anonim ortaklıkların (hisse senetlerini halka arz etmeseler bile) hisse senetleri halka arz olunmuş sayılır ve bu ortaklıklar, halka açık anonim ortaklık hükümlerine tabi olurlar.

Kurulca yapılan incelemede, bu Kanuna tabi ortaklıkların menkul kıymetlerinin ikinci el piyasasının oluştuğu anlaşıldığı takdirde, Kurul, bu ortaklıkların doğrudan ya da dolaylı ortak sayısını veya bilanço büyüklüğünü dikkate alarak menkul kıymetlerine borsada işlem görme şartı da getirebilmektedir.

1.5.1.3. Kayıtlı Sermaye Sistemindeki Anonim Ortaklıklar

Hisse senetlerini halka arz etmek üzere kurulan anonim ortaklıklar ile kurulmuş olup da sermaye artırmak suretiyle hisse senetlerini halka arz edecek olan anonim ortaklıklar, Kurul'dan izin almak şartı ile kayıtlı sermaye sistemini kabul edebilirler. Bu hâlde ortaklığın esas sermayesi, çıkarılmış sermaye olur ve sözleşmede tespit edilen kayıtlı sermaye miktarına kadar yeni hisse senetleri çıkarmak suretiyle yönetim kurulu tarafından Türk Ticaret Kanunu'nun esas sermayenin artırılmasına ilişkin hükümlerine bağlı kalınmaksızın sermaye artırılabilir. Anonim ortaklıklar, SPK'ndan izin almak suretiyle kayıtlı sermaye sisteminden çıkabilecekleri gibi bu sisteme alınmada aranan nitelikleri yitirmeleri hâlinde Kurul tarafından da sistemden çıkartılırlar.

1.5.2. Sermayesi Paylara Bölünmüş Komandit Şirket

Bu şirketler de hisse senedi ihraç edebilir. Ancak teorik olarak menkul kıymet kabul edilebilecek olan bu senetler, kanunen menkul kıymet olarak kabul edilmemektedir. Sermaye Piyasası Kanunu'nun 4. maddesinde “Sermayesi paylara bölünmüş komandit ortaklıkların hisse senetleri halka, arz yoluyla satılamaz” ifadesi yer almaktadır.

1.5.3. Özel Kanunlarla Kurulmuş Kuruluşlar

Bankalar (isteğe bağlı), T.C. Merkez Bankası, sigorta şirketleri, anonim ortaklık hâlinde kurulmuş bulunan iktisadi devlet teşekkülleri, bağlı ortaklıklar, yatırım ortaklıkları, aracı kurumlar ve özel finans kuruluşları hisse senedi ihraç edebilir

1.6. Hisse Senedi Değerini Etkileyen Faktörler

Firma değerini etkileyen faktörler, firma dışı ve firma ile ilgili faktörler olmak üzere iki kısımda incelenebilir.

1.6.1. Firma Dışı Faktörler

Firma dışı faktörler firmanın elinde olmadan ortaya çıkan ve firmanın müdahale edemediği ekonomi ve endüstri ile ilgili değişimlerdir.

1.6.1.1. Ekonomi İle İlgili Faktörler

İşletmelerin içerisinde buldukları ekonomik koşullardan etkilenmemesi mümkün değildir. Ülke ekonomisinde gelecekte beklenen bir gelişme işletmeleri daha başarılı hale getirirken doğal olarak hisse senedi değerlerini de yükseltecektir. Genel ekonominin durgunluğa girmesi beklentisi durumunda ise işletmeler üzerinde olumsuz etki yapacaktır.

Firmaların değerini etkileyen genel ekonomik faktörler aşağıdaki başlıklarda incelenmektedir.

Ülkede bir yılda üretilen mal ve hizmetlerin piyasa fiyatları ile ifade edilmiş kıymetleri toplamı gayri safi milli hasılayı vermektedir. Yapılan araştırmalar bir işletmenin satışları ile gayri safi milli hasıla arasında oldukça yüksek korelasyon olduğunu ortaya koymaktadır (Johnson, 1983:305).

Gayri safi milli hasıla hesaplanırken bulunan rakamdan üretim araçlarının aşınma ve yıpranma paylarının düşülmesi safi milli hasılayı, safi milli hasıla içinde yer alan çeşitli vergilerini indirilmesi de milli geliri vermektedir (Oğuz, a.g.e.:224). Milli gelir bir ülkenin refah düzeyini gösteren ve işletmeleri doğrudan etkileyen bir göstergedir. Milli gelirden gelecekte beklenen reel bir artışın doğrudan hisse senedi değerlerine yansımaları beklenir. Çünkü milli gelirdeki artışı yapan hisse senetlerinin temsil ettiği firma kendisidir.

Para arzı bir ülkede mevcut her türlü paranın toplam miktarını ifade etmektedir. Bir ülkenin para stoku başka bir deyişle tedavül hacmi ol ülkenin para arzını meydana getirmektedir (Öcal,1990:492). Hükümetin kontrolünde olan para arzındaki değişikliklerle ekonomik faaliyetleri kontrol etmesine yönelik çabalar ise para politikası olarak ifade edilmektedir.

Para arzı artışlarının gayri safi milli hasıla artışlarından fazla olması enflasyonun yükselmesine neden olacaktır. Bunun yanı sıra para arzı faiz oranlarını da doğrudan etkilemektedir. Para arzının yükselmesi ilk aşamada faiz oranlarının düşmesine neden olabilir. Bu düşüş doğal olarak hisse senedi değerini de etkileyecektir.

Para arzındaki yükselme nedeniyle hisse senetlerine olan talebin artacağı ve hisse senedi değerlerinin yükseleceği düşünülebilir. Ancak bu kısa dönem sürecek bir etik olup, spekülatif kazançlara yol açacaktır. Hükümetin, para arzındaki artışın ekonomide neden olacağı olumsuzlukları ortadan kaldırmak için alacağı önlemler, uzun dönemde ekonomik durgunluğa neden olabilecek ve hisse senedi değerleri olumsuz yönde etkilenebilecektir.

Tedavülde kullanılan araçların o ülke piyasasının ihtiyacından fazla artması ve artmaya devam etmesi sonucunda paranın satın alma gücü düşmekte ve bunun doğal sonucu olarak da fiyatlar sürekli yükselmektedir.

Enflasyonda görülen değişmelerin sabit getirili menkul kıymet değerlerini olumlu ya da olumsuz yönde etkileyeceği kabul edilmekle birlikte değişken getiriye sahip hisse senetlerinin enflasyondaki değişmelerden etkilenip, etkilenmediği tartışılmaktadır.

Teorik olarak uygun bir finanslama stratejisi sonucu bir işletmede öz kaynak niteliğindeki fonlar enflasyon karşısında satın alma güçlerini kaybetmeyen varlıklara yatırılacaktır. Enflasyonla birlikte bu varlıkların değerleri nominal olarak yükselecek, bu yükselme öz kaynaklara ve özkaynakları temsil eden hisse senetlerine yansıtacaktır. Bu şekilde hisse senetleri, değerlerinde meydana gelen artışla enflasyonun etkisinden korunmuş olacaklardır.

Faiz oranlarının yükselmesi işletmelerin yeni yatırımlar yapmasını engelleyici bir unsurdur. Artan faiz oranları işletmelerin yatırım maliyetlerinin artmasına neden

olacaktır. Dolayısıyla faiz oranlarındaki artışlar firmanın değerini olumsuz yönde etkileyeceği kabul edilir.

İşletme kısa süreli borçlarını yenilemek istediğinde ve faiz oranları yükseldiğinde yüksek maliyette kaynak temin edecektir. Ayrıca piyasa faiz oranının yükselmesi firma ortaklarının bekledikleri verimliliği artıracaktır. Çünkü alternatif yatırım araçları daha yüksek kazandırıyor olacaktır. Dolayısıyla firmanın özkaynak maliyeti artacaktır. Uzun süreli borçlarda ise bu etki daha geç ortaya çıkacaktır. Kaynak maliyetinin yükselişi firma karını görece olarak düşürecek ve hisse senedi değerini olumsuz yönde etkileyecektir.

Bir ülkede istihdam düzeyinin yükselmesi, işsizlik oranının düşmesi o ülkede ekonominin iyiye gittiğinin bir göstergesidir. Bir ülkede istihdam hacminin artması o ülkenin ulusal ekonomik gücünün kuvvetli olduğu gösterir.

Genel olarak istihdam düzeyinin yükselmesiyle milli gelirden meydana gelecek artış ekonomik refaha neden olacak bu durumda işletmeleri ve hisse senedi değerlerini olumlu yönde etkileyecektir.

Ekonomik hayat statik olmayıp dinamik yapısı nedeniyle sürekli olarak dalgalanmalar göstermektedir. Bu dalgalanmalar konjonktür teorisi ile çeşitli iktisatçılar tarafından açıklanmaya çalışılmıştır. Hemen hemen bütün işletmeler konjonktüre karşı duyarlı olmakla birlikte, etkilenme dereceleri endüstriler arasında farklılık göstermektedir. Konjonktür, işletmenin satış gelirlerini, giderlerini ve sonuçta karlılığını etkilemektedir.

1.6.1.2. Endüstri İle İlgili Faktörler

Firma ile ilgili olmayan ancak firma değerini etkileyen faktörlerden biri de endüstri ile ilgili faktörlerdir.

Endüstri ile ilgili faktörlerden biri ürünün hayat devreleridir. Ürünlerin hayat devreleri olduğu gibi endüstrilerin de hayat devreleri vardır. Her iş kolu veya sektör, ortaya çıkışından itibaren gelişme ve büyüme devreleri izlemektedir. Firmanın bulunduğu sektörün büyüme döneminde olması firmanın hisse senetlerini olumlu yönde etkileyecektir. Aynı zamanda olgunluk ya da gerileme döneminde olan endüstrilerde yer alan firmaların hisse senetleri ise olumsuz yönde etkilenecektir.

Endüstrinin geçmişteki performansı, bir endüstrinin satışlarının ve kazançlarının doğru bir şekilde belirlenmesi için önemlidir. Geçmiş yıllardaki satış hasılatları ve karlar, geçmiş yılların satış hasılatı ve karlarındaki büyüme, endüstrinin ürünlerine olan talebin derecesini göstermektedir.

Endüstrinin geçmiş yıllardaki büyüme durumu endüstrinin hayat seyriinin hangi dönemde bulunduğu hakkında fikir edinilmesini sağlar ve endüstrinin geleceğine ışık tutar. Ayrıca endüstri ürünlerine ilişkin geçmiş yıllara ait arz ve talep durumlarının belirlenerek geleceğe projekte edilmesi, varsa talep artışının nedenini ve gelecekte bu artışın devam edip etmeyeceğini ortaya koyacaktır.

Endüstri içi rekabet düzenli olabileceği gibi yıkıcı bir şekilde yani endüstrinin ürettiği malların satış hacimlerinin olumlu olmasına rağmen endüstri içindeki işletmelerin kazanç sağlayamaması şeklinde ortaya çıkabilir. Genellikle endüstriye girişin kolay olması o endüstride yıkıcı rekabetin ortaya çıkmasına neden olan önemli bir faktördür.

Devlet müdahale yoluyla endüstrileri olumlu ya da olumsuz yönde etkileyebilmektedir. Devlet yaklaşımı bir endüstriyi iç ve dış rekabete karşı koruyucu mevzuat, ihracat kredileri, gümrük muafiyeti ve benzerleri ile olumlu yönde etkileyeceği gibi o endüstrinin gelişmesini engelleyici bir mevzuatta yürürlüğe koyabilir.

1.6.2. Firma İle İlgili Faktörler

Hisse senedinin değerini etkileyen firma dışı etkenler olan ekonomik faktörler ve endüstri ile ilgili faktörlerin dışında firma ile ilgili faktörler de vardır.

Türkiye’de bireysel yatırımcıların hisse senedi talebini etkileyen unsurlarla ilgili olarak yapılan bir araştırma sonucu yatırımcıların işletmeye ait özelliklerin hemen tamamını yüksek bir hassasiyetle incelediklerini ortaya koymaktadır.

Yapılan değerlendirmede temel amaç işletmenin gelecekteki nakit akışlarını belirlemek olduğu için, işletmenin kazanma gücüne dolaylı ya da dolaysız olarak etki eden tüm faktörler dikkate alınmalıdır. Genel bir ifadeyle göz önüne alınacak faktörler işletmenin varlık ve kaynak yapısıyla, ürettiği ve sattığı mamullerin özellikleriyle, yönetim kadrosuyla, izlediği yönetim politikalarıyla ve taşıdığı riskle ilgilidir.

1.6.2.1. Sermaye Yapısı İle Firma Değeri Arasındaki İlişki

Bir işletmenin borç/özkaynak oranının değiştirilmesinin firma değeri üzerine etkisi, konusunda temel olarak Net Gelir Yaklaşımı, Net Faaliyet Geliri Yaklaşımı, Geleneksel Yaklaşım ve Modigliani-Miller Yaklaşımı olmak üzere dört yaklaşım bulunmaktadır (Brigham ve Eugene, 1989:151)

Net gelir yaklaşımında işletmenin özkaynak maliyetinin, sermaye yapısından bağımsız olarak her borç/özkaynak oranında sabit kaldığı varsayılmaktadır. Benzer şekilde borç maliyeti de değişmediğinden, işletme toplam sermaye yapısı içerisindeki daha ucuz maliyetli borç miktarını artırdığında ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti düşmekte ve firma değeri yükselmektedir.

Net gelir yaklaşımının dayandığı varsayımların gerçekçi olduğunu ifade etmek zordur. Zira firmanın artan borç/özkaynak oranı ile birlikte finansal riski de yükselecek, bu durum hem ortakların beklediği verimliliğin aynı zamanda özkaynak maliyetinin hem de borç maliyetinin yükselmesine neden olacaktır.

Net Faaliyet Geliri Yaklaşımı işletmenin genel kapitalizasyon oranının başka bir ifadeyle ağırlıklı ortalama sermaye maliyetinin tüm sermaye yapılarında sabit kalacağı varsayımına dayanmaktadır. Ağırlıklı ortalama sermaye maliyetinin borç/özkaynak oranından bağımsız olarak sabit kalmasının nedeni ortakların, artan her birim borçla birlikte yükselen riskliliği karşılamak için aynı oranda yatırımlarından bekledikleri verimliliği yükseltmeleridir. Yaklaşımında borç maliyetinin ise tüm sermaye yapılarında aynı olacağı kabul edilmektedir.

Ağırlıklı ortalama sermaye maliyetinin sabit kalması sonucu borç/özkaynak oranının değişmesi firma değerini etkilememektedir. Diğer bir deyişle borç düzeyi ne olursa olsun firmanın değeri değişmeyecektir.

Net gelir ve net faaliyet geliri yaklaşımları iki uç yaklaşım olarak ifade edilebilir. Bu iki yaklaşımı uzlaştırıcı nitelik taşıyan geleneksel yaklaşımda ise işletmenin daha ucuz maliyetli borç miktarını artırarak, ağırlıklı ortalama sermaye maliyetini düşürebileceği ve toplam cari değerini artırabileceği kabul edilir. Ancak bu durum belli bir noktaya kadar devam edecektir. Belirli bir borç/özkaynak oranında işletme optimal sermaye yapısına sahip olacaktır.

Optimal sermaye yapısından sonra işletmenin borçlanmaya devam etmesi halinde artan risk nedeniyle hem özkaynak hem de borç maliyetlerinde meydana gelecek yükselmek firma değerinin düşmesine neden olacaktır.

Franco Modigliani ve Metron Miller 1958 yılında bazı gerçekçi olmayan varsayımlar altında işletmelerin sermaye yapıları ile firma değeri arasındaki ilişkiyi incelemeye başlamışlardır (Ercan, 1995:65).

Modigliani-Miller yaklaşımı başlangıçta daha önce açıklanan net faaliyet geliri yaklaşımı ile aynı sonucu vermektedir. Başka bir ifadeyle firmanın sermaye yapısı ile firma değeri arasında bir ilişki bulunmamaktadır. İşletmenin borç/özkaynak oranı ne olursa olsun, ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti değişmeyecek ve firma değeri aynı kalacaktır (Akgüç, 1998:444).

1.6.2.2. Finansal Kaldıraç Derecesinin Firma Değeri Üzerine Etkisi

İşletmenin özkaynaklarının verimlilik oranının yükselmesine imkan veren borç/özkaynak ilişkisi firmanın finansal kaldıraçını ifade etmektedir. Sermaye yapısı ile ilgili bir kavram olan finansal kaldıraç ancak işletmenin borçtan yararlanması halinde söz konusudur. Sermaye yapısı ile firma değeri arasındaki ilişkiyi açıklayan yaklaşımlarda da açıklandığı gibi işletmenin borçtan yararlanması halinde belirli bir noktaya kadar firma değerinin yükselmesi mümkündür. Ancak böyle bir etkinin ortaya çıkabilmesi için işletmenin kazanma gücünün kullanılan borç için katlanılan maliyetten daha yüksek olması gerekir.

İşletmenin kazanma gücünün borcun maliyetinden yüksek olduğu durumlarda firma borçlandıkça belirli bir noktaya kadar özkaynak verimliliği ve firma değeri yükselecek, kazanma gücünün borcun maliyetinde düşük olduğu durumlarda ise kullanılan borç miktarı arttıkça özkaynak verimliliği ve firma değeri düşecektir (Uyanık, 1993:43).

1.6.2.3. Likidite Derecesinin Firma Değeri Üzerine Etkisi

Likidite, işletmenin varlıklarını paraya çevrilme derecesi olarak ifade edilebilir. Likidite derecesi, firmanın parasal durumunu göstererek, vadesi gelen borçların ödenme olanaklarını ortaya koymaktadır. Başka bir deyişle likidite derecesi, firmanın kısa vadeli borçlarını ödeyebilme yeteneğinin ölçülmesinde ve çalışma sermayesinin yeterli olup olmadığının belirlenmesinde önem taşımaktadır. Firmaların, yaşamını

sürdüremeleri için vadeleri gelen borçlarını karşılayabilecek tutarda nakit sağlama kapasitesine sahip olması gerekmektedir. Uzun sürede bir firmanın yükümlülüklerini karşılama gücü, karına ve borçluluk derecesine bağlıdır. Ancak firmanın, kısa sürede borçlarını ödeyebilecek yeterli likiditeye sahip olmasının, özellikle ekonomik bunalım dönemlerinde, faaliyetlerini sürdürmesi açısından büyük önem taşımaktadır (Akgüç,1998:23).

Varlıkların likidite dereceleri ve verimlilik oranları arasında ters yönlü bir ilişki bulunmaktadır. Diğer bir ifadeyle, likit varlıkların verimlilikleri de düşük olmaktadır. Bu nedenle firmada likit varlıkların bulunması karlılığın dolayısıyla firma değerinin düşmesine neden olacaktır. Likit varlıklara sahip olmamak ise firmaları iflas tehlikesine itebilecek ya da firmayı çeşitli maliyetlere katlanmak zorunda bırakacaktır. Bu nedenle firma değerinin olumsuz etkilenmemesi için, işletmenin yeteri kadar likit varlıklara sahip olması gerekmektedir.

1.6.2.4. Çalışma Sermayesi ve Varlıkların Etkin Kullanımının Firma Değeri Üzerine Etkisi

Çalışma sermayesi, kasa, menkul kıymetler, alacaklar ve stoklar gibi kalemleri içeren dönen varlıklardan oluşmaktadır. Bu kavram genel olarak dönen varlık toplamını ifade eder. Çalışma sermayesi yönetimi işletmeler için hayati bir öneme sahiptir. Çalışma sermayesi; firmanın tam kapasite ile çalışabilmesi, üretimdeki aksaklıkların giderilmesi, iş hacminin genişletebilmesi, kredi değerliliğinin artması, olağanüstü durumlarda mali yönden zor durumlara düşmemesi, faaliyetlerini karlı ve verimli bir şekilde yürütebilmesi açısından büyük önem taşımaktadır.

Varlıkların etkin bir şekilde kullanımı çalışma sermayesi ile mümkün olabilmektedir. Varlıkların etkin kullanımı firmaların verimliliğini yükselterek firma değerini artırmaktadır.

1.6.2.5. Temsilci Maliyetlerin Firma Değeri Üzerine Etkisi

Bir işletmenin yönetim kadrosu firma değeri üzerinde oldukça önemli bir etkiye sahiptir. Çünkü firmanın vereceği her türlü karar yönetimde yer alan kişiler tarafından verilmektedir. Verilecek yanlış bir karar firma değerini olumsuz etkileyebilir. Bunun

yanında bu yönetim kadrosunda yer alan yöneticilerin maliyetleri de firma değerini olumsuz etkilemektedir. İşte bu maliyetlere temsilci maliyetleri denilmektedir.

Firmanın hisse senetlerini ellerinde bulunduranlar firmanın sahibi olmakla beraber, yöneticiler firmayı firma sahipleri adına yönetirler. Yöneticiler, firmanın yükümlülüklerini yerine getirmek ve firma ortaklarının varlıklarını maksimize etmek amacıyla kiralanmış kişilerdir. Yöneticiler, zaman içinde kendi çıkarları doğrultusunda hareket ettiklerinde, aldıkları kararlar firma sahiplerinin refahını artıracak sonuç sağlamayabilir (Üreten ve Ercan,2000: 42).

Yönetim kadrolarının firma değeri üzerindeki etkilerini belirlemek oldukça zordur. Fakat yönetim kadrolarının başarılı veya başarısız olup olmama durumları genel olarak ifade edilebilir. Yönetim kadrolarının değerlendirilmesinde bazı değişkenlere verdikleri önem firma gibidir:

- İşletme değerine etkilerin belirlenmesi açısından yardımcı olabilir. Bu değişkenler aşağıdaki faaliyetlerinin bir sistem içerisinde yürütülmesine etkisi,
- İşletme yönetim organının pazarlama anlayışı,
- İşletme yönetiminin AR-GE çalışmalarına verdikleri önem,
- Yönetimdeki kişilerin bireysel beceri ve nitelikleri,
- İşletme yönetiminin finanslama konusunda işletmeye kazandırdıkları ve bu konudaki yetenekleridir.

1.6.2.6. Firmanın Yönetim Kadrosunun Firma Değeri Üzerine Etkisi

Bir işletmenin faaliyet gösterdiği endüstri kolu, işletmenin varlık ve kaynak yapısı, faaliyetin başarısını etkilerken başarıda önemli derecede rolü olan bir diğer faktör işletme yönetiminin niteliğidir.

Bir firmanın beşeri ve fiziki kaynaklardan oluştuğu, beşeri kaynakların işletmede tüm çalışanları kapsadığı bilinmektedir. Yönetim kadrosunun sahip olduğu bilgi ve beceri firma faaliyetlerini sağlayan etmenlerdendir. Çünkü firma faaliyeti sonuçlarının sağlanmasında kullanılan varlıkların en uygun şekilde düzenlenmesini ve idaresini sağlayan yönetim kadrosu da firma değerleri arasındadır (Aksoy,1993:61). Bu nedenle

pek çok işletme sahip olduğu kadronun eğitimi amacıyla büyük tutarlara ulaşan harcamalar yapmaktadır (Aksoy, 1993:81).

1.6.2.7. Kar Payı Dağıtım Politikalarının Firma Değeri Üzerine Etkileri

Temettü politikasının firma değerine etkisi üzerine çeşitli yaklaşımlar bulunmaktadır. Bunlardan başlıcaları, kar payı ilgisizliği teorisi ve eldeki kuş teorisidir.

Kar payı ilgisizliği teorisine göre firma değeri ile kar payı dağıtım politikası arasında bir ilişki yoktur. Teori, firma değerinin yalnızca temel kazanma gücü ve işletme riski tarafından belirlendiği görüşünü savunmaktadır. Yani firma değerinin yalnızca firma aktiflerinin meydana getirdiği kara bağlı olduğunu ve bu karın temettü ile dağıtılmayan kar arasında bölünmesine bağlı olmadığını öne sürmüştür. Bazı varsayımları ise şöyledir:

- Temsilci maliyetleri bulunmamaktadır.
- Kurumlar vergisi ve gelir vergisi bulunmamaktadır.
- Tüm bilgiler piyasaya yansır ve yansıyan bu bilgiler hiçbir maliyete katlanılmadan kullanılabilir.
- İşlem Maliyetleri bulunmamaktadır.
- Finansal kaldıracın sermaye maliyeti üzerine hiçbir etkisi yoktur.
- Karın temettü olarak dağıtılması veya dağıtılmayan kar olarak işletmede bırakılmasının firmanın sermaye maliyeti üzerine etkisi yoktur.

Sonuç olarak denilebilir ki, firmanın uyguladığı temettü politikasının firma değeri üzerine bir etkisi bulunmamaktadır.

Eldeki kuş teorisinde kar payı ilgisizliği teorisinin aksine temettü politikası ile firma değeri arasında doğrudan bir ilişki olduğu görüşü hakimdir. Bu teoriye göre bir hisse senedinin değerini, o hisse senedi başına dağıtılan kar payı belirlemektedir. Bu görüşe göre yatırımcıların özellikle belirsizlik koşullarında alacakları temettü ile elde edecekleri sermaye kazancı arasında kayıtsız kalamayacağı şeklindedir.

Teorinin savunduğu görüş, “Eldeki bir kuş, daldaki bir kuştan yeğdir.” sözüyle özetlenebilir. Yani ortaklar karın firmada kalıp değerlendirmek yerine elimde olsun ve ne şekilde yatırım yapacağıma kendim yön vereyim görüşüne sahiptirler. Buradan anlaşılan, firmada bırakılan karların fiilen alınan kar payına göre daha riskli olmaktadır. Ayrıca teori; ek borçlanma veya öz kaynaklarla finanslamanın söz konusu olmadığını, firmanın faaliyet süresinin sonsuz olduğunu, vergilerin ihmal edilmesi gerektiğini, firmanın büyüme hızının sabit olduğunu ve firmanın temettü politikasında bir değime olmayacağı şeklindeki varsayımlardan hareket etmiştir. Teoriye göre bir firmada firmanın değerini belirleyen en önemli faktör firmanın dağıttığı temettüdür. Firmanın piyasa değeri, gelecek dönemlerde beklenen temettülerin bugünkü değerleri toplamına eşittir.

Genel olarak firma değerinin maksimizasyonu açısından temettü politikasının önemi dağıtılabilecek temettü tutarı ile ne yapılacağına göre değişmektedir. Eğer, dağıtılacak temettü tutarı firmada Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti oranında bir getiri sağlayacaksa, firma değerine firma değerine herhangi bir olumlu veya olumsuz etkiye bulunmayacaktır. Ancak firma bu fonları dağıtmayıp, getirisi sermaye maliyetinden yüksek yatırımlarda kullanacaksa, bu durum firma değerini temettü dağıtma alternatifine göre daha olumlu etkileyecektir. Eğer, firma bu fonları getirisi sermaye maliyetinden daha düşük yatırımlarda kullanacaksa veya gereksiz lüks harcamalar yapacaksa, temettü dağıtma alternatifi firma değerini daha olumlu etkileyecektir (Üreten ve Ercan,2000:48).

Firmaların uyguladıkları temettü politikaları ve bu politikada yaptıkları değişiklikler, yatırımcılar açısından nitel de olsa bir mesaj olarak algılanmaktadır. Yatırımcılar firmaların gelecekteki performansının iyi ve bu performansı finanse edecek kaynaklar yeterli olduğu zaman, yöneticilerin yüksek oranda temettü dağıttıklarına inanmaktadırlar. Bu nedenle, dağıtılacak temettü oranındaki artışlar, yatırımcılara firmanın geleceği hakkında yöneticilerin iyimser olduğuna dair bir delil olarak kabul edilmektedir. Doğal olarak, temettü oranındaki düşüşlerden de yatırımcılar açısından olumsuz bir mesaj çıkarılmaktadır. Bu beklentiler firma değerine yansımaktadır (Üreten ve Ercan,2000:49).

Firmalar değerlerini maksimum yapmak için bütün bu faktörleri dikkate almalıdırlar. Özellikle firma ile ilgili faktörler dikkate alınmalı ve firmalar bu faktörleri göz önüne alarak uygun stratejiler belirlemelidir. Firmalar, bu etkenleri göz önüne alarak belirledikleri politikalarla, hem firmanın büyümesini sağlayabilirler hem de firmanın amacı olan toplam firma değerinin ortaklar açısından maksimum yapılmasını gerçekleştirebilirler.

1.7. Hisse Senedi Değeri İle Firma Değeri Arasındaki İlişki

Firmaya borç veren ve hisse senedi almak suretiyle ortak olan diğer bir ifadeyle firmaya kaynak sağlayan her kişi ya da kuruluşun firma üzerinde bir takım hakları bulunmaktadır. Firmaya borç verenler, vermiş oldukları kaynakların karşılığında faiz geliri ve anaparalarını alacak hakkı nedeniyle firma varlıkları üzerinde hak sahibi olurlar. Bu grubun hangi varlık üzerinde hak sahibi olduğu özel olarak belirtilmediği sürece firmanın tüm varlıklarını kapsamaktadır. Borç verenlerin alacak hakkının geri alınması likit varlıkları gerektirdiği için genellikle alacak hakkı olanlar dikkatlerini likit varlıklar üzerinde yoğunlaştırmaktadır. Alacak hakkı bulunan gruplar firma varlıklarının yönetiminde söz sahibi olmamakla birlikte haklarını korumak açısından yönetime bazı sınırlamalar getirebilirler.

Diğer taraftan firma ortakları, firmanın tüm varlıkları üzerinde söz sahibi olup, bu varlıkların kullanımı ve hisse sahibi olmanın verdiği hakları kullanma bakımından serbesttir. Ayrıca hisse senedinin süresiz olması nedeniyle firmanın geleceği üzerinde de borç verenlerin aksine zamanla sınırlı olmayan tasarruf hakları vardır. Diğer bir anlatımla bir hisse senedini satın alan kişi ya da kuruluş o hisse senedinin temsil ettiği firmanın bugünkü varlıkları yanında onun gelecekteki kazanma gücünü de satın almaktadır.

Hisse senedinin değerlendirilmesinde firmanın geçmiş verileri önemli birer unsur ise de sadece firmanın geçmişe ait sonuçlarını belirtmekten öteye geçememektedir. İşletmenin bugünkü durumun gösteren finansal tablolar önemli olmakla beraber firma değerini hesaplamak açısından yetersizdir. Ayrıca muhasebe tekniklerinin firmanın gerçek durumunu finansal tablolara yansıtmadaki yetersizlikleri finansal tabloların hisse senedi değerlemede kullanımına da sınırlama getirmektedir.

Finansal literatüründe geçmiş verilerin ağırlıklı olarak kullanıldığı teknik analiz, hiçbir verinin kullanımına gerek duyulmayan tesadüfî seçim yanında hem geçmiş hem de geleceğe ilişkin verileri kullanan temel analiz gibi yöntemlerle hisse senetlerinin değerlendirildiği görülmektedir.

Belirtilen yöntemlerin bir kısmının Türk Sermaye Piyasası'nda hisse senedi değerlemesinin yapılmasında kullanılması bu piyasanın özelliği nedeniyle mümkün olmamaktadır.

Hisse senedinin değeri, özkaynağın hisse sayısına bölünmesiyle basit olarak hesaplanabilmekle beraber gerçekte, böyle bir hesaplama yetersiz kalacaktır. Çünkü firmanın finanslama politikası içerisinde borca yer vermesi sonucunda hisse senedi değerinin etkilenmesi mümkündür. Diğer taraftan aynı etki temettü politikası ile de yaratılabilir. Yatırım politikası işe uygun yatırımın seçilip, kaynakların yatırıldığı varlıkların niteliğinin değiştirilmesi de hisse senedi değeri etkileyecektir.

Belirtilen nedenlerle hisse senedinin değerlemesinde sadece özkaynaklardan hareket etmek yetersizdir. Bir hisse senedine yatırım yapan o hisse senedinin temsil ettiği firmanın tümü üzerinde hak sahibidir. Bu hakkı firmanın gelecek yıllarda yaratacağı değerleri de kapsamaktadır. Firmanın yaratacağı ve ortaklarına yansıtacağı değerler ise firmanın kendi ile ilgili faktörlere bağlı olduğu kadar faaliyet gösterdiği ekonomik şartlarla da sıkı sıkıya ilişkilidir.

BÖLÜM 2: KAR DAĞITIM POLİTİKALARI VE KAR DAĞITIM POLİTİKASININ FİRMA DEĞERİ AÇISINDAN İNCELENMESİ

2.1. Kar Dağıtım Politikaları

Kar dağıtım politikası firmada elde edilen karın ortaklara dağıtılması veya yatırımlar için firma içinde bırakılması kararlarını kapsar.

Bilindiği gibi firmaların amacı firmanın piyasa değerinin maksimum hale getirmektir. Ortaklar açısından hisse senetlerinin piyasa fiyatlarının maksimum olabilmesi için kar payı dağıtım politikası önemli bir araçtır. Yani diğer şartlar sabit varsayıldığında düzenli kar dağıtan bir işletme, kar dağıtımını değişkenlik gösteren bir işletmeye göre piyasada daha yüksek bir değere sahip olur. Çünkü, yatırımcılar, düzenli kar dağıtımını uygulayan bir firmayı düzensiz bir kar dağıtımını uygulayana oranla daha risksiz ve güvenilir olarak görecekler ve kar dağıtımını istikrarlı firmaya daha fazla değer vereceklerdir.

Belirsizliğin olmadığı, verginin alınmadığı ve tam rekabet piyasası koşullarının hakim olduğu varsayımları altında kar dağıtım politikasının hiçbir önemi yoktur. Firmanın kar dağıtması ya da dağıtmaması hiçbir şey ifade etmez. Fakat tüm bu varsayımlar gerçek hayatta geçerli değildir. Firmalar belirsizliğin hayli yüksek olduğu, vergiden kaçınmanın zor olduğu şartlarda faaliyetlerini sürdürdüklerinden, kar dağıtım politikasının firmalar açısından çok büyük önemi vardır.

Kar dağıtımının diğer bir önemi de kar dağıtımının haber verme özelliğidir. Firmaların uyguladıkları kar dağıtım politikaları ve bu politikalarda yaptıkları değişiklikler, yatırımcılar açısından bir mesaj olarak algılanmaktadır. Yatırımcılar firmaların gelecekteki performansının iyi ve bu performansı finanse edecek kaynaklar yeterli olduğu zaman, yöneticilerin yüksek oranda kar dağıttıklarına inanmaktadırlar. Bu nedenle dağıtılacak kar payı oranındaki artışlar, yatırımcılarca firmanın geleceği hakkında yöneticilerin iyimser olduğuna dair bir gösterge olarak kabul edilmektedir.

Kar dağıtımını, işletmenin büyüme hızını, işletmenin piyasa değerini, ortakların servetlerini ve yatırımcıların yatırım kararlarını vermelerini etkileyen bir faktördür. Bu

nedenle, net karın hangi oranlarda pay sahiplerine dağıtılacağına karar verilmesi, işletme yönetimin alacağı en önemli kararlardan birisidir.

2.1.1. Sabit Oranda Kar Dağıtımı

Her yıl karın önceden belirlenmiş belli bir oranının pay sahiplerine kar payı olarak dağıtma politikasıdır. Bu politikada dağıtılacak karın belirli bir yüzdesini ifade ettiğinden değişken nitelikli olup, kardaki dalgalanmalara paralel bir görünüm arz eder.

Firmalar sabit kar dağıtmaları halinde kar payı, yılın performansında bağımsız hale geldiğinden, yatırımcısını hisse senedinden kaçırmamak için bir taraftan sabit miktarda kar payı dağıtırken, koşullar elverdiği zaman ise ekstra dağıtıma gitme zorunda kalmaktadırlar.

Bu kar payı politikası daha çok elde edilen kar tutarının dönemler itibariyle değiştiği firmalarda tercih edilmemektedir. Bu politika dağıtılacak kar payının düşük miktarda tutulup, firma kazancının yüksek olduğu durumlarda ilave kar payı dağıtımına gidilmesini öngörür. Kar payının düşük tutulması firmayı, kazancı yeterli olmadığı durumlarda kar payı ödeyememe riski ile karşı karşıya kalmaktan kurtarmakla beraber, ortakların düzenli kar payı alabilmelerine imkan sağlamaktadır.

Çok az sayıda firmada uygulanan bu politikanın firma değerine olumlu etkide bulunması ihtimali hemen hemen hiç yoktur (Brigman,1992:693). Olumsuz etkisi nedeniyle çoğu zaman, halka açık anonim şirketlerde tercih edilen bir politika değildir. Genellikle kapalı anonim ortaklıklarda veya yönetimin büyük ortaklara bırakıldığı şirketlerde, küçük ortakların da kardan pay alabilmelerini garantilemek için uygulanan bir politikadır.

2.1.2. Sabit Miktarda Kar Dağıtımı

Sabit miktarda kar payı dağıtımı, şirketlerin her yıl elde ettikleri karın sabit bir miktarını dağıtması anlamına gelmektedir. Bu politika kar payının pay başına yıllar itibariyle aynı miktarda korumasını amaçlayan bir politikadır. Elde edilen karın bir önceki yıla göre yüksek veya düşük olmasına bakılmaksızın hissedarlara her yıl aynı tutarda kar payı dağıtımını öngörür (Büker,1990:327).

Sabit miktarda kar payı dağıtımını benimseyen şirketlerin ortakları, bu politikayı daha güvenilir bulmakta ve böylece bir uygulamayı benimseyen şirketlerin hisse senetleri daha kararlı bir fiyat bulmaktadır (Gönenli,1991:391). Özellikle yatırımcılar arasında sağladığı gelire önem verenler, yani kar payını önemseyenler bu tür kar payı dağıtan şirketleri diğerlerine tercih etmektedir. Böylece, kararlı kar payı dağıtanlar belli bir yatırımcı grubu kendilerine rahatça çekebilmektedir (Sevil, 1994:135).

İstikrarlı kar payı dağıtım politikası hissedarlarda, genelde firmanın belirsizlikleri minimize ettiği ve durumunun iyi olduğu yönünde olumlu bir kanaat uyandırmaktadır (Gitman, 1991:597).

Sabit miktarda kar payı dağıtımının yatırımcılar tarafından tercih edilmesinin üç nedeni vardır (Horne,1983:353).

- Yatırımcılar, kar payları her yıl dalgalanma gösteren firmaların hisse senetlerini daha riskli bulmaktadırlar. Nitekim riski fazla olan hisse senetlerine bu riskinden dolayı daha yüksek bir iskonto oranı uygulanacağından hisse senedinin değeri de daha düşük olacaktır. Sabit miktarda kar payı dağıtan firmaların hisse senetlerine daha düşük bir iskonto oranı uygulanacağından değeri daha yüksek bulunacaktır (Weston-Bringham,1987:645).
- Gelecek dönemlerdeki muhtemel gelirin daha yüksek seviyede olmasına rağmen yatırımcılar zaman faktörü ve risk faktörü gibi nedenlerle cari geliri tercih etmektedirler. Sadece kar paylarıyla geçimlerini sağlayan hissedarlar düzenli bir kar payına ihtiyaç duyduklarından kar paylarının her yıl değişmesini istemezler. Bu tür yatırımcıların bulunması devamlı olarak aynı seviyelerde kar payı dağıtan firmaların hisse senetlerinin piyasa değerlerinin yükselmesine yol açmaktadır.
- Sabit miktarda kar payı dağıtan firmaların hisse senetlerinin özellikle emekli sandığı, sigorta şirketleri ve diğer finansman kurumları gibi kurumsal yatırımcılarca tercih edilmesi firmaların hisse senetlerinin değerini etkilemektedir.

Yatırımcıların ihtiyaçlarının farklı olması nedeniyle emekli kişilerin sabit bir kar payı geliri tercih etmeleri, sabit miktarda kar dağıtım politikası izleyen firmalara talebi

arttırırken özellikle genç yatırımcıların sadece menkul kıymet değeri ile ilgilenmeleri kar payı miktarı sürekli artan firmalara doğru kaymasını sağlamakta ve sabit miktarda kar dağıtan firmalara ilgiyi azaltmaktadır.

2.1.3. Sabit Miktarda Kar Dağıtım ve Eklemeler

Firmalar sabit kar payı dağıtımları halinde kar payı, yılın performansında bağımsız hale geldiğinden, yatırımcısını hisse senedinden kaçırmamak için bir taraftan sabit miktarda kar payı dağıtırken, aynı zamanda ekstra kar payı dağıtımına gitme zorunda kalmaktadırlar.

Bu kar dağıtım politikası daha çok elde edilen kar tutarının dönemler itibariyle değiştiği firmalarda tercih edilmektedir. Diğer iki politikanın aksayan yönlerini gidermek amacıyla geliştirilmiş bir politikadır. Dağıtılacak kar payının düşük miktarda tutulup, firma kazancının yüksek olduğu durumlarda ilave kar payı dağıtımına gidilmesi öngörür. Kar payı miktarının düşük tutulması firmayı, kazancın yeterli olmadığı durumlarda kar payı ödeyememe riski ile karşı karşıya kalmaktan kurtarmakla beraber, ortakların düzenli kar payı alabilmelerine imkan sağlamaktadır.

Bu politikanın uygulanması halinde ortakların elde edecekleri kar payı, firmanın kazançlarına ve fon ihtiyaçlarına paralel olarak dalgalanacaktır. Bu sebeple, ortakların, özellikle karlardaki şiddetli azalmaların firmayı büyük ölçüde etkilediği durumlarda bu tür ilaveleri ve hatta düzenli kar payı dağıtımını dahi beklememeleri gerekecektir.

2.1.4. Her Yıl Artan Kar Dağıtım Politikaları

Firmalar dağıttıkları kar paylarında meydana gelecek artışların kar dağıtımının bilgi verme özelliği ve müşteri etkisi ile hisse değerini etkileyebileceği düşüncesiyle dağıttıkları kar paylarını azalma yoluna başvurmazlar.

Firmalar yatırımcıların kendi hisse senetlerini almalarını sağlamak için her yıl dağıttıkları kar paylarını bir miktar artırarak istikrarlı büyüme oranlı şeklindeki bir kar dağıtımını izlemeye başlamışlardır.

2.1.5. Artık Kar Dağıtım Politikası

Artık kar dağıtım politikasına göre; firmalar faaliyetlerinden elde ettikleri kazançları, daha karlı yatırım fırsatları yoksa hissedarlarına kar payı olarak dağıtması gerektiği

fikrine dayamaktadır. Bir firma için karlı yatırım fırsatları her zaman mevcut olmayabilir.

Eğer firmanın dağıtılmayan karlar yoluyla kazanabildiği karlılık oranı, hissedarın ortalama olarak aynı riske sahip diğer yatırımlardan elde edecekleri karlılık oranını aşmazsa firmanın faaliyetleri sonucunda elde ettiği karları hissedarlarına dağıtması gerekmektedir. Tersi durumda ise firma kazancını yeni yatırımlarda kullanılmasını tercih edecektir.

Firmalarca sürekli olarak artık kar payı politikasına başvurulması ödenen kar payı her yıl değişmesi gibi bir sonuca götürür ki bu da dalgalanan kar, kar payından dolayı hissedarların rahatsızlık duyması gibi bir sonuç yaratabilir.

2.1.6. Optimal Kar Dağıtım Politikası

Optimal kar payı politikası, bir firmada hisse senetlerinin piyasa değerini maksimize edecek mevcut kar payı ödemeleri ve gelecekteki büyüme arasındaki dengeyi vurgular (Eugene,1989:688).

Deneysel bulguların çoğunluğu kar dağıtımının firma değerini etkilediğini ortaya koymaktadır. Gerçekten kar payı politikası hisse senedinin değerini etkiliyorsa o zaman bu politika sadece yatırım fırsatları tarafından belirlenen pasif bir artık olmaktan daha ileri bir anlam ifade edecektir. Bu demektir ki; firma hisse senedinin piyasa değerini dağıtacağı kar payı oranını değiştirmek suretiyle artırabilir ve bunun sonucu olarak da optimal kar dağıtım politikasına erişebilir.

Dağıtılan karın hisse senetlerinin piyasa değerini etkilemesi dikkate alınırken öte yanda yatırım fırsatları değerlendirilerek hissedarın serveti maksimize edilebilir. Bu nokta ise kar dağıtım politikası veya dağıtım oranının optimal olduğu noktadır.

2.1.7. Kar Payı Avansı Ödemeleri

Kar payı avansı politikasının benimsendiği şirketlerde, hesap dönemi bitmeden veya bitmiş olsa bile genel kurul tarafından kar dağıtım kararı alınmadan, ileride her paya karşılık düşecek kar payına mahsuben avans ödemesi yapılmaktadır.

Bu politika yurtdışında şirketler tarafından çok yaygın bir şekilde uygulanmaktadır. Ülkemizde yaşanan yüksek enflasyon ve diğer yatırım araçlarının getirilerinin vade

yapıları göz önüne alındığında, daha kısa vadelerde kar payı kazancına olanak sağlayacak düzenlemelerin, hisse senedini diğer yatırım araçları karşısında daha fazla rekabet edebilir hale getireceği ve hisse senedi yatırımlarının vadesini uzatacağı öngörülür. Bu tür bir düzenleme yapılmasının hem sermayenin tabana yayılmasını, hem de menkul kıymet borsalarının gelişimine katkıda bulunarak sermaye piyasalarının etkinliğini arttıracacağı düşünülmektedir.

2.2. Kar Dağıtım Politikalarının Firma Değerlemesi Açısından İncelenmesi

Kar payı politikalarına ilişkin en çok tartışılan konu, firmaların yatırım kararları ile sermaye yapılarının veri olarak alındığı durumlarda, izledikleri kar payı politikasının firma değeri, dolayısıyla firmanın hisse senetlerinin fiyatı üzerindeki etkisinin ne olacağıdır. Kar dağıtım politikasının firma değeri üzerine etkisi konusunda kuramsal düzeyde ve ampirik çalışmalara dayanarak farklı görüşler ileri sürülmüştür. Finansal amaç, firmanın piyasada değerini, dolayısıyla hissedarların servetini en üst düzeye çıkarma şeklinde belirlendiğine göre; kar dağıtım politikası hisse senetlerinin piyasa fiyatına etkisi yönünden de önem kazanmaktadır.

Kar payı dağıtımının pay senedi fiyatı üzerindeki etkileri konusunda deneysel çalışmalar önemli bir yer tutmakla birlikte, Türkiye'de hisse senedi piyasasının yeterince gelişmemiş olması nedeniyle, hisse senedi fiyatları üzerinde firmaların kar payı politikalarının etkisi konusundaki çalışmalar sınırlı kalmıştır.

Firma değerlemesinde göz önünde bulundurulması gereken faktörlerden biri kar payı politikasının firma değeri üzerindeki etkisidir. Mükemmel bir sermaye piyasasında kar payı politikasının firma değeri üzerindeki etkisi ile ilgili başlıca iki ekol vardır. Birinci ve daha eski olan ekolün kurucusu Myron Gordon olduğu halde, bugün dahi finansal teorici ve uygulayıcılar tarafından geniş ölçüde benimsenmektedir. Bu ekolün görüşüne göre gerek gelecek hakkındaki belirsizlik, gerekse yatırımcıların riskten kaçınmaları, bir hissenin fiyatının ve dolayısıyla o hissenin ait olduğu firmanın değerinin, takip edilen kar payı politikasına bağlı kalmasına sebep olur. Özellikle, firma ne kadar çok kar payı dağıtırsa, kapitalizasyon oranı o kadar düşük ve dolayısı ile bir hissenin fiyatı da o kadar yüksek olacaktır. Bunun aksi olan görüş ise Modigliani ve Miller tarafından savunulmaktadır. Buna göre, firmanın yatırım politikası bilinirse, hisselerinin fiyatı, takip edilen kar payı politikasından bağımsızdır (Korgun,age,57). Kar payı politikasının

asıl konusu, şirketin hedef kar payı ödeme oranını, kar payı politikasını değiştirmek suretiyle hissedarların zenginlik durumunu etkilemenin mümkün olup olmadığıdır (Weston,1998:559).

Kimi yazarlar (Frank Wood, W. Bigg ve Regg Perrins bunlar arasındadır) eserlerinde, ortaklar arasında şirket sözleşmesiyle saptanmış kar dağıtım oranlarının değiştirilmesiyle firma değerinin saptanması gereği üzerinde durmuşlardır. 63 Bu yazarlara göre, ortaklar arasındaki kar dağıtım oranının değişmesi işletmenin firma değeri mülkiyeti üzerinde de değişme yaratır. Bu nedenle, kar dağıtım oranlarının değiştirildiği tarihte işletmenin firma değeri saptanmalıdır.

Kar payı politikalarını pek çok faktör etkilemektedir. Karlı yatırım alternatiflerinin mevcudiyetleri, firmanın alternatif sermaye kaynaklarının maliyetleri, hisse senedi sahiplerinin şu an ya da gelecekte gelir elde etme tercihleri vb. gibi. Burada kar payı politikası ile ilgili,

- Kar payı İlgisizliği Teorisi (Dividend Irrelevance)
- Eldeki Kuş Teorisi (Bird-in-the-Hand)
- Vergi Farklılığı Teorisi (Tax Differential Theory)

açıklanmaktadır (Ercan,2000:6-15).

Kar payı politikalarının şirket değeri üzerindeki etkilerine yönelik bu yaklaşımlar dayandıkları esaslar ile birlikte aşağıda verilmiştir.

2.2.1. Kar Dağıtım Politikasının Firma Değeri Üzerine Etkisi Olduğu Görüşü

Firmalar tarafından benimsenen kar dağıtım politikalarının firma değeri üzerinde etkili olduğunu savunan taraflarca iki zıt görüş ortaya konulmaktadır. Taraflardan bir kısmı firmalarca yapılacak yüksek tutarlı kar payı ödemelerinin firma değeri üzerinde olumlu etkide bulunacağını savunmakta iken, bir kısmı da firma değeri üzerinde olumsuz etkide bulunağını savunmaktadır.

Bhattacharya (1979), Jonh Williams (1985) ve Miller and Rock (1985)'ın geliştirdiği sinyal modeline göre iyi ve özel enformasyonlara sahip olana şirketler bu enformasyonlara sahip olmayan şirketlere nazaran daha yüksek kar payı

dağıtmaktadırlar. Bu modeller aynı zamanda kar payı ödemeleri ile ilgili açıklamaların hisse senedi fiyatları üzerine etkileri ile ilgili beklentileri ortaya koymaktadır. Ayrıca bazı çalışmalar ve yine kar payı değişimleri ile ilgili açıklamaların fiyata etkisi konusunun şirketlerin yatırım politikalarına bağlı olduğunu göstermiştir.

Sinyal teorisinin arkasında üç temel model bulunmaktadır. Birinci model John ve Williams'ın modeli olup kar paylarındaki artışın hisse senedi fiyatlarında artışa yol açtığını, kar payındaki düşüşün ise hisse senedi fiyatlarında düşüşe yol açtığını öne sürmektedir. Ancak bu modelde kar dağıtım politikaları ile yatırım politikalarının birbirine muhtemel etkileri ve büyük ve büyümekte olan firmalar arasındaki kar payı farklılıkları izah edilmemektedir. İkinci model Ambarish, John ve Williams'ın gerçekleştirdikleri modelde ise pazara bilgi aktarmak için tek yolun kar payı olmadığını, sadece bir çok sinyalden biri olduğunu göstermektedir. Bu modelde kar paylarının, yatırımların, hisse senedi geri alımları veya hisse ihraçlarının birer sinyal olarak algılanabileceği belirtilmiştir.

Büyük ölçekli firmalar yüksek kar payı ödemelerini tek sinyal olarak kullanırken, büyümekte olan firmalar kar payı ve yatırımları ana sinyal olarak görmektedirler. Üçüncü model ise John ve Lang'ın modeli olup kar payı ödemeleri ile ilgili açıklamalardan önce kar payı ödeme kararının içten alınan bilgilerden etkilendiğini göstermişlerdir. Kar payı ile ilgili açıklamalar, şirketin çalışanlarının sahip olduğu birtakım bilgileri pazara vermekte ve bilgilerde hisse değeri üzerinde etkili olmaktadır. Şirket çalışanları, yatırımcılardan, şirketin gelecekle ilgili beklentisi, yatırım olanaklarının kalitesi ve gelecekteki nakit akımları hakkında daha fazla bilgiye sahiptirler (Kose ve Terasa:1992).

2.2.1.1. Yüksek Tutarda Yapılan Kar Payı Ödemelerinin Firma Değeri Üzerinde Olumlu Etkisi Olduğunu Savunan Görüşler

Yüksek tutarda yapılan kar payı ödemelerinin firma değeri üzerinde olumlu etkise bulunduğunu savunanlar tarafından ortaya konulan bu görüş, Eldeki Kuş Teorisi'ne ve kar payı ödemelerinin firmaların finansal durumlarına ilişkin bilgi niteliği taşıma özelliklerine dayandırılmaktadır.

Eldeki Kuş Teorisi'ne göre insanlar, elde ettikleri bir birimlik kar payını bir birimlik sermaye kazancından daha değerli bulmaktadırlar. Bunun nedeni de, kar payının şirket

yöneticileri tarafından kontrol edilebilmesine karşın, şirket hisse senetlerinin fiyatlarının piyasada belirlemesi, dolayısıyla kar payı kazançlarının yatırımcılar için sermaye kazançlarından daha risksiz olmasıdır. Ancak bu görüşün eleştirildiği bazı noktalar da bulunmaktadır. Konu, şirketin uygulayacağı kar dağıtım politikasının yatırım ve kazanç-öz kaynak yapısı üzerinde herhangi bir etkisinin olamayacağı yönündeki temel varsayım çerçevesinde ele alındığında, kar dağıtım politikasının şirket nakit akımı üzerinde herhangi bir etkisinin bulunmadığı bir durumda, şirketin taşıdığı risk üzerinde de herhangi bir etkide bulunması söz konusu değildir. Bunun sonucunda da yüksek tutarda ödenen kar payları firmanın riskini azaltmamakta, yeni ihraçları gerekli kıldığından riski firmanın yeni ortaklarına transfer etmektedir (Keown, 1996:586).

Yüksek tutarda yapılan kar payı ödemelerinin şirket değeri üzerinde olumlu etkide bulunduğunu savunun kişilerce, kar dağıtımının yatırımcılar için bilgi niteliğinde olduğu ortaya konmaktadır. Çünkü, mükemmel olmayan piyasalarda şirketlerin mevcut mali yapılarına ilişkin olarak, yatırımcılar ile şirket yöneticileri arasında asimetrik bilgi dağılımı söz konusudur. Bu nedenle yatırımcılar tarafından şirketlerin dağıttıkları kar payları, şirketlerin mevcut dönemdeki ve gelecekteki kazançlarına ilişkin en güvenilir bilgi kaynağı olarak kabul edilmektedir.

Şirket tarafından yüksek tutardaki kar payı ödemeleri yatırımcılar tarafından yüksek tutarda elde edilen ve gelecekte de elde edilecek olan gelirin göstergesi olarak kabul edildiğinden, şirket hisse senetlerinin fiyatında bir artışa neden olacağı öne sürülmektedir. Ancak yatırımcılar tarafından ödenen kar payı tutarlarına yüklenen bu özellik, konu hakkında hassas bir değerlendirme yapılmasını gerekli kılmaktadır. Şirketler çok iyi bir yatırım olanağı elde etmeleri durumunda, maliyet unsurunu da dikkate alarak yatırımın finansmanını dış kaynaklar yerine iç kaynaklardan gerçekleştirmeyi tercih edebilmektedir. Yapılan bu finansman tercihi sonucunda da ödenecek kar payı tutarında bir düşüş meydana gelmektedir.

Şirket yöneticileri tarafından söz konusu durumun yatırımcılara çok iyi bir şekilde aktarılması durumunda, şirket senetlerinde beklenenin aksine bir yükseliş meydana gelebilir ki, bu da yüksek tutarda yapılan kar payı ödemelerinin şirket değerini artırdığını savunan kişilerin bu görüşünü çürütmektedir. Zira, yatırım olanaklarının

olmaması nedeni ile yüksek tutarda yapılan kar payı ödemeleri, bu durumun yatırımcılarca anlaşılması sonucunda, beklenildiğinin tersine şirket hisse senetlerinin fiyatları üzerinde düşürücü bir etkiye sahip olabilecektir.

2.2.1.2. Yüksek Tutarda Yapılan Kar Payı Ödemelerinin Firma Değeri Üzerinde Olumsuz Etkisi Olduğunu Savunan Görüşler

Firmaların elde ettiği net karın büyük bir kısmının kar payı olarak dağıtılmasının firma değeri üzerinde olumsuz etkide bulunacağını savunan taraflar, bu düşüncelerini iki noktada toplamaktadır. Bunlar vergi ve yapılan ihraçların maliyetidir.

Konuya vergi açısından bakıldığında, birçok ülkede sermaye kazancı, kar payı gelirinden daha düşük oranlarda vergilendirildiğinden, şirket tarafından elde edilen karın ortaklara sermaye kazancı yerine kar payı geliri olarak aktarılması, ortakların ellerinde ödeyecekleri vergi sonrasında, daha az tutarda gelir kalmasına neden olmaktadır. Kar payı kazancı ile sermaye kazancı eşit oranda vergilendirilse bile efektif olarak sermaye kazancı daha düşük vergilendirilmiş olmaktadır. Bu nedenle de yatırımcıların düşük kar dağıtımını tercih etmeleri öngörülmektedir.

Düşük tutarda ödenen kar paylarının firma değeri üzerinde olumlu etkisi olduğunu savunan kişilerce öne sürülen diğer bir husus da, yapılan ihraçların maliyetinin yüksek olmasıdır. Bu görüşe göre, firmalar tarafından yüksek tutarda yapılan kar payı ödemeleri sonrasında, ortaya çıkan finansman ihtiyacının iç kaynaklardan temin edilmesi yönünde bir kararın alınması, yeni ihraçların yapılmasını gündeme getirmektedir. Yapılan ihraçların neden olduğu giderler de göz önüne alındığında, yapılması gereken ihraç tutan ihtiyaç duyulan kaynaktan daha fazla olmaktadır. Bu da mevcut şirket ortaklarının aleyhine bir durum yaratmaktadır.

Düşük tutarda yapılan kar payı ödemesinin şirket değeri üzerinde olumlu etkisi olduğunu ortaya koyan görüşe paralel olarak oluşturulan bir görüş de Artık Kar payı Teorisi'dir. Bu görüşe göre, gerçek hayatta kar payı politikaları, yatırım olanakları ile yatırımların finansman imkanlarından oldukça etkilenmektedir. MM tarafından koşulları ortaya konulan mükemmel piyasada hisse senedi ihracının maliyetinin olmadığı varsayılmıştır. Ancak uygulamada, hisse senedi ihracı oldukça maliyetlidir. Bu sebeple, belli tutardaki bir yatırımın gerçekleşmesi için yapılan ihraç tutarı, yatırımın gerektirdiği tutardan daha fazla olmaktadır.

Şirket finansmanında iç kaynaklar ile dış kaynakların kullanılmasının maliyette yarattığı varlıklar, finansman yönteminin belirlenmesinde etkin olmaktadır. Dış finansman yönteminin maliyetinin, iç finansman yönteminden daha fazla olması, şirketlerin iç finansman yöntemini seçmelerine neden olmaktadır. Bu nedenle de Artık Kar payı Teorisi savunucuları, yatırımların finansmanının iç kaynaklardan sağlandıktan sonra kalan tutarın kar payı olarak dağıtılmasını öngörmektedir. Bu teori uyarınca şirketler tarafından;

- Gelecekteki yatırımların finansmanında optimum borç rasyosu oluşturulmalı,
- Yatırımın şimdiki değeri pozitif ise kabul edilmeli,
- Öncelikle iç kaynakları kullanarak yeni yatırımlar finanse edilmeli, ancak bu kaynaklar yeterli olmazsa yeni pay ihracı yapılmalı,
- Yatırımların finansmanı sonrasında şirketin halen fazla olan bir kaynağı kalıyor ise, bu kaynak kar payı olarak dağıtılmalıdır (Keown, 1996:588).

Bu yaklaşıma yöneltilen en büyük eleştiri, yukarıda yer alan unsurlar nedeni ile kar payı ödemelerinin her dönemde değişecek olmasıdır. Oysa yatırımcılar açısından düzenli tutarlarda elde edilen kar payı gelirleri önem taşımaktadır. Bu yaklaşımın benimsenmesi sonucunda kar payı miktarında sık sık değişiklik yapmak durumunda olan şirketlerin değeri de, dağıtılan kar payı miktarını istikrarlı bir şekilde devam ettiren şirketlerden daha düşük olmaktadır.

2.2.2. Kar Dağıtım Politikasının Firma Değeri Üzerinde Herhangi Bir Etkisinin Olmadığı Görüşü

Kar payı politikasının etkili olmadığı görüşü Merton Miller ve Franco Modigliani (MM), firmanın kar payı dağıtım politikasının, firmanın hisse senetlerinin pazar fiyatını ve sermaye maliyetini etkilemediğini savunmuş oldukları görüşleridir. Merton Miller ve Franco Modigliani (MM) göre, kar payı dağıtımı bir detay olup, hisse senetlerinin değeri firmanın kar payı dağıtım kararından bağımsızdır. Hisse senedinin değerini belirleyen en önemli değer firmanın kazanç gücü ve buna bağlı olarak yatırım ve finanslama kararlarının isabetlilik derecesidir. Bu ikiliye göre, dağıtılacak kar payı oranında ortaya çıkacak ek finansman ihtiyacının karşılanması için yeni kaynak bulunması gerekecek ve bu ihtiyacın borç veya öz sermaye ile karşılanması halinde

firmanın dağıtılan kar payının etkisi ile yükselen piyasa değeri önceki değerine dönüşecektir. Miller ve Modigliani bu görüşlerini kusursuz sermaye piyasaları, rasyonel davranışlar ve belirlilik şartının varlığında ispata çalışmışlar ve varsayımlarını şu şekilde ortaya koymuşlardır (Enboş,1991:71).

- Kusursuz sermaye piyasalarında hiçbir menkul kıymet alıcısı ya da satıcısı işlemleriyle menkul kıymetin cari fiyatına hissedilir bir etki yapabilecek güçte değildir. Bütün alıcı ya da satıcılar menkul kıymetin cari fiyatı ve niteliği ile ilgili diğer bilgileri eksiksiz ve masrafsız olarak kullanabilirler. Menkul kıymetler alınırken, satılırken veya piyasaya sürülürken hiçbir komisyon ücreti, intikal vergisi ya da diğer işlem masrafları söz konusu değildir ve gerek dağıtılmış ve dağıtılmamış karlar arasında, gerekse kar payı veya sermaye kazançları arasında bir vergi farklılığı yoktur.
- Rasyonel davranışlar, yatırımcıların her zaman daha fazla serveti az bir servete tercih ettikleri ve elde ettikleri kıymet artışını nakit ya da ellerindeki hisse senetlerinin pazar değerindeki artış olarak almaları konusunda kayıtsız olmaları anlamındadır.
- Belirlilik ise, yatırımcıların büyük bir kısmının gelecekteki yatırım programları ve bütün şirketlerin gelecekteki karlılıkları hakkında tam bir güven ortamını ifade eder.

Bu varsayımlar altında hisse senetlerinin değerlemesinin yukarıdaki temel prensiplere göre yapılacağını ileri süren M-M ikilisi, verilen zaman içerisinde her bir payın karlılık oranının sabit olacağını ve firmaların benzer risk kümelerinde toplanabilmekte olup kümeye giren firmaların değerlemede kullanabilecekleri kapitalizasyon oranının da olacağını ifade etmektedir.

M-M ikilisi bu eşitlikten yararlanarak firmanın değerinin kar payı dağıtımından bağımsız olduğu sonucuna varmaktadır. M-M ikilisi yukarıdaki açıklamalarında kar payı ödemediği dolayısıyla ortaya çıkan ek finansman ihtiyacının yeni hisse senedi çıkarılması yoluyla karşılandığını ve dağıtılan kar payı ile pay senedinin değerinde meydana gelen artışın çıkarılan yeni payların etkisi ile eski seviyesine döndüğünü ispatlamaktadır. Yatırımların ve borç-öz kaynak oranının değişmediği bir ortamda,

ödenecek bir birim kar payı için, bir birimlik ihraç gerekmektedir. Bunun sonucunda şirket hisse senedi sayısı fazlalaşmakta ve eski yatırımcıların ellerinde bulunan hisse senetlerinin değeri de aynı tutarda azalmaktadır. Ancak, eski yatırımcıların ellerindeki hisse senedi değerine, elde ettikleri kar payı tutarı eklendiğinde, ellerinde bulunan şirket hisse senetleri açısından herhangi bir değer kaybı yaşanmamaktadır. Bunun sonucunda da, yatırımcıların refah düzeyi değişmemektedir (Ben-Horim,1987:342). Aynı görüşe göre yatırımcılar yapmış oldukları yatırım karşılığında elde ettikleri getirinin toplamı ile ilgilenmekte, elde edilen getirinin kar payı veya sermaye kazancı şeklinde olması önem taşımamaktadır.

Yukarıda yer alan varsayımların geçerli olduğu piyasalarda kar payı politikasının etkisizliği, yatırımcıların kendileri tarafından yaratılan kar payı ile de ortaya konulabilmektedir. Zira, yatırımlar, kar payı taleplerinin karşılanmadığı bir durumda yaratacakları kar payı "homemade dividends" ile bu olumsuzluğu etkisiz hale getirebilmektedir. Örneğin, bir yatırımcının elinde 1000 birim değerinde hisse senedi olduğunu düşündüğümüzde, şirket tarafından 30 birimlik kar payı dağıtımı yapılır, yatırım miktarında da bir değişiklik olmazsa, kişinin elinde 30 birimlik para ve 970 birim değerinde hisse senedi olur. Bu kişi tekrar eski değerinde bir yatırımının olmasını istiyorsa, kendisine verilen 30 birim ile herhangi bir maliyete katlanmadan senet almak suretiyle bunu sağlayabilir. Mükemmel piyasalarda yatırımcılar tarafından maliyetsiz şekilde yapılan bu işlemler de, kar payı politikalarını şirket değeri üzerinde etkisiz kılmaktadır (Ben-Horim,1987:342).

Burada ortaya çıkan bir soru, kar payı ödenmesi nedeniyle ortaya çıkan ilave finansman ihtiyacının borçlanma suretiyle karşılanması halinde ne olacağıdır. M-M görüşüne göre, ek finansman ihtiyacının borçlanma yolu ile ya da öz kaynaktan karşılanmış olması sonucu etkilemez. Çünkü, bu ikiliye göre bir firmanın piyasa değeri ve sermaye maliyeti o firmanın sermaye yapısından tamamen bağımsızdır (Akgüç,1998:611-612).

M-M ikilisi daha sonra yaptıkları çalışmalarda önceleri ortaya koydukları varsayımların bazılarını kaldırmış ve özellikle belirlilik ve tam rekabet varsayımlarının geçersizliği konusunda ileri sürülen karşıt görüşlere cevap vererek kendi görüşlerinin teorik yönden olduğu kadar pratik yönden de kabul edilebilir olduğunu savunmuşlardır.

MM firmanın değerinin belirlenmesinde;

- Temel Kazanma Gücünün,
- Risk Sınıfı'nın,
- Varlıklara Yatırım Politikasının etkin olduğunu söylemektedirler.

MM bu teoride aşağıdaki beş varsayımı kabul etmiştir:

- Gelir ve Kurumlar vergisi yoktur
- Hisse senedi alım ve satım komisyon gideri yoktur
- Kar payı politikası firmanın öz sermayesinin maliyetini etkilememektedir
- Firmanın yatırım politikaları kar payı dağıtım politikalarından bağımsızdır
- Yatırımcılar ve yöneticiler aynı bilgilere sahiptir.

2.2.2.1. Mükemmel Piyasalarda Kar payı Politikalarının Şirket Değeri Üzerindeki Etkisizliği

Kar payı politikalarının firma değeri üzerindeki etkisizliğini savunan bu görüş iki temel varsayımı vardır. Birincisi firma yatırım kararlarının ve borç/özkaynak yapısının daha önceden ve izlenen kar payı politikasından bağımsız olarak belirlenmiş olmasıdır. İkincisi ise, mükemmel bir piyasanın varlığının kabul edilmesidir. Yani; gelir ve kurumlar vergisinin, ihraç ve işlem maliyetlerinin, asimetrik bilgi dağılımının ve kar payı politikalarının firma özkaynak maliyeti üzerinde herhangi bir etkisinin bulunmadığı bir piyasanın varlığıdır. Kar payı politikasının firma değerine bir etkisi olmadığını ileri sürenler sermaye piyasasının mükemmel olduğunu varsaymışlardır. Aslında, sermaye piyasasında, yatırımcıları kar payını sermaye kazançlarına veya sermaye kazançlarını kar payına bilinçli bir şekilde tercih ettirecek aksaklıklar vardır. Dolayısı ile, kar payı politikasının etkisiz olduğu görüşü, en azından bir derecede geçersizdir. Bu aksaklıklar şöyledir (Geyikdağı,1974:62).

- Bilgi Etkileri
- Vergi Etkileri
- İşlem Masrafları

Firmanın geleceği hakkında en iyi bilgilere sahip kişilerin firmanın yöneticileri olduğu kabul edildiğinden, geçen dönemde ödenen kar payı, yatırımcılara gelecek dönemlerde ödenecek kar payları hakkında bilgiler verecektir. Ancak, firma yöneticilerinin büyük çoğunluğu kar paylarını azaltmaya karşı olduklarından, kar payı ödemelerindeki herhangi bir artışın firma yöneticilerinin daha yüksek seviyede olan yeni kar payı oranını devam ettirmeyi umdukları şeklinde yorumlanır. Başka bir deyimle, firmanın gelecek dönemlerde ödeyeceği kar payları tahmin etmek isteyen yatırımcıların, göz önünde bulundurdıkları önemli unsurlardan biri geçen dönemde ödenen kar payıdır.

384 firmanın mali işler görevlileri ve yöneticileriyle detaylı görüşmeler yapan Alan Brav, John R. Graham, Campbell R. Harvey ve Roni Michaely, yönetimin kar payı ödemesi ve hisselerin geri satın alınmasının gelecek hakkındaki emniyetlerini aktarmak için kullandığını belirtmiştir. %80 finansal yönetici, kar payı kararlarının firmaları hakkında yatırımcılara bilgi aktardığına inanmaktadır (Graham.1976:53).

Bazı yöneticiler bilgi aktarımını gelecekteki gelirlerin dağıtım habercisi olarak görürken diğerleri bilgi aktarımının ilk etapta şüpheleri ortadan kaldırmaya yardımcı olacağına ikinci aşamada dağıtımla ilgili olacağına inanmaktadır.

Ayrıca kar payı ödemesi ve geri satın almaların olumsuz bilgi aktarabileceği de tartışılmıştır. Örneğin, yatırımcılar eğer firma çok fazla kar payı dağıtırsa ya da hisselerinden çok sayıda geri satın alma yaparsa firmanın yeterli yatırım olanaklarının olmadığı sonucunu çıkarabilir. Bu olumsuz şekildeki bilgi aktarımı yöneticiler tarafından çok fazla dikkate alınmamıştır. %20'den az katılımcı kar payı politikasını etkileyen en önemli faktörün, kar payı ödemesinin yatırımcılara firmalarının düşük karlı yatırımlar yaptığı izlenimi verebileceği olasılığı olduğunu belirtmiştir. %30,3'den fazlası geri satın almaların yatırım olanaklarının eksikliğinden kaynaklanabileceği için yapıldığına inanmaktadır.

Bir diğer aksaklık ise vergi etkileridir. Vergi oranlarındaki farklılık yatırımcıdan sermaye kazancı ile kar payı arasında avantajlı olduğu duruma göre kar payı veya sermaye kazancında birisini tercih etmesine neden olur.

Dünyadaki vergi kanunlarının çoğunda sermaye kazançları, kar payı ödemelerine göre daha düşük oranlarda vergilendirilmektedir. Diğer faktörlerin aynı olduğu varsayılırsa,

bu durum, bazı yatırımcıların sermaye kazançlarını tercih etmelerine ve kar payı ödemeleri istememelerine yol açar.

Bir firma, finansman ihtiyacının ne kadar büyük bir kısmını dağıtılmayan karlardan karşılayabilirse, o oranda bu masrafları azaltabilir. Böylece, fazla kar payı ödemek yerine, dağıtılmayan karlarla firmayı finanse etmek tercih edilebilir. Buna karşılık, bazı yatırımcıların cari nakit ihtiyaçları olabilir ve bu kişilerin, ileride kazanılabilecek daha büyük meblağlar

yerine kısa vadede bol miktarda kar payını tercih etmeleri mümkündür. Ancak, her iki seçeneğin iyi ve kötü yönlerini tartarsak, kar payı ödemelerini mümkün olduğu kadar azaltıp karları tekrar yatırımın daha avantajlı olduğunu söyleyebiliriz.

2.2.2.2. Mükemmel Olmayan Piyasalarda Kar payı Politikalarının Şirket Değeri Üzerindeki Etkisizliği

Belirli bir kar payı politikasından yana olan müşteri etkisi MM tarafından 1961 yılında tespit edilmiştir. MM modelinde, mükemmel piyasalarda şirketler tarafından uygulanan kar payı politikasının, şirket değeri üzerinde etkisinin olmadığı ileri sürülmüş olmasına karşın, bu durumun mükemmel olmayan piyasalarda da geçerli olduğunu savunan kişiler bulunmaktadır. Bu görüşün savunucuları MM' nin yanı sıra Fischer Black ve Myron S. Scholes'tır ve düşüncelerini "clientile effect" olarak tanımladıkları olguya dayandırmaktadırlar (Black ve Scholes,1974:22).

Müşteri etkisi, yönetimin tespit edilmiş ödeme oranlarının değiştirilmesini istememelerini açıklamaktadır. Şirketlerin değişik kar payı politikaları olduğu gibi, yatırımcıların da kendilerine ödenen kar paylarına ilişkin değişik tercihleri bulunmaktadır. Üst vergi diliminde bulunan yatırımcılar tarafından düşük kar payı ödemesi yapılan hisse senetleri veya kar payı ödemesinde bulunulmayan hisse senetleri tercih edilmekte iken, alt vergi diliminde bulunan yatırımcılar ile vergi kapsamı dışında tutulan kurumlar tarafından ise, yüksek kar payı getirisi sağlayan hisse senetleri tercih edilmektedir.

Elton ve Gruber 1970'de hisselerin kar payı satışına gidildiğinde ortalama fiyat değişmelerini inceleyerek müşteri değişmelerini ölçmeye çalışmışlardır (Karaağaç,1997). Bu kapsamda yatırımcıların tercihleri, içinde buldukları vergi

dilimine, kar payı ve sermaye kazançlarının vergi açısından değerlendiriliş şekline (gerçek ve tüzel kişiler olarak), şirkete ilişkin bilgi edinimindeki olanaklara ve işlem yapma maliyetlerine bağlı olarak değişmektedir . Bütün bu unsurlara dayalı olarak da piyasada kar payı getirisine ilişkin talep açısından farklı yatırımcı grupları oluşmaktadır. Bu nedenle, şirketler uyguladıkları kar payı politikalarında bir değişiklik yaptıklarında, sahip oldukları yatırımcı grubu içinde uygulamaya koydukları yeni kar payı politikasından memnun olmayan bir yatırımcı kitlesi meydana gelmektedir.

Mükemmel piyasalarda yatırımcılar, yapmış oldukları alım satımların bir maliyetinin olmaması nedeniyle, şirketler tarafından yapılan kar payı politikası değişiklikleri karşısında kayıtsız kalmakta, bunun sonucunda da, şirketler tarafından kar payı politikalarında yapılan değişiklik şirketin değeri üzerinde herhangi bir etkide bulunmamakta, diğer faktörlere bağlı olarak bir yatırımcı grubunun tercih ettiği şirket olmaktan çıkıp, başka bir yatırımcı grubunun tercih ettiği şirket haline dönüşmekten başka bir sonuç doğurmamaktadır. Mükemmel olmayan piyasalarda yatırımcılar tarafından yapılan işlemlerin bir maliyetinin bulunması, kar payı politikasında sık sık değişiklik yapan şirketlerin hisse senetlerinin fiyatlarının, kar payı politikasını uzun süre değiştirmeyen şirketlerin hisse senetlerinin fiyatlarından daha düşük olmasına neden olmaktadır. Zaten, kar payı politikalarının mükemmel olmayan piyasalarda da etkisiz olduğunu savunanlarca, bu durumun şirketlerin kar payı politikalarının uzun süreli olması durumunda geçerli olduğu öne sürülmektedir.

2.3. Kar Payı Politikasının Firma Değeri Üzerine Etkisi Konusunda Yapılmış Çalışmalar

Kar payı Politikasının Firma Değeri Üzerine Etkisi Konusunda Literatürde günümüze kadar bir çok çalışma yapılmıştır. Friend ve Pucket, ortalama hisse senedi fiyatları ile kar payı ödemeleri ve dağıtılmayan karlar arasındaki ilişkiyi açıklamak amacıyla 5 endüstri dalından seçilmiş 110 işletme üzerinde 1956-1958 yıllarını kapsayan basit doğrusal regresyon analizi yapmıştır. Analiz sonuçlarına göre, büyüme özelliğine sahip kimya, elektronik ve elektrik endüstrilerinde dağıtılmayan karların hisse senetlerinin fiyatları üzerindeki yükseltici etkisi kar paylarının etkisinden daha yüksek çıkmıştır. Öte yandan, gıda ve çelik endüstrilerinde daha güçlü bir kar payı etkisi bulunmuştur (Aslanoğlu,1996:16).

MM, yaptıkları testler sonucunda hisse senedi değeri ile kar dağıtım oranı arasında tersine bir ilişki bulmuşlardır. MM yaptıkları araştırmada, hisse başına düşen net kar doğru ölçüldüğünde, dağıtılan karın bir etkisi olmadığı sonucuna varmışlardır (Akgüç, 1997:781).

Aharony ve Swary ABD’de 1963-1976 yıllarını temel alarak 140 firma ile yaptıkları çalışmada, kar payı dağıtımlarının ilan edileceği tarihlerde, hisse senedini etkilemesi muhtemel diğer değişkenler kontrol altına alındıktan sonra, firmalar iki alt gruba bölünmüştür. Birinci grup, kar payının azalacağını, ikinci grup kar payının artacağını ilan eden firmalardan oluşmuştur. Birinci grubun hisse senetleri değeri, duyurunun yapılmasından önceki tarihlerde ve duyuru tarihinde önemli ölçüde düşerken, diğer grubun hisse senetleri yükselmiştir (Aslanoğlu,1996:69).

Blume, 1041 bireysel yatırımcıyı temel alarak yaptığı çalışmada, alıkonulan karlarda azalış olsa dahi kar dağıtımının tercih edildiği sonucunu elde edilmiştir. Dağıtılan kar payı arttırıldığında anketörlerden %41,8’i o hisse senedine olan talebi artıracıklarını, sadece %10,5’i azaltacağını ifade etmiştir.

Friend ve Puckett 1964’te kar payı ödemesinin hisse değerine etkisini incelemiştir. Daha önce yapılmış çalışmalarda, hisse fiyatları şimdiki kar payları ve dağıtılmayan karlarla ilişkilendirilmiş ve yüksek kar payı ödemelerinin yüksek fiyat/kazanç oranlarıyla ilişkili olduğu belirtilmiştir. Friend ve Puckett, firmaların kar payı ödemelerini ancak kar paylarının marjinal etkilerinin dağıtılmayan karların marjinal etkilerine eşit olduğunda değiştirebileceklerini tartışmışlardır. Bu durumda hisse başına fiyatlar optimum tepkiyi vermektedir. Frédéric Romon’un çalışması sonucunda, kar payı ilan günlerinde firmanın kar payı politika seviyesine (düşük, orta ya da yüksek) bağlı olarak, kümülatif normal üstü getirilerde farklılık olduğu tespit edilmiştir. Benzer şekilde kar payı ilanının bilgi etkisi, firmanın kar payı politika seviyesine bağlı olarak farklılık göstermektedir (Romon, 2004:27).

Alex Kane, Young Ki Lee and Alan Marcus’un çalışmalarında, normal üstü hisse senedi getirileri, yatırımcıların gelir ve kar payı ilanlarına verdikleri tepkiyi değerlendirmek için incelenmiş ve aralarında istatistiksel açıdan önemli, birbirlerini etkileme etkisi tespit edilmiştir. Örnek grupta, 1979-81 dönemi için 352 adet dönemlik gelir ve kar payı ilanları bulunmaktadır. Yatırımcılar, gelirler beklentilerin altında veya

üstünde olduğunda, beklenmeyen kar payı artış veya azalışlarına daha fazla güvenmektedirler. Bu çalışmada gelir ve kar payı ilanlarının hisse senedi fiyatları üzerindeki ortak etkisi ayrı ayrı incelenmiştir (Kane ve diğ, 1984).

Balasingham Balachandran'ın çalışmasında, 3 yıl boyunca hiç kar payı indirimine gitmemiş İngiliz firmaların kar payı indirimine gittiklerinde kısa vadeli fiyat hareketleri incelenmiştir. 1986-1993 döneminde, finansal olmayan firmaların ara ve son dönem hisse başına kar payları incelenmiştir. Ara kar payı indirimlerine fiyat tepkilerinin, negatif olduğu tespit edilmiştir. Piyasa son kar payı indirim ilanı döneminde negatif tepki verse de, ilandan bir ay sonra tekrar eski seviyesine dönmektedir. Kar payı indirimlerine fiyat tepkilerinin büyüklüğü, kar payı indirim büyüklüğüyle ilişkili olduğu tespit edilmiştir. Ara kar payı indirimlerinin, gelecek yılki gelir değişimleri hakkında bilgi aktardığı tespit edilmiştir. Bu bilgi içeriği son kar payı indirimleri için tespit edilememiştir. Fakat tek veri olarak kabul edilirse, son kar payı indiriminin de bilgi içeriği vardır (Balachandran, 1998).

Rodney D. Boehme, Sorin M. Sorescu'nun 2000 yılında yaptıkları çalışmada kar payı ilanını ve dağıtımını takiben önemli pozitif uzun vadeli normal üstü performans tespit edilmiş ve bu uzun vadeli performans sinyallerini, ilan döneminde ilk fiyat hareketleriyle göstermektedir (Boehme ve Sorescu, 2000).

Kar payı ve hisse bölünmesi politikalarını yönlendiren anahtar faktörlerin tespit edilmesi için 384 firmanın mali işler görevlileri ve yöneticileriyle detaylı görüşmeler yapan Alan Brav, John R. Graham, Campbell R. Harvey ve Roni Michaely, firma değerlemesinde kar payı ödemesinin bugün, 15 ya da 20 yıl öncesindeki gibi önemli olup olmadığını incelemiş ve yöneticiler önemde hiçbir değişme olmadığını belirtmiştir (Brav ve diğ.,53;2003).

1978 yılında Ünal Bozkurt tarafından yapılan bir çalışmada pay senedi fiyatlarının bağımlı, dağıtılmayan ve dağıtılan kar paylarının bağımsız olduğu bir değerlendirme modeli kurularak, 1972-1977 dönemi için 23 şirkete ait verilerle çoklu kesit analizi yapılmış, kar payının etkisi test edilmiş ve dağıtılan kar paylarının hisse senetleri üzerinde daha etkili olduğu sonucuna ulaşılmıştır (Hacışabanoğlu, 1998:56).

Sadun Abaç tarafından çalışmada ise, 35 şirkete ait veriler üzerinde çoklu kesit analiz yapılarak 1976-1983 yılları test edilmiş ve kar dağıtımının hisse senedi fiyatları üzerinde önemli bir etkiye sahip olduğu sonucuna ulaşmıştır.

Bülent Karaağaç'ın çalışmasının amacı, firma değeri üzerindeki kar payı ilan etkisini anlamaktadır. Yapılan alışmalar sonucunda, kar payı artışı durumunda ilan gününde yatırımcılar fazla getiri elde ederken, azalışı durumunda tam tersi olmaktadır. Sabit kar payı ödemesi durumunda ise,yatırımcılar ilan gününde ne fazla getiri elde eder nede kaybederler. Sonuç olarak, kar payı değişim ilan gününe negatif tepki veren firmaların yüzdesi yüksektir. Kar payı ilanlarının hisse senedi fiyatlarını önemli ölçüde etkilemediği tespit edilmiştir (Karaağaç,1997:87).

BÖLÜM 3: KAR PAYI ÖDEME ŞEKİLLERİ VE KAR DAĞITIM POLİTİKALARINI ETKİLEYEN FAKTÖRLER

3.1. Kar Payı Ödeme Şekilleri

Firmalar, hisse başına ne kadar kar payı dağıtılacağına yanında bu kar paylarının nasıl ve ne zaman ödeneceğini de esas sözleşmeye paralel olarak karara bağlamaktadır. Firmalar kar dağıtım kararlarını mart ayı içerisinde yaptıkları olağan genel kurullarında belirlemektedirler. Esas sözleşmede kar payı ödeme şekli ve zamanı konusunda bir hüküm belirtilmişse genel kurul bu konuda karar alacağı gibi isterse yönetim kurulunu da yetkili kılabilir (Türko,1994:92).

Kar payı dağıtım politikasının belirlenmesi ile karın ne kadarının ortaklara dağıtılacağı, ne kadarının dağıtılmamış karlar şeklinde işletme bünyesinde bırakılacağına karar verildikten sonra, ortaklara dağıtılacak karın hangi kaynaktan karşılanacağı sorunu ortaya çıkmaktadır. Kar payı dağıtımında kullanılacak kaynaklar işletmenin finansal yapısının özellikle likiditesini yakından ilgilendirmektedir (Büker ve Aşıkoğlu, 1990:136).

Ayrıca herhangi bir büyüme ve genişleme faaliyetinin olmadığı durumlarda bile yüksek enflasyonun çalışma sermayesi üzerinde yıpratıcı etkisi görülmektedir. Rakamsal olarak işletme faaliyetlerinden elde edilen kar yüksek olmasına rağmen kar payını ödeyecek yeterli nakit bulunmayabilir (Sevil,1994:137).

Türkiye'deki yasal düzenlemelere göre hisse senetleri borsada işlem gören anonim şirketler, genel kurulların alacağı karara olarak kar payını;

- Tamamen nakden dağıtma,
- Tamamen hisse senedi olarak dağıtma,
- Belli oranda nakit belli oranda hisse senedi olarak dağıtarak kalanının ortaklık bünyesinde bırakma,
- Nakit ya da hisse senedi olarak dağıtmadan şirket bünyesinde bırakma, konusunda serbesttir.

3.1.1. Nakit Olarak Yapılan Kar Payı Ödeme Şekli

Kar payı ödemeleri denildiğinde, genel olarak nakit ödemeleri anlaşılmaktadır. Nakit olara kar payı ödemeleri isminden de anlaşılacağı üzere pay sahiplerine kar payı bedellerinin para ile ödenmesidir. Kar payı ödemelerinin bu türü en çok uygulanan kar payı dağıtım şeklidir (Sevil, 1994:136). Bu yöntem firmanın nakit çıkışını gerekli kıldığı için şirketin likidite durumu bu yöntemin benimsenmesinde önem kazanmaktadır.

Bir firmanın gelir beyannamesinde önemli tutarda gelirler görüldüğü halde bilançosundaki nakit varlıkları çok olmayabilir. Özellikle fiyatların sürekli olarak yükselme gösterdiği durumlarda bilanço karlarına parasal yönden kullanılabilir miktarlar olarak bakılması imkansızdır. Bu nedenle nakit olarak kar payı ödeme düşüncesinde olan firmanın o dönem için yeterli nakde sahip olup olmadığının araştırılması gerekir (Bozkurt, 1997:445).

Dağıtılacak olan kar payları genel olarak, nominal değer bir yüzdesi şeklinde ifade edilebileceği gibi bunun yanında piyasa fiyatının bir yüzdesi veya net karın bir yüzdesi şeklinde de ifade edilebilir. Ancak bir hisseye düşen kar payı kolayca görüldüğü için, hisse başına kar payı uygulaması yaygındır. Kar payı dağıtımını firma tarafından ilan edildikten sonra kar payları belirli bir tarihte bütün pay sahiplerine dağıtılır.

3.1.2. Hisse Senedi Şeklinde Yapılan Kar Payı Ödeme Şekli

Bazı durumlarda firmalar hisse sendi vermek suretiyle kar dağıtımına giderek, sermaye artışlarının tümünü veya bir bölümünü mevcut ortaklara bedelsiz hisse senedi şeklinde vermektedir. Başka bir deyişle, firmalar gizli veya kanuni yedeklerle bünyelerinde tuttıkları karlarının bir kısmını veya tamamını sermayeye ilave ederek ortaklara karşılıksız olarak hisse senedi verirler (Ceylan, 2003:237). Hisse senedi şeklinde kar dağıtımını hisse sendenin bölünmesine çok benzer. Her iki durum da da hissedarlara elindeki her hisse için sabit miktarda yeni hisseler verilir.

Kar payının hisse senedi şeklinde verilmesiyle cari hisse senedi sahiplerinin sermayeye iştiraki değişmez. Ancak, dağıtılmamış karlar hesabından hisse senetleri hesabına ilave sermaye transferi yapmak için muhasebe kaydı yapılır. Transfer edilecek sermaye

miktarı, firmanın hisse senetlerinin cari piyasa fiyatının ve hisse senedi şeklindeki kar payının büyüklüğü ile belirlenir.

Hisse senedi şeklindeki kar dağıtımının gerek şirket gerekse pay sahipleri açısından avantajları şöyle sıralanabilir:

- Firmadan fon çıkışı olmadan kar dağıtımı yapıldığından karlı yatırım fırsatlarını finanse etme imkanı doğmaktadır.
- Firmaların sermaye artışına gitmeleri halinde, artan sermayenin bir bölümünü bedelsiz hisse senedi vermek suretiyle gerçekleştirmekte; sermaye artışına katılma, bu şekilde ortaklar yönünden cazip hale gelerek olumlu bir etki yapmaktadır.
- Ortaklar ihtiyaç duyduklarında hisse senedi şeklindeki kar payını nakde dönüştürme imkanına sahiptirler.
- Halka açılmak isteyen veya ortak yapısını değiştirmek isteyen şirketler için hisse senedi vermek yoluyla kar dağıtmak etkili araç olmaktadır. Böylece, şirketin mülkiyetinin geniş kitleye dayanarak ortak sayısının daha fazla olduğu görülmektedir.
- Bir hisse senedinin piyasa fiyatının aşırı derecede yükselmesi, onun sermaye piyasasında dolaşımını güçleştirmektedir. Hisse senedi vermek yoluyla kar dağıtımında, hisse senetlerinin nominal değeri daha az hisse senetlerine bölündüğünden; hem hisse senedinin piyasa fiyatının aşırı yükselmesi önlenmiş olur, hem hisse senedinin arz artar, hem de hisse senetlerinin alımı ve satımı kolaylaştığından sermaye piyasasında canlılık oluşarak hisse senedinin küçük birikim sahiplerinin de eline geçme imkanı doğar.

Hisse senedi şeklinde kar dağıtımında, hisse başına gelir, hisse sayısının artması nedeniyle düşse bile, ortakların elinde daha fazla hisse senedi bulunacağından, ortakların geliri azalmayacaktır. Bununla birlikte şirket, bünyesinde alıkoyduğu fonları, karı yüksek yatırımlarda kullanabilirse, gelecek yıllarda nakden dağıtabileceği kar oranları yükselecektir. Bu yüzden hisse senedi yoluyla kar dağıtımını etki olarak hisse senedinin piyasa fiyatındaki düşme olumlu ölçüler içinde kaldığı görülür. Çünkü,

şirketin hisse senedinin piyasa fiyatını belirleyen başlıca etmen söz konusu şirketin diğer firmalara kıyasla, görece kazanma gücüdür.

Hisse senetlerinin piyasa fiyatının düşmesiyle alım satımının kolaylaşması, talebi artırarak, hisse senedi için pazarı genişleteceğinden, fiyat düşüşünü sınırlayacaktır.

Firma nakit sıkıntısından dolayı hisse senedi şeklinde kar dağıtıyor; fonları karlı yatırım fırsatlarında değerlendirmeyi düşünmüyorsa ve gelecek yıllardaki beklentileri de olumlu değilse, bu tür kar dağıtımının hisse senetlerinin değeri üzerindeki etkisi olumsuzdur. Denilebilir ki, hisse senedi şeklinde kar payı dağıtımı, tek başına ortakların hisse senetlerinin toplam piyasa değerini ne azaltır, ne de artırır.

Finansal politikanın etkin bir aracı olarak kullanılan hisse senedi şeklindeki kar payı, büyüyen, karlı yatırım projeleri bulunan, karlarını nakden ortaklarına dağıtmak istemeyen ve ortak sayısını arttırarak mülkiyeti yaygınlaştırmayı planlayan şirketlere uygulanır. Yalnız bu arada hisse senetlerinin piyasa fiyatı ile nominal değer arasındaki farkın büyümesine dikkat etmek gerekir.

3.1.3. Melez Kar Payı Ödemeleri

Melez kar payı dağıtımı; Nakit ve hisse senedi şeklinde kar payı dağıtımının birlikte yapılması durumudur. Son yıllarda ülkemizde de sık görülmeye başlanmıştır. Melez kar payı dağıtımında, kar paylarının dağıtım oranları önemli değildir.

3.1.4. Hisse Senetlerinin Nominal Değerlerinin Azaltılması ve Sayısının Artırılması Yoluyla Kar Dağıtımı

Bu yöntemde firmanın hisse senetlerinin nominal değerleri belirli bir oranda azaltılarak hisse senedinin sayısı artırılmaktadır. Firmanın ortaklarının ellerindeki hisse senedi sayısı artmasına karşın, bu senetlerin nominal değeri aynı oranda azaldığından, firma ortaklarının şirketteki toplam payı değişmemektedir. Bu işlemde de, fiyatı yüksek bulunan hisse senedinin fiyatının düşmesi sağlanarak likit hale getirilmesi amaçlanmaktadır.

Hisse senedi bölünmesiyle, her hissenin derindeki azalma oranının da hisse senedinin sayısı artar. Firmalar hisse senetlerinin daha geniş bir kesime yayılmasını sağlamak, sermaye piyasasında alım ve satımı zorlaşan hisse senetlerinin fiyatlarını düşürerek el

değiştirmesini kolaylaştırmak için nominal değerlerini azaltarak hisse senetlerin sayısını artırırlar. Nominal değerdeki azalma oranında hisse senedi adeti arttığından her hissedarın firmadaki nispi payı değişmez.

3.1.5. Firmanın Kendi Hisse Senetlerini Satın Alma Yoluyla Kar Dağıtımı

Firmalar tarafından kendi hisse senetlerinin alınması sonucunda piyasadaki hisse senedi miktarı azaltılmakta, bu işlem sonucunda da şirketin net karında meydana gelen artış nedeniyle pay başına elde edilen gelir artmaktadır. Her bir paya dūřen gelirin artması sonucunda da, senet değerinde bir artış ortaya çıkmaktadır.

şirketlerin kendi hisse senetlerini geri almaları yatırımcılara iki ayrı avantaj sağlamaktadır. Bunlardan ilki, yatırımcılar tarafından hisse senetlerinin satılması sonucunda elde edilecek gelirin, sermaye kazancı niteliğinde olması nedeniyle vergilendirilmesinin bu çerçevede yapılmasıdır. Bu da yatırımcıların, sadece senetlerini satmaları durumunda vergi ödemelerini, ayrıca sermaye kazancının kar payı kazancından daha düşük vergilendirilmesi durumunda da, vergi avantajı elde etmelerini sağlamaktadır. Sağlanan diğer avantaj da, şirketlerin hisse senetlerini geri alma talebi ile yatırımcılara gitmeleri durumunda, yatırımcıların hisse senetlerini satarak geliri hemen elde etme veya hisse senetlerini ellerinde tutarak fiyat artışından yararlanma konusunda bir tercihte bulunabilmeleridir.

Amerika ve bazı Avrupa ülkelerindeki uygulamalarda; ortaklıklar, vadesi geldiği halde kar payı ödemelerini geręekleřtirmemi oldukları haricindeki hisse senetlerini geri satın alabilmektedirler. Kar payı hakkı vermeyen hisse senetlerinin geri alınması durumunda bile satın almadan önce ortaklara belirli bir formüle göre hesaplanan asgari bir dağıtımda bulunması gerekir. Böyle bir hüküm gerilmesinin sebebi ortaklık yönetiminin kar dağıtmama yoluna giderek fiyatları düşürmeye çalışmasını önlemesidir.

Halka açık anonim şirketlerin kendi hisse senetlerini geri satın almaları, ülkemiz hukukunda, TTK'nun 329. maddesindeki hüküm nedeniyle, belli başlı istisnalar dışında yasaklanmıştır. Bu yasağın amacı; şirketin kendi paylarını temellük ederek veya rehin alarak şirket varlığını bunlar karşılığında sarf edip, şirketten alacaklı duruma girecek olan üçüncü şahısların durumlarını tehlikeye düşürmesini engellemek olarak

belirtilmiştir. Şirketin kendi hisse senetlerini iktisap etmesinin, hisse senedinin gerçek değerini etkileyebilecek işlemlere imkan vermesi ve bu yolla hissedarların zarara uğratılmalarını engellemek de yasak konulmasının diğer amacıdır.

3.1.6. Diğer Kar Dağıtım Şekilleri

Diğer kar dağıtım şekillerini seçmeli kar payı dağıtımı, aynı olarak kar payı ödenmesi, tasfiyeden kar payı ödenmesi ve kar payı olarak intifa senedi verilmesi başlıkları altında incelenebilir.

3.1.6.1. Seçmeli Kar Dağıtımı

Ortaklara, nakit ya da senet kar payı alma hususunda seçme hakkı verilmesidir. Kar payı dağıtımı, haberinin alınmasından sonra, belirli bir süre içinde ortaklarca verilecek karar, pay senetlerinin piyasa değeri ile nakit kar payı miktarının karşılaştırılması sonucu alınacaktır. Eğer iki alternatiften sağlanacak fayda birbirine eşit ya da yakınsa - ki genellikle böyledir -alınacak yeni senetlerin saklanması ya da satılması zahmetine girmek istemeyen küçük pay sahipleri nakit kar payı alternatifini seçeceklerdir.

Nakit kar payı almakla elde edilecek getirinin, yeni senet alma alternatifinden sağlanacak getiriden daha düşük olması durumunda ise, ortaklar senet kar payı alternatifini tercih edecek, dolayısıyla firma da ihtiyacı olan nakit fonları bünyesinde tutma imkanını korumuş olacaktır.

3.1.6.2. Aynı Olarak Kar Payı Dağıtılması

Aynı kar payı, firmanın kendi Portföyündeki mevcut hazine bonolarını, devlet tahvillerini, diğer şirketlerin pay senetlerini ve tahvillerini ya da kendi ürettiği ürünleri ortaklarına dağıtmasıdır.

Aynı kar payı dağıtımı nakit değerler dışındaki varlıkların ortakların kardan alacakları paya karşılık olmak üzere dağıtılmasıdır. Örneğin Du Pond Firması bir zamanlar portföyündeki Genel Motors hisselerini kar payı olarak ortaklarına dağıtmıştı.

Bu tür kar payı dağıtımının amacı eldeki nakit fonları muhafaza etmek ve daha uygun bir şekilde kullanmaktır. Firmanın portföyünde firmaca ihtiyaç duyulandan daha fazla menkul kıymet mevcut olması halinde bu tür dağıtıma gidilebilmektedir (Bakır, 1976:54).

3.1.6.3. Tasfiyeden Kar Payı

Firmanın tasfiyeye gitmesi halinde elindeki mevcut varlıkların pay sahiplerine dağıtılması bir nevi kar dağıtımı olmaktadır. Örneğin, 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 kar payı şeklinde dağıtılabilir.

3.1.6.4. Kar Payı Olarak İntifa Senedi Verilmesi

Özellikle kuruculara verilen intifa senetleri, esas sermayeye iştirak söz konusu olmadan, sahiplerine net kara ve tasfiye bakiyesine katılma ya da yeni çıkarılacak pay senetlerini alma hakkı sağlayan kıymetli evrak niteliğinde belgelerdir. Kar dağıtımının ortaklıkça uygun görülmediği veya nakit ya da diğer şekillerde bir kar payı ödemesinin yapılmak istenmediği bazı hallerde bu tür senetlerin kardan pay alacak kimselere paylarına karşılık olarak verilmesidir.

3.2. Firmaların Kar Dağıtım Politikalarını Etkileyen Unsurlar

Firmalar ortaya çıkan karını pay sahiplerine dağıtabileceği gibi bir kısmını firmada bırakabilir. Aynı zamanda ortaya çıkan kardan kanunlar tarafından belirlenen oranlarda yasal akçeler ayırır. Firma karın pay sahiplerine dağıtılıp dağıtılmayacağını, dağıtılacak ise karın ne kadarının pay sahiplerine dağıtılacağını belirlerken firmanın bazı özelliklerini ve durumunu dikkate alırlar. Firmalar aynı zamanda kar dağıtımı ile ilgili yasal düzenlemeleri de göz önünde bulundurmak zorundadır.

Bu nedenle firmanın kar dağıtım politikalarını etkileyen unsurlar iki kısımda incelenebilir. Birinci kısım firmaların kar dağıtım politikalarını etkileyen firma ile ilgili unsurlar, ikinci kısımda da firmaların kar dağıtım politikalarını etkileyen yasal düzenlemeler şeklinde ele alınabilir.

3.2.1. Firma İle İlgili Unsurlar

Firmalar elinde bulunan karı pay sahiplerine dağıtma kararı almadan önce firmanın likidite durumuna, borçlanma yeteneğine, borçların vadesine ve ödeme önceliğine, yapmış olduğu kredi sözleşmelerine bakması gerekir. Aynı zamanda firma bilanço verilerini kontrol ederek, aktif varlıklardaki büyüme hızına, firmanın karlılık oranına ve karlılık istikrarına bakmalıdır.

3.2.1.1. Firmanın Likidite Durumu

Firmanın para durumu veya süresi gelen borçlarını ödeyebilme yeteneği likidite olarak tanımlanır. Pek çok firma için kar payı dağıtımında göz önünde bulundurulması gereken en önemli faktör işletmenin likidite durumudur.

Firmanın bilançosunda görülen kar firmanın mali yapısının kar payı ödemeye uygun olduğunun göstergesi değildir. Bir firmanın likit değerleri, firmanın karından tamamen bağımsızdır ve firma yüksek oranda karlı iken ile likidite sorun yaşayabilir. Kar payı ödemeleri, nakit çıkışı gerektiren bir işlem olduğundan firmaların likidite durumları, kar dağıtım kararlarını büyük ölçüde etkiler. Likiditesi iyi olan firmalar kar dağıtım kararı verirken sıkıntı çekmezler. Bilindiği üzere kar payı dağıtımı, nakit çıkışı gerektiren bir işlemdir. Nakit durumu ve likiditesi iyi olan bir firma kolaylıkla kar payı dağıtabilir (Ceylan, 2003:160).

Diğer taraftan, bilançosunda dönem karı veya dağıtılmamış karlar şeklinde fonlar gözükmese de, bu karları nakit halinde bulundurmayıp firma için gerekli aktif değerlere yatıran ve bu nedenle nakit durumu ile likiditesi kötü olan firmalar yıl sonu karı ne kadar yüksek olursa olsun kar dağıtımında zorluk çeker, bazen de ödemede bulunamazlar. Karlı olmak her zaman kar dağıtmak olanağına da sahip olmak demek değildir.

Hızlı gelişme ile nakit sıkıntısı çoğu zaman paralellik arz eder. Bunun nedeni ise, gelişmenin daha çok aktifle gerçekleşmesi ve bunun da likit gereksinimi yaratmasıdır (Yüksel, 1982:290). Hızla büyüyen firmalar, çok karlı olsalar dahi karların büyük çoğunluğunu büyümenin finansmanında kullandıklarından her zaman nakit sıkıntısıyla karşılaşmamak için düşük oranda kar payı ödemeyi tercih ederler (Levy ve Sarnat, 1988:147).

Elinde ödeme yapmak için yeterli finansman kaynağına sahip olmayan bir işletme, kar payı dağıtımına karar verecek olursa kendi kendisini güç duruma düşürmüş olur. Özellikle, fiyatların devamlı olarak yükseldiği ve bu nedenle çalışma sermayesi gereksiniminin arttığı bir ortamda işletmenin bilanço karlarına parasal yönden kullanılabilir kaynaklar olarak bakılması hemen hemen olanaksızdır. Bu nedenle kar

payı dağıtımlarında, nakit durumunun kar kadar önemle göz önünde bulundurulması gerekir (Göneli,1991:388).

Kar payı ödemelerinin borçlanma yoluyla karşılanması durumunda ise, firmanın borç/özsermaye oranı olumsuz yönde etkilenecek ve firma ek maliyetlerle karşı karşıya kalacaktır (Bakır,1985:67).

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, kar dağıtım politikasının da belirlenmesinde önemli rol oynar (Van Horne,1992:405).

Firma, aktiflerden yüksek oranda bir kar elde ediyorsa, likidite durumundaki sıkışıklıklar, döner sermayenin kar dağıtım zamanında nakit bulunduracak şekilde ayarlanmasıyla halledilebilir. Mesela, kar dağıtımını yaklaştığında stoklar en az düzeye veya alacaklı hesaplar ortalamasının altına indirilebilir (Yüksel,1982: 291).

3.2.1.2. Borçlanma Yeteneği

Borçlu olan firmalar faaliyetleri sonucu elde edilen kaynakların, kar payı ödemesinde kullanmak yerine, varlıklarının devamı için borçlarını ödemek zorunda kalabilirler. Eğer firma, kısa süre içinde kolaylıkla borç alabilme olanaklarına sahipse, kar dağıtımında daha fazla bir esneklik kazanabilir. Borçlanma, kısa süreli banka kredisi ile olabileceği gibi tahvil ihracı ya da diğer kredi kuruluşlarından alınan orta veya uzun vadeli borç şeklinde de olabilir.

3.2.1.3. Borçların Ödenmesi Gereği

Bir firma ilk önce almış olduğu borçların ödenmesi konusundaki iki alternatifle karşı karşıyadır. Bu alternatiflerin birincisi yeni borç alarak eski borçlarını ödemek ikincisi ise faaliyet sonucu yaratmış olduğu fonları borç ödemede kullanmaktır. Bu nedenle firma, borçlarını yaratmış olduğu kaynaklarla veya sağlayacağı yeni dış kaynaklarla ödemeyi planlamak durumdadır. Firma birinci alternatifi seçtiğinde firmanın borç/özsermaye oranı yükselecek, bunun sonucu olarak firmanın finansal riski de artmış olacaktır. Finansal risk, hem ileride meydana gelebilecek borçları ödeyememe durumunu hem de gelecekteki pay sahiplerinin elde edeceği kar payı gelirinin azalacağı

sonucunu ifade eder. Bir firmanın borç/özsermaye oranı arttıkça ödemek zorunda olduğu faiz ve komisyon giderleri de artar ve bu durum firmanın finansal yapısının zayıflamasına yol açar. Bu nedenle ağır bir borç yükü altında bulunan firmanın, yaratmış olduğu kaynakları borç ödemedede kullanarak, borç yükünü hafifletmeyi, kar dağıtımına tercih etmesi, firmanın varlığı ve geleceği açısından daha sağlıklı bir seçim olabilir.

3.2.1.4. Kredi Sözleşmesinde Yer Alan Hükümler

Finans kurumları, kullandıkları kredilerin geri ödenmesini güven altına almak için maddi teminat aramanın yanında, kredi sözleşmelerine özel şartlar koymakta ve bu yolla firmanın mali yönetimine müdahale ederek, firmanın gelecekteki performansını olumsuz yönde etkileyebilecek işlemleri önlemektedirler.

Kredi sağlayıcılar kullandıkları kredilerin geri ödenmesini garanti altına almak için maddi teminat aramanın yanında, kredi sözleşmelerine özel şartlar koymakta ve bu yolla firmanın mali yönetimine müdahale etmektedirler. Özellikle uzun vadeli kredi sözleşmeleri, firmaların nakit kar payı ödemelerini alacaklıların lehine sınırlandırmaktadır. Kredi veren kuruluşlar firmanın daha düşük oranda kar dağıtarak sağlam bir finansal yapıya kavuşmalarını isterler.

3.2.1.5. Kontrol

Kar dağıtım politikasını etkileyen diğer bir faktör, alternatif finansman kaynaklarının şirketin kontrol durumunda meydana getirdiği değişikliktir. Bazı firmalar politikalarının bir gereği olarak sadece iç finansman kaynaklarına başvurabilirler. Eğer firma her dönem yüksek oranda kar payı dağıtıyorsa, diğer şartlar değişmemek kaydıyla, ileride söz konusu olacak karlı yatırım fırsatlarını değerlendirmek için hisse senedi ihraç etmek durumunda kalabilir. Bu nedenle kontrol fonksiyonunu ellerinde tutmak isteyen ortaklar dağıtılacak kar payını düşük tutulmasını ve öncelikle karlı yatırım fırsatlarının değerlendirilmesini tercih ederler (Van Horne, 1992:341).

Bazı firmalar, özellikle kapalı aile şirketleri, şirketin kontrolünü ellerinden kaçırmamak için sadece oto finansman yoluna başvurup, şirket sözleşmesine hükümler koymak yoluyla bunun dışında finansman yollarına başvurulmaması yönünde bir takım düzenlemeler gidebilir (Levy ve Sarnat,1998:416). Böyle bir finansman politikası “yeni

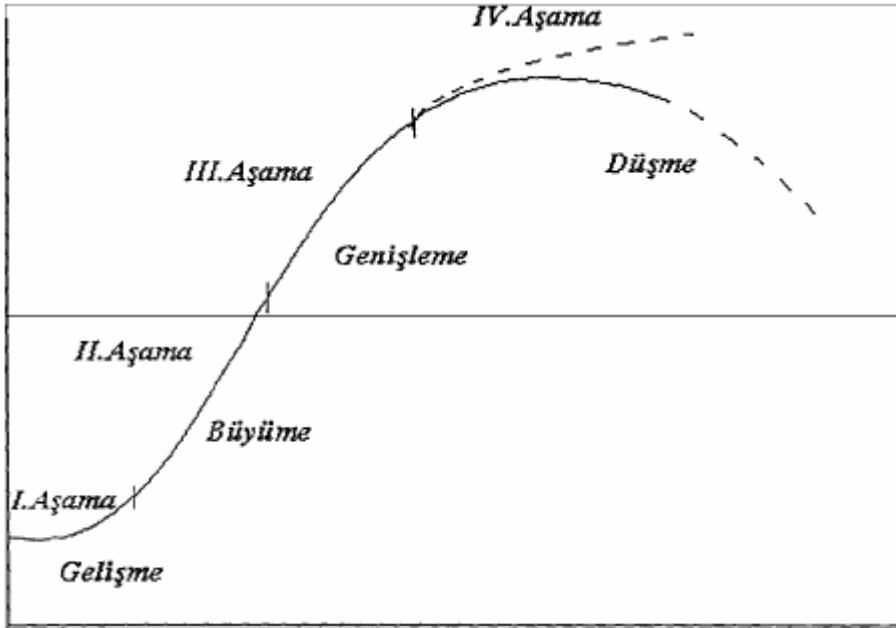
hisse senetleri satarak sermayeyi artırmak, mevcut ortakların hem kar oranlarını hem de şirket yönetimindeki durumlarını tehlikeye sokar” gerekçesiyle savunulabilir. Borçlanma yoluna başvurulması finansman riskini artırabileceğinden, kapalı aile şirketlerinin karları dağıtmayarak büyümeyi finanse etme alternatifini seçmeleri kendilerine egemen olan bu görüş ve eğilimlerle açıklanabilir (Akgüç, 1998:763).

3.2.1.6. Aktif Varlıkların Büyüme Hızı

Kar payı dağıtım kararını etkileyen kararlardan bir tanesi de aktif varlıklardaki büyüme hızıdır. Bir firmanın büyüme hızı ne kadar yüksek ise, aktiflerin genişletilmesinde kullanılacak fonların miktarı da o kadar yüksek olacaktır. Firmaların büyüme aşamaları ile kar payı politikası arasındaki ilişki Şekil 1. üzerinde de gösterebiliriz (Black, 1987:574).

Şekil 1. Firma Büyüme Aşamaları ile Kar payı Arasındaki İlişki

Satışlar



Zaman

Birinci aşamada, firma daha küçük ve gelişme safhasında olduğundan, yatırımlarını finanse etmek ve aktiflerini genişletmek için finansmana ihtiyaç duyulacaktır. Bu aşamada kar payı dağıtımı firmayı finansal sıkıntıya sokacaktır. Bu nedenle, karların firma bünyesinde alıkonması gerekir. Firmanın piyasada başarılı olması ile birlikte, ürünlerine olan talep artacak ve satışların yükseldiği, karların arttığı ve varlıkların genişlediği ikinci aşamaya geçilecektir. Bu aşamada satışlar ve varlıklar üzerinden karlar artan bir oranla büyüdüğünden, hisse senedi şeklinde kar payı ödeme yoluna gidilmelidir. Bu aşamanın sonlarına doğru düşük oranda da olsa nakit kar payı dağıtımı yoluna gidilebilir. üçüncü aşamada, satışlardaki büyüme azalan bir oranla devam etmektedir. Yatımların karlılığı piyasaya yeni firmaların girmesiyle azalmaktadır. Bu aşamada varlıklardaki büyüme hızı düştüğünden ve dış kaynaklarla fon sağlama imkanı arttığından firma oldukça fazla nakit kar payı ödeme yeteneğine sahip olup kar payı ödeme oranı firmanın durumuna göre değişmekle beraber % 40'lara kadar çıkabilir. Son aşama olan olgunlaşma döneminde ise, firma sabit büyüme oranını sürdürür. Bu dönemde büyümeyi artırıcı yönde farklılaşmaya gidilmez ve yeniliklere başvurulmazsa firmanın karlılığı düşecektir. Firma kar payı ödeme oranı, endüstriden endüstriye değişmekle beraber % 40-60 civarında seyrederek. Firmanın bu oranda kar payı dağıtması hisse senetlerine talebi artırmaya yönelik bir çaba olarak değerlendirilebilir.

3.2.1.7. Firmanın Karlılık Oranı

Bir firmanın dağıtılmamış karlarla finanse ettiği yatırımlardan elde etmesi gereken asgari karlılık oranı, o firma için dağıtılmamış karların maliyetini belirler. Dağıtılmamış karların maliyeti fırsat maliyetidir (Akgüç,1998:448). Diğer bir deyişle, ortakların kar payı gelirlerinin alternatif yatırım alanlarından sağlayacağı kar oranı ile firmanın yeni yatırımlarından elde edeceği kar oranının kıyaslanmasıdır. Buna göre mevcut karlar, yeni yatırımların karlılığı, dağıtılmayan karların maliyetinden büyük ise yatırıma sevk edilecek, dağıtılmayan karların maliyetinden küçük olduğu durumlarda ise kar payı olarak pay sahiplerine ödenecektir.

3.2.1.8. Şirketin Ortak Yapısı

Ortaklık yapısı, kar dağıtım politikasını belirleyen bir faktör olarak gözükmektedir. Özellikle şirketlere hakim büyük ortaklar ve bunların nakit ihtiyacı kar payı oranını belirlemede önemli bir role sahiptir.

Bir firmanın ortak yapısı ve bu ortakların tercihleri de kar dağıtım politikasını etkilemektedir. Hisse senedine yatırım yapan bir kişinin elde edeceği gelir o senedin alım-satım farkından sağlanan sermaye kazancı ve/veya kar payı geliri olacaktır. Bu durumda, hisse senetlerine yatırım yapılmış olan firma yönetiminin, yatırımı yapan kişilere, yani ortaklarına en yüksek tatmini sağlayacak kar dağıtım oranının belirlenmesinde, bu unsurları göz önünde tutması gerekecektir.

Halka açık, küçük tasarruf sahiplerinin oy egemenliğine sahip bulunduğu şirketlerde genellikle kar dağıtım oranı daha yüksektir. Küçük tasarruf sahipleri, almış oldukları kar paylarını büyük bir olasılıkla yeni yatırımlarda kullanmayacak, geçim için ek bir kaynak olarak düşüneceklerinden, kar dağıtım konusunda ısrarlıdırlar. Halka açık şirketlerde küçük tasarruf sahipleri, oy çokluğuna sahip olmasalar dahi genel kurulda dolaylı etkileri nedeniyle kar dağıtım oranının nispeten yüksek olmasını yine de sağlayabilirler (Akgüç,1998:765-766).

3.2.1.9. Karlılık İstikrarı

Kar dağıtımını etkileyen en önemli faktörlerden birisi, işletme karlarının istikrarıdır. Karlardaki dalgalanmalar, ilave bir çok faktör olmasına rağmen kar dağıtım kararlarının verilmesinde tek önemli faktör olarak kendisini gösterir.

Firmaların Elde ettikleri karlar ne kadar istikrarlı ve öngörülebilir ise kar payı ödemelerinin yapılmasında o kadar istikrarlı olabilmektedir. Karları geçmiş dönemler itibariyle istikrarlı olan firmalar, gelecek dönemlerde elde edecekleri karları daha sağlıklı bir şekilde tahmin edebileceklerinden düzenli ve büyük oranlarda kar payı dağıtımına sahiptirler. Buna karşılık, karları yıllar içinde dalgalanmalar gösteren firmalar, kar paylarını da bu dalgalanmalara paralel olarak dağıtırlarsa, kar payı dağıtımında istikrar sağlama imkanını da kaybetmiş olurlar.

3.2.1.10. Yeni Yatırım Planları

Firmaların kar dağıtım politikası yatırım politikası ile de yakın bir ilişki içinde bulunabilir. Diğer bir deyişle yatırım politikası kar dağıtım politikasını etkileyebilir. Yeni yatırımlar planlayan firmalar yatırımların gerektirdiği finansman gereksinimini karşılayabilmek için, karların önemli bir bölümünü bünyelerinde bırakmayı tercih

edebilirler. Borçlanmak olanakları sınırlı olan firmalar için, böyle bir finansman stratejisi zorunlu da olabilir.

Bu zorunluluk sermaye piyasasına başvurma imkanına sahip işletmelerde daha az ise de, böyle bir imkanı bulunmayan işletmelerde özellikle gözetilmesi gereken bir ilke durumundadır. Ülkemiz için bu nokta büyük önem arz etmektedir. Çünkü sermaye piyasası tam olarak gelişmemiş olduğu için, istediği zaman rahatça sermaye piyasasına başvurma imkanına sahip değildir.

3.2.1.11. Muhasebe Sistemi ve Enflasyon Etkileri

Bir ülkede uygulanmakta olan muhasebe sistemi şirketlerin dağıtacakları temettü politikalarını etkilemektedir. Bir çok ülkede temettü ödemeleri elde edilen kar ile bağlantılı olup bu karda muhasebe ile ilintilidir. Muhasebe standartları ne kadar tutucu ise kar o kadar düşük ve temettü ödemesi de o kadar az olacaktır.

Enflasyonun temettü politikalarına etkisi konusu da çok önemlidir. Enflasyon muhasebesinin olmaması sonucunda şirket bilânçolarında reel olmayan karlar oluşmakta ve temettü politikalarını olumsuz yönde etkilemektedir. Yıllık sabit kıymet değerlemelerinin bir sonucu olarak yeniden değerlendirme fonu ortaya çıkmaktadır. Bu fonda oluşan tutarların sermayeye ilave edilmeleri halinde, vergi dışında tutulmaktadır. Ülkemizde şirketler bu hesaptan bedelsiz hisse senedi ihraç edebilmektedir. Ülkemizdeki daha önceleri yaşanan olumsuzluklara rağmen enflasyon muhasebesinin uygulanmasıyla bu sorunlar ortadan kalkmaya başlamışlardır.

3.2.2. Yasal Düzenlemeler

Şirketlerin kar dağıtım politikalarının oluşturulmasında en önemli etkenlerden bir tanesi yasal düzenlemelerdir. Çünkü şirketler yapacakları kar payı ödemelerini tabi oldukları yasal düzenlemeler ile şirket esas sözleşmesinde yer alan hükümler çerçevesinde gerçekleştirmek durumundadır.

Kar payı dağıtımına ilişkin yasal kurallar, her ülkenin kanun hükümleri çerçevesinde düzenlenmiştir. Bu düzenlemede, bir taraftan azınlık paylarının kar üzerindeki haklarının korunmasına, diğer taraftan üçüncü kişilerin firma ile olan ilişkilerinde aldatılmalarının önlenmesine çalışılmıştır (Gönenli,1991:386).

Yasal kurallar, kar payının ancak safi kardan ve bu amaçla ayrılmış yedek akçelerden dağıtılabileceği esasını belirlemiştir. Diğer bir ifadeyle, firma kar payını cari yıl ve geçmiş yıllarda elde edilen ve bilançoda dağıtılmayan karlar hesabında gösterilen kazançlardan ödeyebilir.

Ülkemizde anonim ortaklıklara ilişkin genel hükümler Türk Ticaret Kanunu ile düzenlenmiş olup, halka açık anonim şirketlere ilişkin özel düzenlemeler Sermaye Piyasası Kanunu'nda yer verilmiştir. Her iki kanuna göre de kar dağıtılması için önce bilançoda kar oluşması gerekir. Genel kurul karar verirse, her iki halde de şirketler bilançoda kar gözükmese bile birikmiş ihtiyatlardan kar dağıtabilirler (TTK,md.470). Ancak bu hususta hiçbir kanun şirketleri zorlamamaktadır.

Genel olarak temettü dağıtımını ile ilgili mevzuat üç temel ilke üzerinde durmaktadır:

- Net kar ilkesi,
- Esas sermayenin zayıflatılmaması ilkesi,
- Firmanın borçlarını ödeme güçsüzlüğü içerisinde olmaması ilkesi,

Net kar ilkesi, temettülerin ancak cari yıl karından ya da dağıtılmamış karlardan ödenebileceğini ifade etmektedir.

Esas sermayenin zayıflatılmaması ilkesi, temettülerin sermayeden ödenmesini, diğer bir deyişle sermayenin kar olarak dağıtılmasını önlemek suretiyle firmaya fon sağlayanları korumak amacını gütmektedir.

Firmanın borçlarını ödeme güçsüzlüğü içerisinde olmaması ilkesi ise, borç ödeme güçlüğü içinde olan bir firmanın temettü dağıtmamasını öngörmektedir. Böyle bir olay gerçekleştiği takdirde, firma, gerçekte kredi verenlere ait olan fonları ortaklarına aktarmış olacaktır. Burada da firmaya fon temin eden üçüncü kişiler aleyhine bir durum söz konusudur ve bunun engellenmesi amacıyla olan üçüncü ilke, kısa vadeli yükümlülükleri cari varlıklarından fazla olan firmaların temettü dağıtmasını yasaklamaktadır.

3.2.2.1. Türk Ticaret Kanununa Göre Kar Dağıtım

Türk Ticaret Kanunu'na tabi anonim şirketlerde, bilançoda kar var ve genel kurulda kar dağıtım kararı almışsa, TTK'nun 466/2 fıkrası gereğince ödenmiş sermayenin %5'i müktesap hak olduğundan yeterli kar varsa dağıtılır. Daha fazla kar dağıtılıp dağıtılmayacağı konusunda Genel Kurul dileği gibi karar alabilir (TTK md.466-469).

TTK'na tabi şirketlerde dağıtılacak kar Tablo 1'deki şekilde hesaplanır.

Tablo 1. TTK'na tabi şirketlerde dağıtılacak kar

Dönem Ticari Karından
(-) Kurumlar Vergisi ve diğer yasal yükümlülükler karşılığı ayrılır.
Net Dönem Karı
(-) Geçmiş Yıl Zararları
(-) 1. Tertip Kanuni Yedek Akçe
(-) İşletmede Bırakılması Zorunlu Fonlar
Dağıtılabilir Net Dönem Karı
Ortaklara 1. Temettü
(-) Ana sözleşme hükümlerince kuruculara, intifa senedi sahiplerine, yönetim kurulu üyelerine personele dağıtılan kar payı
(-) Ortaklara ikinci Temettü
(-) II. Tertip Kanuni Yedek Akçe
(-) İhtiyari Yedek Akçeler (Statü Yedekleri, Diğer Yasal Yedekler, Olağanüstü Yedekler)

Kaynak: İMKB yayımları (2003:93).

Ortaklıkların esas sözleşmelerinde birinci temettü oranının gösterilmesi zorunludur. Ortaklıkların birinci temettü tutarı, hesap dönemi karından kanunlara göre ayrılması gereken yedek akçeler ile vergi, fon ve mali ödemeler ve varsa geçmiş yıl zararları düşüldükten sonra kalan dağıtılabilir karın %20'sinden az olamaz.

TTK'nın 469. maddesinde kanuni ve ihtiyari yedek akçelerle kanun ve esas mukavele hükmünce ayrılması gerekli diğer paralar safi kardan ayrılmadıkça kar payı dağıtılamayacağı ifade edilmiştir. Buna göre kar dağıtımından önce bu yükümlülüklerin yerine getirilmesi gerekmektedir.

Bazı şirketlerin hisse senedi vermek yoluyla kar dağıtımını yaptıkları, sermaye artışlarının tümünü veya genellikle bir bölümünü, mevcut ortaklara bedelsiz hisse senetleri vermek suretiyle gerçekleştirdiklerini daha önce belirtmiştik. Daha açık bir deyişle bazı şirketler, dağıtılmamış karlarının veya ihtiyari yedek akçelerinin bir bölümünü veya tamamını ortaklarına bedelsiz pay senedi vermek yoluyla sermaye artışında kullanmaktadırlar.

Anonim şirketlerde değişik şekillerde sermaye artırımını yapılmaktadır. Bunun en yaygın olanı, sermayenin nakit taahhüdü ve ödenmesidir. Nakit sermaye olarak taahhüt edilen tutarın ¼'ü üç ay içinde, kalanı da üç yıl içinde ödenmelidir. Ancak bu süre, genel kurul kararı ile daha kısa tutulabilir.

Mevcut sermayenin tamamı ödenmediği sürece, şirket yeniden sermaye artırımına gidemez. Sermaye artırımında izlenecek diğer yollar ise olağanüstü yedeklerin sermayeye eklenmesi, geçmiş yıl karlarının sermayeye eklenmesi, yeniden değerlendirme sonucu oluşan fonun sermayeye eklenmesi, maliyet artışı fonunun sermayeye eklenmesi ve gayrimenkul ve iştirak hisselerinin satışından doğan karın sermayeye eklenmesi şeklindedir (İMKB Yayınları,2003:87).

Yeniden değerlendirme sonucunda elde edilen kıymet artışı da bir fonda toplanarak, bilançoların pasifinde gösterilip, istendiği takdirde bu fon şirket sermayesine kaydedilmek suretiyle yeni hisse senetleri bastırılarak, ortaklara bedelsiz hisse senedi olarak dağıtılabilmektedir.

Hisse bölünmeleri yani hisse senetlerinin nominal değerlerinin belirli bir oranda azaltılması yoluyla hisse senetlerinin adedinin arttırılması uygulamasını, Türk Ticaret

Kanunu, şirket genel kuruluna, esas sermaye miktarı aynı kalmak üzere, esas sözleşmeyi değiştirmek suretiyle hisse senetlerini, nominal değeri daha az olan hisse senetlerine bölme hakkı olarak vermiştir (TTK.md 400).

Bir şirketin hisse senetlerini geri satın almasının kar dağıtımına bir alternatifi olduğunu bilinmektedir. Ülkemizde bir anonim şirketin, kendi hisse senetlerini satın alarak dolaylı bir şekilde kar dağıtmasına yasal yünden olanak yoktur. Türk Ticaret Kanunu, ancak çok ayrıksı hallerde anonim şirketlerin kendi hisse senetlerini satın almasına olanak vermiştir. Bu ayrı durumlar aşağıda belirtilmiştir.

- Hisse senetlerin şirketin sermayesinin azaltılmasına dair bir karara dayanılarak devir alınmışsa,
- Hisse senetleri şirketin kurulması veya esas sermayesinin çoğaltılması dolayısıyla vaki olan iştirak taahhüdünden başka bir sebepten doğan şirket alacaklarının ödenmesi amacıyla devir alınmışsa,
- Hisse senetleri bir işletmenin borç ve alacaklarıyla beraber temellük edilmesi neticesinde şirkete geçmişse,
- Hisse senetleri idare meclisi üyeleri, müdürler ve memurlar tarafından kendilerine bu sıfatla düşen mükellefiyetlere karşı rehin olarak yatırılmış ise.

Devralınan hisse senetleri, şirketin sermayesinin azaltılmasına dair bir karara dayanılarak devralınmışsa, derhal imha edilir ve bu hususta tutulan zabıt ticaret siciline verilir. Diğer hallerde bu senetler ilk fırsatta tekrar elden çıkarılır (TTK,md.329).

3.2.2.2. Sermaye Piyasası Kanununa Göre Kar Dağıtımı

Ülkemizde halka açık anonim şirketlerin kar dağıtımlarına ilişkin düzenlemeler 3794 sayılı kanun ile değişik 2499 sayılı Sermaye Piyasası Kanunu ile yapılmıştır. SPK'nun 2. maddesi uyarınca SPK ile kar payına ilişkin düzenlenmeyen konularda TTK hükümleri uygulanmaktadır.

Sermaye Piyasası Kanunu'na tabi olan halka açık anonim şirketlerin kar payı, kar payı avansı ve oydan yoksun hisse senedi sahiplerine kar payı dağıtımında ve kar payının

korunmasında uyacakları esaslar Sermaye Piyasası Kurulu'nun Seri:IV , No:27 sayılı Tebliği ile düzenlenmiştir (İMKB Yayınları, 2003).

Tablo 2. SPK'na tabi halka açık şirketlerde dağıtılacak kar payı

Dönem Karı
(-) Geçmiş Yıl Zararları
(-) Kurumlar Vergisi ve Diğer Yasal Yükümlülükler
Safi Kar
(-) Birinci Tertip Yasal Yedek Akçe
Safi karın yirmide biri, ödenmiş sermayenin beşte irini buluncaya kadar I. Tertip Kanuni Yedek Akçe olarak ayrılır (TTK,md.466).
Net Dağıtılabılır Dönem Karı
(-) Ortaklara Birinci Temettü
(-) Memur ve İşçilere Temettü Esas sözleşmelerinde hüküm ulunması zorunludur (SPK, Md.15).
(-) Yönetim Kuruluna Kar Payı Esas sözleşmelerinde hüküm bulunması zorunludur
(-) İkinci Temettü
(-) II. Tertip Kanuni Yasal Yedekler
(-) Statü Yedekleri
(-) Özel Yedekler
Olağanüstü Yedek

Kaynak: İMKB Yayınları (2003:95).

SPK'na tabi anonim şirketlerde, bilançoda kar oluşmuşsa, halka açık anonim şirketlerin birinci temettü tutarı, hesap dönemi net karından vergi ve benzerleri düşülmek suretiyle

bulunan dağıtılabılır karın yarından az olamaz. Ancak halka açık anonim ortaklıklardan hisse senetleri Borsa'da işlem görenler, birinci temettüyü nakden veya hissi senedi biçiminde dağıtmak konusunda serbesttir. Hisse senetleri borsada işlem görmeyen halka açık anonim şirketler ise kar payını nakden dağıtmak zorundadırlar.

Kar dağıtımını ortaklarca, hesap dönemini izleyen 5. ayın sonuna kadar tamamlanmak zorundadır. Kar dağıtımına ilişkin bilgiler u işlemlerin tamamlanmasından itibaren 1 ay içerisinde kurul'a ulaştırılır.

2499 Sayılı Sermaye Piyasası Kanunu değişiklik Tasarısı ile mevcut düzenlemelerde yer verilmeyen kar payı avansı Kanun Tasarısı'nda, yürürlükte bulunan SPKn'nun "Temettü ve bedelsiz Payların Dağıtım Esasları" başlıklı 15. maddesine eklenen hükümler ile düzenlenmiştir.

Kanun Tasarısı'nda kar payı avansına ilişkin olarak eklenen fıkra "Halka açık anonim şirketler, sermaye piyasası mevzuatına uygun olarak düzenlenmiş ve bağımsız denetimden geçmiş üçer aylık ara dönemler itibari ile hazırladıkları mali tablolarında yer alan kararlarından, kanunlara ve esas sözleşmeye göre ayırmak zorunda oldukları yedek akçeler ile vergi karşılıkları düşüldükten sonra kalan kısmın yarısını geçmemesi, ana sözleşmelerinde hüküm bulunması ve genel kurul kararıyla ilgili yılla sınırlı olmak üzere yönetim kuruluna yetki verilmesi koşullarıyla kar payı avansı dağıtılabılır. Her ara dönemde verilecek kar payı avansı bir önceki yıla ait bilanço karının yarısını aşamaz. Önceki dönemde ödenen kar payı avansları mahsup edilmeden ilave kar payı avansı verilmesine ve kar dağıtılmasına karar verilmez.

Kar payı avansı dağıtımına karar verilmesinde ve avansın ödenmesinde Türk Ticaret Kanunu'nun u madde hükmüne aykırı olan, bilanço ve gelir tablosunun kabulüne ve karın dağıtılmasına ilişkin hükümleri uygulanmaz. Yönetim kurulu üyeleri ve temsilcisi oldukları tüzel kişiler, şirket denetçileri, bağımsız denetimi yapanlar ve bağılı oldukları gerçek ve tüzel kişiler, ara dönemler bilanço ve gelir tablolarının gerçeği aksettirmemesinden veya mevzuat ile muhasebe ilke ve kurallarına uygun olarak düzenlenmemiş olmasında doğan zararlar için şirkete, pay sahiplerine, şirket alacaklılarına ve ayrıca doğrudan doğruya olmak üzere kar payı avansının kararlaştırıldığı veya ödendiği bilanço yılı içinde pay senedi iktisap etmiş bulunan kişiler ile üçüncü kişilere karşı müteselsilen sorumludurlar.

Hukuki sorumluluk doğuran hallerin varlığı halinde, pay sahipleri, yönetim kurulu üyeleri, denetçiler ve Kurul tarafından kararın ilanından itibaren otuz gün içinde, 12. maddenin altıncı fıkrasındaki esaslar çerçevesinde iptal davası açılabilir.

Kurulun vergi ve diğer yasal yükümlülüklerinin doğruluk incelenmesi dahil bilanço ve gelir tablolarını denetleme ve düzeltme hakkı saklıdır. Bu fıkranın uygulanmasına ilişkin esaslar kurul tarafında belirlenir” hükümlerini içermektedir.

3.2.2.3. Kar Dağıtımında Vergi ve Diğer Yasal Yükümlülükler

Kurumların elde ettiği gelirlerin vergilendirilmesi Kurumlar Vergi Kanunu hükümlerine göre yapılmaktadır. Kurumlar vergisi, Kurumlar Vergisi Kanunu’na göre saptanan kurum kazancının %20’si olarak ödenecektir.

3.3. Önceki Çalışmaların İncelenmesi

Kar dağıtım politikasının firma değerini etkileyip etkilemediği tartışmasının başlıca nedenlerinden biri ekonometrik deneyler düzenlemenin güçlüğüdür. Hisse fiyatları ile temettü ve dağıtılmayan karlarla ilgili olarak yapılan deneyleri topluca ve öz bir şekilde incelemekte fayda vardır. Bir hissenin fiyatı, yatırımcıların gelecekteki kazanç ve temettü umutlarına bağlı olacaktır.

Dünya da, dağıtılan kar miktarının hisse senedi üzerinde etkisi konusunda yapılan ampirik çalışmalardan Friend Pucket ve MM’nin çalışması ilgi çekicidir. Friend ve Pucket, önce dağıtılan kar payının etkisi olduğu sonucuna varan kantitatif modellerin istatistiksel olarak hatalı sonuçlar verdiklerini ileri sürerek bu hataları belirtmişlerdir. Hataların en önemli nedenleri, risk ve büyüme faktörünün doğru bir şekilde formüle edilememesi ve değişkenlerle ilişkili ölçme hatalarıdır. Friend ve Pucket, ortalama hisse senedi fiyatları ile kar payı ödemeleri ve dağıtılmayan karlar arasındaki ilişkiyi açıklamak amacıyla 5 endüstri dalından seçilmiş 110 işletme üzerinde 1956-1958 yıllarını kapsayan basit doğrusal regresyon analizi yapmıştır. Analiz sonuçlarına göre, büyüme özelliğine sahip kimya, elektronik ve elektrik endüstrilerinde dağıtılmayan karların hisse senetlerinin fiyatları üzerindeki yükseltici etkisi kar paylarının etkisinden daha yüksek çıkmıştır. Öte yandan, gıda ve çelik endüstrilerinde daha güçlü bir kar payı etkisi bulunmuştur (Aslanoğlu, 1996:63).

MM, normalize edilmiş karlardan yola çıkarak yaptıkları testler sonucunda hisse senedi değeri ile kar dağıtım oranı arasında tersine bir ilişki bulmuşlardır. MM yaptıkları araştırmada, hisse başına düşen net kar doğru ölçüldüğünde, dağıtılan karın bir etkisi olmadığı sonucuna varmışlardır (Akgüç,1997:781).

Gordon, 4 endüstri dalında (Kimya, Gıda, Çelik, Makine) aldığı örnekler üzerinde farklı yollara ilişkin olarak yaptığı regresyon analizlerinde hisse senetlerinin piyasa fiyatının, kar payı, büyüme oranı, işletme büyüklüğü ve belirsizlik etmeni gibi değişkenlerden etkilendiğini göstermiştir. ABD’de hisse senetlerine yatırım yapanlar üzerinde yapılan çeşitli kantitatif çalışmalarda bu kişilerin kar payı ve menkul değer kazancı arasında kayıtsız olup olmadıkları araştırılmıştır. Bu çalışmalarda, diğer faktörler aynı kaldığında, hisse senedi alanların cari kar paylarını sermaye kazançlarına tercih ettikleri sonucu ortaya çıkmıştır. Böylece, matematiksel kanıtlar temettü dağıtımının değerlendirme ile ilgili olduğu yönündeki görüşleri destekler durumdadır.

Niederhaffer ve Regan ABD’de 1966-1970 dönemini temel alarak yaptıkları çalışmada, ilgili dönemde en yüksek değer artışı sağlayan 50 şirketin hisse başına kazançlarında önemli artışlar olduğu gözlenmiştir. Benzer şekilde fiyatlarında büyük düşüşler gözlenen hisse senetleri için hisse başına kazançlarda önemli düşüşler olduğu ortaya konulmuştur.

Aharony ve Swary ABD’de 1963-1976 yıllarını temel alarak 140 firma ile yaptıkları çalışma sonucu şöyledir: Temettü dağıtımlarının ilan edileceği tarihlerde, hisse senedini etkilemesi muhtemel diğer değişkenler kontrol altına alındıktan sonra, örnek iki alt gruba bölünmüştür. Birinci grup, temettünün azalacağını, ikinci grup temettünün artacağını ilan eden firmalardan oluşmuştur. Birinci grubun hisse senetleri değeri, duyurunun yapılmasından önceki tarihlerde ve duyuru tarihinde önemli ölçüde düşerken, diğer grubun hisse senetleri yükselmiştir (Aslanoğlu, 996:69).

Blume, 1041 bireysel yatırımcıyı temel alarak yaptığı çalışmada, alıkonulan karlarda azalış olsa dahi kar dağıtımının tercih edildiği sonucunu elde edilmiştir. Dağıtılan kar payı arttırıldığında anketörlerden %41,8’i o hisse senedine olan talebi artıracaklarını, sadece %10,5’i azaltacağını ifade etmiştir.

Kar payı dağıtımının pay senedi fiyatı üzerindeki etkileri konusunda deneysel çalışmalar önemli yer tutmakla birlikte, Türkiye’de hisse senedi piyasasının yeterince gelişmemiş olması nedeniyle, hisse senedi fiyatları üzerinde firmaların temettü politikalarının etkisi konusundaki çalışmalar sınırlı kalmıştır. 1978 yılında Ünal Bozkurt tarafından yapılan bir çalışmada pay senedi fiyatlarının bağımlı, dağıtılmayan ve dağıtılan kar paylarının bağımsız olduğu bir değerlendirme modeli kurularak, 1972-1977 dönemi için 23 şirkete ait verilerle çoklu kesit analizi yapılmış, temettünün etkisi test edilmiş ve dağıtılan kar paylarının hisse senetleri üzerinde daha etkili olduğu sonucuna ulaşılmıştır (Hacışabanoğlu, 1998:134).

Sadun Abaç tarafından çalışmada ise, 35 şirkete ait veriler üzerinde çoklu kesit analiz yapılarak 1976-1983 yılları test edilmiş ve temettünün hisse senedi fiyatları üzerinde önemli bir etkiye sahip olduğu sonucuna ulaşılmıştır.

Arzu Hacışabanoğlu, “Temettü Politikaları” konulu çalışmasında; 1995 yılında, İMKB’nda işlem gören firmaların %81’i nakit temettü ödediğini, nakit temettü ödenirken ilgili firmaların %45’i bedelli sermaye artırımına gittiğini tespit etmiştir.

BÖLÜM 4: KAR PAYI DAĞITIMININ FİRMA DEĞERİ ÜZERİNE ETKİSİNE İLİŞKİN UYGULAMA

4.1. Çalışmanın Amacı

Firma sahipleri günümüzde amaçlarından biri de firmalarının piyasadaki değerini maksimum hale getirmektir. Bu amaca ulaşmakta kar dağıtımının etkisi olduğu görüşü ileri sürüldüğü gibi tersi görüşlerde ileri sürülmektedir. Her ne kadar kar dağıtımının firma değeri üzerine etkisi olmadığı görüşü ileri sürülse de şu da bir gerçektir ki hisse senedi yatırımcılarının hisse senetlerinin değer artışlarından kazanç elde etmek amacı yanında sahip olduğu hisselerin kar payı kazancı sağlama amacı da vardır. Bir çok yatırımcı yatırım yaptıkları hisselerin değer artışları getirisi yanında yıllık düzenli bir kar payı getirisi olmasını da istemektedirler. Bu nedenle yatırımcılar yıllık düzenli kar payı dağıtımını yapan firmaların hisselerini tercih etmektedirler. Bu firmanın hisselerinin piyasada aranan hisse durumuna getirmektedir.

Bu çalışmayla firmaların kar dağıtım oranlarının firmanın hisse senetlerinin değerine etkisi tespit edilmesi amaçlanmıştır.

Çalışmada firmaların kar dağıtım oranlarının firmanın hisse senetlerinin değeri üzerindeki etkisinin varlığı ve kar dağıtım oranlarının İMKB 100 endeksine etkisi araştırılmıştır.

Aynı zamanda firmaların nakit veya hisse senedi şeklinde yapmış oldukları kar dağıtımlarının firma değerine etkisinin nasıl yansıdığı tespit edilmeye çalışılmıştır.

4.2. Araştırma Yöntemi Ve Kullanılan Veriler

Araştırma yönteminden ve verilerden bahsedilecek olan bu kısımda araştırmanın yöntemi, uygulamaya konu olan örneklemin seçim kriterleri, verilerin kaynakları ve çalışma boyunca yararlanılan yardımcı araçlar tanıtılacaktır.

Araştırmada kullanılan veriler www.imkb.gov.tr ve www.analiz.ibsyazilim.com sitelerinden alınmıştır.

Araştırmanın ilk safhasında İstanbul Menkul Kıymetler Borsası'nın resmi internet sitesinden İstanbul Menkul Kıymetler Borsası'nda işlem görmekte olan ve 2000 ile 2007 yılları arasında kar dağıtımını yapan 222 şirketin 2000-2007 yılları arasında yapmış

oldukları kar payı ödemelerinin miktar ve tarihlerine ait verileri alınmış ve derlenmiştir. Bu verilerden şirketlerin yıl bazında kar dağıtım oranı belirlenmiştir. Kar dağıtım oranı sıfır olan şirketlerin o yılki verileri çıkartılmış analizde dikkate alınmamıştır.

İkinci aşamada şirketlerin kar dağıtım şekilleri (nakit/hisse) belirlenmiştir. Burada sadece nakit ve hisse senedi şeklinde kar dağıtım yapan şirketlerin verileri dikkate alınmıştır.

Üçüncü aşamada www.analiz.ibsyazilim.com sitesinden yararlanılarak şirketlerin 2000-2007 yılları arasında yılsonu kapanış fiyatları toplanıp derlenmiştir. Dördüncü aşamada www.imkb.gov.tr sitesinden 2000-2007 yılları arasındaki yılsonu İMKB 100 endeksi verileri alınarak analiz verilerine eklenmiştir.

Uygulamanın analizinde kullanılan verilerin ait olduğu hisseler Tablo 3'te verilmiştir.

Tablo 3. Uygulama analizinde kullanılan hisse senetlerinin kodları

SIRA NO	HİSSE KODU	SIRA NO	HİSSE KODU	SIRA NO	HİSSE KODU	SIRA NO	HİSSE KODU
1	ABANA	21	ALGYO	41	ATSYO	61	BUMYO
2	ACIBD	22	ALKA	42	AVIVA	62	CCOLA
3	ADANA	23	ALKIM	43	AVRSY	63	CELHA
4	ADEL	24	ALNTF	44	AYEN	64	CEMST
5	AEFES	25	ALTIN	45	AYGAZ	65	CIMSA
6	AFMAS	26	ALYAG	46	BAGFS	66	CLEBI
7	AFYON	27	ANACM	47	BANVT	67	CMBTN
8	AGYO	28	ANELT	48	BEKO	68	CMENT
9	AKALT	29	ANHYT	49	BFREN	69	CMLOJ
10	AKBNK	30	ANSGR	50	BIMAS	70	DENCM
11	AKCNS	31	ARCLK	51	BJKAS	71	DENTA
12	AKENR	32	ARENA	52	BOLUC	72	DERIM
13	AKGRT	33	ARFYO	53	BOSSA	73	DESA
14	AKMGY	34	ARMDA	54	BRISA	74	DEVA
15	AKSA	35	ASELS	55	BRSAN	75	DGATE
16	AKSUE	36	ASLAN	56	BRYAT	76	DGZTE
17	AKYO	37	ASUZU	57	BSHEV	77	DITAS
18	ALARK	38	ATAYO	58	BSOKE	78	DMSAS
19	ALBRK	39	ATEKS	59	BTCIM	79	DNZYO
20	ALCAR	40	ATLAS	60	BUCIM	80	DOAS

Tablo 3'ün devamıdır.

SIRA NO	HİSSE KODU	SIRA NO	HİSSE KODU	SIRA NO	HİSSE KODU	SIRA NO	HİSSE KODU
81	DOBUR	117	HALKB	153	MNDRS	189	TEKST
82	DOHOL	118	HDFYO	154	MRBYO	190	TIRE
83	DOKTS	119	HEKTS	155	MRDIN	191	TKBNK
84	DYHOL	120	HURGZ	156	MRSHL	192	TKFEN
85	DYOBY	121	IBTYO	157	MUTLU	193	TOASO
86	ECBYO	122	IDAS	158	MYZYO	194	TRCAS
87	ECILC	123	IHLAS	159	NETAS	195	TRKCM
88	ECZYT	124	INDES	160	NUHCM	196	TSKB
89	EGCYO	125	ISBTR	161	OLMKS	197	TSKYO
90	EGEEN	126	ISFIN	162	OTKAR	198	TSPOR
91	EGGUB	127	ISGSY	163	OYSAC	199	TTRAK
92	EGPRO	128	ISGYO	164	OZFIN	200	TUDDF
93	EMNIS	129	ISMEN	165	PETUN	201	TUKAS
94	ENKAI	130	ISYAT	166	PINSU	202	TUPRS
95	ERBOS	131	IZMDC	167	PNSUT	203	UCAK
96	EREGL	132	IZOCM	168	PRKAB	204	ULKER
97	EVNYO	133	KAPLM	169	PRKTE	205	UNYEC
98	FENER	134	KAREL	170	PTOFS	206	UZEL
99	FENIS	135	KARSN	171	RAYSG	207	VAKBN
100	FFKRL	136	KARTN	172	RYSAS	208	VAKFN
101	FINBN	137	KAVPA	173	SAHOL	209	VARYO
102	FMIZP	138	KCHOL	174	SANKO	210	VESBE
103	FNSYO	139	KENT	175	SARKY	211	VKFRS
104	FORTS	140	KIPA	176	SASA	212	VKFYT
105	FROTO	141	KONYA	177	SELEC	213	VKGYO
106	FVORI	142	KORDS	178	SILVR	214	YATAS
107	GARAN	143	KRTEK	179	SISE	215	YAZIC
108	GARFA	144	LINK	180	SKBNK	216	YKBNK
109	GDKYO	145	LIOYS	181	SKTAS	217	YKFIN
110	GENTS	146	LOGO	182	SODA	218	YKRYO
111	GOLTS	147	LUKSK	183	TACYO	219	YKSGR
112	GRNYO	148	MAALT	184	TATKS	220	YTFYO
113	GSDHO	149	METUR	185	TBORG	221	YUNSA
114	GSRAY	150	MIGRS	186	TCELL	222	ZOREN
115	GUBRF	151	MIPAZ	187	TEBNK		
116	GUSGR	152	MMART	188	TEKFK		

4.3. Hipotezler

Şirketlerin kar dağıtımlarının hisse senetleri üzerine etkisinin olup olmadığını, bir etki varsa bu etkinin yönünü belirlemek amacıyla yapılan çalışmada şu hipotezler geliştirilmiştir:

H1: Kar dağıtım oranları ile Şirketlerin hisse fiyatları arasında ilişki vardır

H2: Kar dağıtım oranı ile İMKB 100 endeksi arasında ilişki vardır.

H3: Kar dağıtımını nakit olarak yapan şirketler ile hisse senedi şeklinde dağıtan şirketlerin firma değerleri arasında anlamlı bir fark vardır.

Hipotez 1 ile şirketlerin kar dağıtım oranları ile hisse senedi fiyatları arasında ilişki olduğu ortaya sürülmüştür. Bilindiği gibi kar dağıtımını firma değeri üzerine etkisi konusunda farklı görüşler vardır. Bu hipotezle ilişkinin var olup olmadığı ölçülecek ve ilişkinin yönü tespit edilecektir.

Hipotez 2 ile şirketlerin kar dağıtım oranları İMKB 100 endeksi arasında ilişki olduğu ortaya sürülmüştür. Bu hipotezle kar dağıtım oranı ile İMKB 100 endeksi arasındaki ilişkinin var olup olmadığı ölçülecek ve ilişkinin yönü tespit edilecektir.

Hipotez 3 ile Kar dağıtımını nakit olarak yapan şirketlerin hisse senetlerinin değerinin kar dağıtımını hisse senedi şeklinde dağıtan şirketlerin hisse senetlerinin değerlerinden fazla olduğu ortaya sürülmüştür. Bu hipotezi t testi istatistik yöntemi ile analiz edilecektir.

4.4. Hipotezlerin Test Edilmesi

Kar dağıtımının şirketlerin hisse senetlerinin değeri üzerine etkisini ölçmek amacıyla kar dağıtım oranı ile hisse senetlerinin kapanış fiyatları ve İMKB 100 endeksi arasında ilişki ölçülmüştür. Firmaların kar dağıtım oranı ile hisse senetlerinin kapanış fiyatları ve İMKB 100 endeksi arasındaki ilişkiyi ölçerken yapılırken korelasyon analizi kullanılmıştır. Korelasyon analizi kullanılarak aşağıda verilen hipotezler test edilmiştir.

H1: Kar dağıtım oranları ile Şirketlerin hisse fiyatları arasında ilişki vardır

H2: Kar dağıtım oranı ile İMKB 100 endeksi arasında ilişki vardır.

Tablo 4. Şirketlerin Kar Dağıtım Oranı ile İMKB 100 ve Hisse Senetleri Kapanış Fiyatları Arasındaki Korelasyon Analizi

Değişkenler	İstatistik	İMKB'de Yer Alan Şirketlerin Kar Payı Dağıtım Oranı	İMKB=100	Hisse Senetlerinin Kapanış Fiyatı
İMKB'de Yer Alan Şirketlerin Kar Payı Dağıtım Oranı	r	1	0,128	0,231
	p		0,032	0,02
	N	825	825	825
İMKB=100	r	0,128	1	0,092
	p	0,032		0,458
	N	825	831	831
Hisse Senetlerinin Kapanış Fiyatı	r	0,231	0,092	1
	p	0,02	0,458	
	N	825	831	831

“Şirketlerin kar dağıtım oranları ile Şirketlerin hisse fiyatları arasında ilişki vardır.” Hipotezinin test etmek amacıyla yapılan korelasyon analizi yapılmış ve sonuçlar tablo 4’te verilmiştir. Yapılan korelasyon analizi sonucunda şirketlerin dağıttıkları kar oranı ile hisse senetlerinin kapanış fiyatları istatistiksel olarak 0,95 güven düzeyinde anlamlı çıkmıştır. Şirketlerin dağıttıkları kar oranı ile hisse senetlerinin kapanış fiyatları arasındaki ilişki pozitif yönlü zayıf bir ilişkidir. Analiz sonucunda şirketlerin dağıttıkları kar oranı ile hisse senetlerinin kapanış fiyatları arasında ilişki vardır. Şirketlerin dağıttıkları kar oranları arttıkça şirketin kapanış fiyatı değeri de artacaktır. Bu durumda firmaların kar dağıtımlarının hisse senetlerinin değerine pozitif yönde etki ettiğini ve dolayısıyla da firma değerini artırdığını göstermektedir.

“Kar dağıtım oranı ile İMKB 100 endeksi arasında ilişki vardır.” Hipotezini test etmek amacıyla korelasyon analizi yapılmış ve sonuçlar tablo 4’te verilmiştir. Yapılan

korelasyon analizi sonucunda şirketlerin dağıttıkları kar oranı ile şirketlerin hisse senetlerinin kapanış fiyatları istatistiksel olarak 0,95 güven düzeyinde anlamlı çıkmıştır. Şirketlerin dağıttıkları kar oranı ile İMKB 100 endeksi arasındaki ilişki pozitif yönlü zayıf bir ilişkidir. Şirketlerin dağıttıkları kar oranları arttıkça İMKB 100 endeksinin değeri de artacaktır. Dolayısıyla İMKB’de yer alan firmalar kar dağıtım oranlarını arttıkça İMKB 100 endeksinin değeri de artacaktır.

Daha önceki bölümlerde de bahsedildiği gibi şirketler karlarını aldıkları karar doğrultusunda hisse senedi şeklinde veya nakit olarak pay sahiplerine dağıtabilirler. Şirketlerin kar dağıtım şekillerinin şirket hisse senetlerinin değeri üzerindeki etkileri arasında farklılıkların varlığını ölçmek için t testi uygulaması yapılmıştır. Nakit şeklinde kar dağıtımını yapan firmaların hisse senedi şeklinde kar dağıtımını yapan firmaların hisse senetleri fiyatları arasında farklılıklar t testi ile ölçülmeye çalışılmıştır. T testi analizi sonucunda ortaya çıkan veriler aşağıdaki tabloda verilmiştir.

H3: Kar dağıtımını nakit olarak yapan şirketler ile hisse senedi şeklinde dağıtan şirketlerin firma değerleri arasında anlamlı bir fark vardır.

Tablo 5. Kar Payı Dağıtım Şekillerinin Hisse Senetleri Fiyatına Etkisi İçin t testi

	Kar Dağıtım Şekli	N	Ort.	ss	t	p
Hisse Senetleri Kapanış Fiyatı	Nakit	675	29,469	143,855	2,008	0,95
	Hisse senedi	156	6,233	27,783		

Hisse senetleri kapanış fiyatı ve Kar dağıtım şekli değişkeni arasındaki farklılığı araştırmak için gerçekleştirilen bağımsız grup t-testi sonucunda, 0,95 güven düzeyinde istatistiksel olarak anlamlı bir fark vardır ($p < 0,05$). Hisse senedi ortalaması nakit’e göre anlamlı düzeyde daha küçüktür. Kar dağıtımını nakit olarak yapan firmaların hisse senetlerinin kapanış fiyatı daha yüksek olmaktadır.

Bu durumda kar dağıtımını nakit olarak yapan şirketlerin kapanış fiyatlarının kar dağıtımın hisse senedi olarak yapan şirketlerden daha yüksek olduğu görülmektedir. Bu da gösteriyor ki yatırımcılar yatırım kararı alırken kar dağıtımını nakit şeklinde yapan şirketlerin hisse senetlerini kar dağıtımını hisse senedi şeklinde yapan şirketlerin hisse senetlerine tercih ediyorlardır.

SONUÇ VE ÖNERİLER

Ekonomik gelişmeyle beraber ortaya çıkan yeni finansman anlayışı içinde işletmelerin nihai amaçları, kar maksimizasyonu yerine firma değerinin maksimum kılınması şeklinde ifade edilmeye başlanmıştır. Gelişen ekonomik koşullar şirketleri firma değerini maksimize eden kararlar almaya zorlamıştır. Bu kararlar yatırım, sermaye yapısı ve temettü kararları olarak ifade edilebilir. Günümüz finansman anlayışında fonların tedarikinden ziyade fonların kullanımının ağırlık kazanması, kar dağıtım kararlarının önemini arttırmaktadır.

Kar dağıtım politikası, firma kazancının işletme bünyesinde bırakılması veya ortaklara dağıtılması arasındaki tercihin belirlenmesidir. Firmalar optimal sermaye yapısını belirledikten sonra, öz kaynaklarının ne kadarının sermaye artışı yoluyla, ne kadarının karın dağıtılmayarak firma bünyesinde bırakılmasıyla (oto finansman) sağlanacağı konusunda karara varmalıdırlar. Dağıtılmayan karlar firma açısından önemli bir finansman kaynağıdır.

Kar dağıtım politikasının firma değerine etkisi konusundaki görüşler iki ana grupta toplanabilir. Metron Miller ve Franco Modigliani'nin öncülük ettiği görüşe göre, temettü karlarının firma değerini etkilemesi söz konusu olamaz. Miller-Modigliani ekolüne göre, yatırımcılar kar payı ve sermaye kazancı şeklindeki kazançlar karşısında aslında kayıtsızdırlar. Bir işletmenin kar payı ödemelerini artırması ve azaltması hisse senedi fiyatlarında aynı yönde artma veya azaltmaya sebep olabilir. Ancak bu durum yatırımcıların kar payı tercihlerini yansıtmaz. Miller-Modigliani'ye göre, kar paylarındaki değişimin hisse senedi fiyatı üzerindeki etkisi, işletmenin gelecekte beklenen kazancı hakkında kar paylarının bilgi kaynağı olmasından doğmaktadır. İşletmenin kar paylarındaki artış gelecekteki kazançların seviyesinde artış olacağı beklentisi ile hisse senedi fiyatlarının artışına yol açmaktadır. Ancak, hisse senedi fiyatlarını belirleyen temel unsur işletmenin kazanç gücüdür.

Temettü karlarının firma değerini etkilediğini ileri süren diğer görüşe göre ise, hissedarların zaman tercihleri ve risk faktörlerinin değişik olması nedenleri ile temettü ve değer artışı şeklinde elde ettikleri gelirler arasında kayıtsız kalamazlar. Myron

Gordon ve John Lintner'in öncülük ettiği bu görüşe göre, diğer şartlar aynı kalmak kaydıyla, az kar payı ödeyen işletmelerin, çok kar payı ödeyen işletmelere nazaran kazançlarına daha yüksek bir iskonto oranı uygulamaları gerekmekte olup kar payları hisse senetlerinin değerini doğrudan etkilemektedir.

Kar dağıtım politikası belirlenirken, konunun sadece, firma karının ne kadarının dağıtılması gerektiği şeklinde ifade edilen kar dağıtım oranının saptanması olarak düşünülmesi yeterli olmamaktadır. Kar dağıtımının düzenliliği, işletmelerin izledikleri kar dağıtım politikaları, kar dağıtım şekilleri, vergi etkisi, hukuki sınırlamalar, likidite, enflasyon, karların istikrarı gibi diğer teknik faktörlerin de göz önüne alınması gerekir. Ayrıca kar dağıtım politikasının firma değerini maksimum kılacak biçimde ele alınması gerekir. Yönetim bu konu ile ilgili politikasını belirlerken, yatırım fırsatlarına, kazanç gücüne, büyüme hızına, sanayi kolunun yapısına ve rekabet gücü gibi kar dağıtım kararlarının etkileyen tüm faktörlere ağırlık vermeli ve hepsini birleştirerek hissedarların ve şirketin çıkarlarını maksimum düzeye çıkaracak optimal dağıtım oranını, şeklini, zamanını ve istikrarını ayarlaması gerekir.

Ülkemizdeki uygulamaya bakıldığında kar dağıtım politikasının halka açık şirketlerde daha fazla önem kazandığı görülmektedir. Halka kapalı şirketlerde ise, vergi nedeni ile kar payı dağıtmama tercih edilmektedir. Finansman kaynaklarının yeterli olmaması nedeniyle, şirketler temettü dağıtım yoluyla hissedarlarına verdikleri fonları bedelli sermaye artırımını yaparak geri almaktadır. Bu şirketler, çoğunlukla temettü dağıtım dönemleriyle aynı zamanda sermaye artırımına gitmektedir. Şirketler, temettü dağıtarak yatırımcıya verdiklerinden daha fazlasını bedelli sermaye artırımını ile geri almaktadırlar. Ülkemizde enflasyonun yüksek düzeylerde olması şirketleri buna zorlamakta ve şirketler işletme sermayesi ihtiyaçlarını karşılamak için sermaye artışına gitmektedirler. Ayrıca, şirket karlarındaki artış, sermaye artışlarının gerisinde kaldığı için yatırımcıların pay başına elde etmiş oldukları temettü azalmaktadır. Türkiye'de firmaların kar dağıtımlarına bakıldığında bir istikrarın olmadığı ve istikrarlı bir kar dağıtım politikasının uygulanmadığı görülmektedir.

İstanbul Menkul Kıymetler Borsası'nın yetirince etkin olmaması, yatırımcıların kısa vadeli düşünerek spekülasyon davranışları, spekülasyonun etkisinin fazla olması borsada ani fiyat düşüş ve yükselişlerine yol açmakta ve yatırımcılar düşüş dönemlerinde büyük

zararlara uğrayabilmektedir. Bu nedenle, temettü gelirin'in toplam getiri içindeki payı yüksek getirinin elde edildiği dönemlerde düşük kalmakta, zarar edilen yıllarda ise zararın ancak küçük bir kısmı telafi edilebilmektedir. Hisse senedi fiyatı nominal değer yakın olan şirketlerde kar dağıtımının etkisi daha fazla hissedilmektedir.

Kar payı nominal değer üzerinden yüzdesel olarak ödendiği için toplam getiri içindeki payı çok düşük kalmakta, bu ise kar dağıtımının hisse senedi fiyatına etkisini çok düşük düzeyde tutmaktadır. Yatırımcı hisse senedine ödediği paranın çok düşük bir miktarını temettü olarak geri alacağından, yatırım yaparken hisse senedinin vereceği kar payından çok elde edeceği sermaye kazancını göz önüne alarak yatırım yapmaktadır. Bu nedenle, hisse senedi fiyatı nominal değere yakın olan şirketlerde kar dağıtımının etkisi daha fazla hissedilmektedir. Ayrıca, şirket karlarının yüksek oranlı sermaye artırımlarının gerisinde kalması kar dağıtımının etkisini iyice azaltmaktadır.

Çalışmamızda İMKB'de işlem gören ve kar dağıtımı yapan 222 şirketin verileri kullanarak ilk aşamada İMKB'de işlem gören şirketlerin kar payı dağıtım oranı ile şirketlerin hisse senetlerinin kapanış fiyatları ve İMKB 100 endeksi değeri arasındaki ilişki korelasyon analizi ile test edilmiştir. Korelasyon analizi sonucunda şirketlerin kar payı dağıtım oranı ile şirketlerin hisse senetleri arasında ilişki olduğu görülmüştür. Şirketlerin kar dağıtım oranları arttıkça hisse senetlerinin değeri de artacağı çalışma sonucunda görülmüştür.

İkinci aşamada ise şirketlerin kar payı dağıtım şeklinin nakit veya hisse senedi şeklinde olmasının firma değeri üzerine etkisi verilere t testi uygulanarak belirlenmiştir. Yapılan çalışma sonucunda kar payı dağıtımını nakit şeklinde yapan şirketlerin firma değerinin kar payı dağıtımını hisse senedi şeklinde yapan şirketlerini firma değerine göre daha yüksek olduğu anlaşılmıştır.

Yapılan uygulamada da görüldüğü gibi kar dağıtımları şirketin hisse senetlerinin değerini artırmaktadır. Kar payı dağıtımlarını yıllar itibariyle sürekli ve artan şekilde dağıtan firmalar yatırımcıların ileriye dönük beklentilerini olumlu olarak etkileyecek ve yatırımcılar tarafından tercih edilen hisse senetleri haline geleceklerdir. Bu durumda piyasada hisse senetlerinin değerini artıracak ve dolayısıyla firma değerini artıracaktır. Yapılan korelasyon analizinde de görüldüğü gibi firma sahiplerinin firma değerini maksimum hale getirme amaçlarına ulaşabilmeleri için firmanın elde ettiği kar uygun

oranlarda hisse senedi sahiplerine dağıtması önerilir. Ayrıca firma sahipleri ve yöneticileri kar payı dağıtım şekillerini belirlerken nakit dağıtım şeklini hisse senedi şeklinde dağıtım şekline tercih etmeleri önerilir.

KAYNAKÇA

- AKGÜÇ, Öztin. (1998), **Finansal Yönetim**, 7. baskı Avcıol Basım-Yayın, İstanbul.
- AKGÜÇ Öztin. (1997), **Finansal Yönetim**, Avcıol Basım, İstanbul.
- AKSOY, Ahmet. (1993), **İşletme Sermayesi Yönetimi**, Gazi Büro Kitabevi, Ankara.
- APAK, Sudi. (1993), **Sermaye Piyasaları ve Borsa**, Bilim Teknik Yayınevi, İstanbul.
- ASLANOĞLU, Suphi. (1996), **Temettü Politikasının Firma Değerine Etkisi**, Kırıkkale Üniversitesi Yüksek Lisans Tezi, Kırıkkale.
- BAKIR, Pınar. (1985), **Finansla Yönetim**, Nihad Sayar Yayın ve Yardım Vakfı Yayını, İstanbul.
- BAKIR, Pınar. (1979), **İşletmeler Açısından Temettü Politikaları**, İ.T.İ.A. Yayın No: 1979/19. İstanbul.
- BALASİGNHAM, Balachandran. (1998), “Dividend Reductions and Interim Effect: UK Evidence”, **School of Accounting and Commercial Law Victoria University of Wellington**, New Zealand, July.
- BLACK, Fischer ve M. Scholes. (1974),The Effects Of “Dividend Yield and Dividend Policy On Common Stock Prices And Returns”, **Journal Of Financial Economics**, Sayı:1.
- BLACK, Stanley B., HİRT, Geoffrey A. (1987), **Foundation of Financial Management**, Irwin Inc, Homewood, Illinois.
- BOLAK, Mehmet. (1994), **Sermaye Piyasası Menkul Kıymetler ve Portföy Analizi**, Beta Yayınları, 2. Baskı, İstanbul.
- BOZKURT, Ünal. (1997), “İşletmelerin Kar Dağıtım Politikaları Üzerine”, **Banka ve Ekonomik Yorumlar Dergisi**, CWIV.

- BRAY, Alan, GRAHAM John R., HARVEY Campbell R. ve Michaely Roni, (2003).
“Payout Policy in the 21 st Century”, **National Bureau of Economic Research
Working Paper No: 9657**, Cambridge.
- BRİNGHAM, Eugene F. (1989), “Fundamentals of Financial Management”, **Dryden
Pres**, Rinehart and Winston Inc., New Jersey.
- BÜKER, Semih., AŞIKOĞLU, Rıza. (1990), **Finansal Yönetim**, Anadolu Üniversitesi
Yayımları, Eskişehir.
- BÜKER, Semih., AŞIKOĞLU, Rıza. (1990), **Finansal Yönetim**, Anadolu Üniversitesi
Yayımları, Eskişehir.
- CANBAŞ, Serpil., DOĞUKANLI, Hatice. (2001), **Finansal Pazarlar**, Beta Basım
A.Ş., İstanbul.
- CEYLAN, Ali. (1999), **İşletmelerde Finansal Yönetim**, 6. Baskı, Ekin Kitabevi
Yayımları, Bursa.
- CEYLAN, Ali. (2003), **İşletmelerde Finansal Yönetim**, 10. Baskı, Ekin Kitabevi
Yayımları, Bursa.
- ENHOŞ, Y. Bora. (1991), Temettü **Hisse Senedi Fiyatları Üzerine Etkisi ve
İMKB’ında Bir Uygulama**, Gazi Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü,
Master Tezi, Ankara.
- ERCAN, Metin Kamil., ÜRETEN, Aykan. (2000), **Firma Değerini Tespiti ve
Yönetimi** , Gazi Büro Kitapevi,Ankara.
- GEYİKDAĞI, Yaşar. (1974), **Yatırım Politikası, Sermaye Yapısı ve Temettü
Politikasının Bir Fonksiyonu Olarak Firma Değeri**, Ankara İktisadi ve Ticari
İlimler Akademisi İşletme Yönetimi Kürsüsü Doktora Tezi, Ankara.
- GİTMAN, Lawrence J. (1991), **Principles of Managerial Finance**, Harper collins,
New York.
- GÖNENLİ, Atilla. (1991), **İşletmelerde Finansal Yönetim**, İstanbul: İ.Ü. İşletme
Fakültesi Yayını, İstanbul.

- GRAHAM, Benjamin. (1976), "Size Effect in the Market Valuation of Fundamental Factors", **Financial Analysis Journal**, March-April.
- HACIŞABANOĞLU, Arzu. (1998), **Temettü Politikaları**, Marmara Üniversitesi Bankacılık ve Sigortacılık Enstitüsü Sermaye Piyasası ve Borsa Anabilim Dalı, Yüksek Lisans Tezi, İstanbul.
- HORİM, Moshe Ben. (1987), **Essentials Of Corporate Finance**, Allyn and Baco, Boston.
- HORNE, Van. (1992), **Financial Management and Policy**, Prentice Hall Englewood Cliffs New Jersey.
- HORNE, Van. (1983), **Fundamentals Of Financial Management**, Prentice Hall Inc., Inglewood Cliffs, New Jersey.
- IBS Yazılım, (2009), "2000 ve 2007 Yılları Arası Hisse Senetleri Kapanış Fiyatları"
www.analiz.ibsyazilim.com/isapi/AT01/FIYAT01inp.asp, 20.02.2009.
- İMKB (İstanbul Menkul Kıymetler Borsası), (2009), "2000 ve 2007 Yılları Arası İMKB 100 Endeksi Kapanış Fiyatları"
www.imkb.gov.tr/endeksler/endeks_sirketler.htm, 18.02.2009.
- İMKB (İstanbul Menkul Kıymetler Borsası), (2009), "2000 ve 2007 Yılları Arası Şirketlerin Kar Dağıtım Bilgileri"
www.imkb.gov.tr/sirket/sermaye_temettu.htm, 18.02.2009.
- İMKB Yayınları (2003).
- İstanbul Menkul Kıymetler Borsası, (2003), **Şirketler Yıllığı**, İMKB Yayınları, İstanbul.
- KANE, Alex, MARCUS Alan, LEE Young Ki. (1984), "Earnings and Dividend Announcement: Is There a Corroboration Effect?", **The Journal of Finance** Vol: xxxix, no:4 September.

- KARAAĞAÇ, Bülent. (1997), **Dividend Announcement Effect on the Value of the Firm**, Master Tezi, Ankara.
- KEOWN, J. Arthur. (1996), **Basic Financial Management**, Prentice-Hall Inc.
- KORGUN, Aynur. (1999), “Bir Temettü Politikası Olarak Temettü Avansı; Teorisi ve Türkiye’ye İlişkin Uygulama Önerileri”, **Sermaye Piyasası Kurulu Araştırma Raporu**.
- KOSE John, JOHN, Teresa. (1992), “Communicating With The Market Via Dividends”, **Investment and Trading by insiders, Recent Developments in Finance, Anthony Sainders (ed)**, Business One Irvin.
- LEVY, Haim., SARNAT, Marshall. (1988), **Principles of Financial Management**, Prentice Hall, Englewood Cliffs, New Jersey.
- ROMON, Frederic. (2005), “Contribution of dividend policy stability to the measurement of dividend announcement and ex-dividend effects on the French Market”, **Working paper**, SSRN.
- RODNEY, D. Boehme, Sorin M. SORESCU. (2000). “Seven Decades of Long Term Abnormal Return Persistence: The Case of Dividend Initiations and Resumptions”, **Working Paper**.
- SARIKAMIŞ, Cevat. (1995), **Sermaye Pazarları**, Alfa Basım Yayın Dağıtım, İstanbul.
- SPK (Sermaye Piyasası Kanunu)
- SEVİL Güven. (1994), **İşletme Finansmanı**, ETAM A.Ş. Web-ofset, Eskişehir.
- TTK (Türk Ticaret Kanunu)
- TUNCER, Selahattin. (1985) , **Türkiye’de Sermaye Piyasası**, Okan Yayıncılık, İstanbul.
- TÜRKO, Metin. (1994), **Finansal Yönetim**, Atatürk Üniversitesi Yayınları, Erzurum.
- UYANIK, Senan. (1993), “Sermaye yapısının Seçiminde Kaldıraçların Rolü”, **Hacettepe Üniversitesi İ.İ.B.F Dergisi cilt: 11**.

VUK (Vergi Usul Kanunu)

WESTON, J. Fred., BRİNGHAM, Eugene F. (1987), “Essentials of Managerial Finance”, **Dryden Pres**, Holt, Rinehart and Winston, New York.

WESTON, J. Fred., COPELAND, Thomas E. (1998), **Managerial Finance**, Second Edition, Cassell, UK.

YÜKSEL, Ali Sait. (1982), **Para Bulma ve Yatırım**, Ar Basım Yayım ve Dağıtım A.Ş. İstanbul.

EKLER

EK 1: Uygulamada Verileri Kullanılan Hisse Senetleri

SIRA NO	HİSSE KODU	ŞİRKET ADI
1	ABANA	ADANA ÇİMENTO SANAYİ AŞ
2	ACIBD	ACIBADEM SAĞLIK
3	ADANA	ABANA ELEKTROMEKANİK
4	ADEL	ADEL KALEMCİLİK
5	AEFES	ANADOLU EFES BIRACILIK
6	AFMAS	AFM ULUSLAR ARASI FİLM PRODÜKSİYON A.Ş.
7	AFYON	AFYON ÇİMENTO
8	AGYO	ATAKULE GAYRİMENKUL YATIRIM ORTAKLIĞI
9	AKALT	AKAL TEKSTİL
10	AKBNK	AKBANK
11	AKCNS	AKÇANSA
12	AKENR	AK ENERJİ ELEKTRİK
13	AKGRT	AKSİGORTA
14	AKMGY	AKMERKE GYO
15	AKSA	AKSA
16	AKSUE	AKSU ENERJİ
17	AKYO	AK YATIRIM ORTAKLIĞI
18	ALARK	ALARKO HOLDİNG
19	ALBRK	ALBARAKATÜRK
20	ALCAR	ALARKO CARRIER
21	ALGYO	ALARKO GAYRİMENKUL Y.O.
22	ALKA	ALKİM KAGIT
23	ALKİM	ALKİM KİMYA
24	ALNTF	ALTERNATİFBANK
25	ALTİN	ALTINYILDIZ
26	ALYAG	ALTINYAG KOMBİNALARI
27	ANACM	ANADOLU CAM
28	ANELT	ANEL TELEKOMÜNİKASYON
29	ANHYT	ANADOLU HAYAT
30	ANSGR	ANADOLU SİGORTA
31	ARCLK	ARÇELİK
32	ARENA	ARENA BİLGİSAYAR
33	ARFYO	ALTERNATİF YATIRIM ORTAKLIĞI
34	ARMDA	ARMADA BİLGİSAYAR
35	ASELS	ASELSAN
36	ASLAN	LAFARGE ASLAN ÇİMENTO
37	ASUZU	ANADOLU ISUZU
38	ATAYO	ATA YATIRIM ORTAKLIĞI
39	ATEKS	AKİN TEKSTİL
40	ATLAS	ATLAS YATIRIM ORTAKLIĞI
41	ATSYO	ATLANTIS YATIRIM ORTAKLIĞI
42	AVİVA	AVİVA
43	AVRSY	AVRASYA YATIRIM ORTAKLIĞI
44	AYEN	AYEN ENERJİ
45	AYGAZ	AYGAZ

EK 1'in devamıdır.

SIRA NO	HİSSE KODU	ŞİRKET ADI
46	BAGFS	BAGFAS
47	BANVT	BANVIT
48	BEKO	BEKO ELEKTRONİK
49	BFREN	BOSCH FREN SİSTEMLERİ
50	BIMAS	BIMAS BIM
51	BJKAS	BESIKTAS FUTBOL YATIRIMLARI SAN. VE TIC. A.S.
52	BOLUC	BOLU ÇİMENTO
53	BOSSA	BOSSA
54	BRISA	BRISA
55	BRSAN	BORUSAN BORU
56	BRYAT	BORUSAN YATIRIM
57	BSHEV	BOSCH EV ALETLERİ
58	BSOKE	BATI SÖKE ÇİMENTO
59	BTCIM	BATI ÇİMENTO
60	BUCIM	BURSA ÇİMENTO
61	BUMYO	BUMERANG YATIRIM ORTAKLIĞI
62	CCOLA	COCA COLA İÇECEK
63	CELHA	ÇELİK HALAT
64	CEMTS	CEMTAS
65	CIMSA	ÇİMSA
66	CLEBI	ÇELEBİ
67	CMBTN	ÇİMBETON
68	CMENT	ÇİMENTAS
69	CMLOJ	CAMIS LOJİSTİK HİZMETLERİ
70	DENCM	DENİZLİ CAM
71	DENTA	DENTAS AMBALAJ
72	DERIM	DERIMOD
73	DESA	DERİ SANAYİ A.Ş.
74	DEVA	DEVA HOLDİNG
75	DGATE	DATAGATE BİLGİSAYAR MALZEMELERİ
76	DGZTE	DOĞAN GAZETECİLİK
77	DITAS	DITAS DOĞAN
78	DMSAS	DEMİSAS DÖKÜM
79	DNZYO	DENİZ YATIRIM ORTAKLIĞI
80	DOAS	DOĞUŞ OTOMOTİV SERVİS
81	DOBUR	DOĞAN BURDA RIZZOLI
82	DOHOL	DOĞAN HOLDİNG
83	DOKTS	DOKTAS
84	DYHOL	DOĞAN YAYIN HOLDİNG
85	DYOBY	DYO BOYA
86	ECBYO	ECZACIBASI YATIRIM ORTAKLIĞI
87	ECILC	ECZACIBASI İLAÇ
88	ECZYT	ECZACIBASI YATIRIM
89	EGCYO	A. EGELİ CO. YAT. ORT. A.
90	EGEEN	EGE ENDÜSTRİ

EK 1'in devamıdır.

SIRA NO	HİSSE KODU	ŞİRKET ADI
91	EGGUB	EGE GÜBRE
92	EGPRO	EGE PROFİL
93	EMNIS	EMİNİS AMBALAJ
94	ENKAI	ENKA HOLDİNG
95	ERBOS	ERBOSAN Boru Sanayi ve Ticaret A.Ş.
96	EREGL	EREGLİ DEMİR ÇELİK
97	EVNYO	EVNYO EVG YATIRIM ORTAKLIĞI A.S
98	FENER	FENERBAHÇE A.Ş
99	FENIS	FENİS ALUMİNYUM
100	FFKRL	FINANS FİNANSAL KİRALAMA
101	FINBN	FİNANSBANK
102	FMIZP	F-M İZMİT MOTOR PİSTON
103	FNSYO	FINANS YATIRIM ORTAKLIĞI
104	FORTS	FORTİS BANK
105	FROTO	FORD OTOSAN
106	FVORI	FAVORİ DİNLENME YERLERİ
107	GARAN	GARANTİ BANKASI
108	GARFA	GARANTİ FACTORİNG
109	GDKYO	GEDİK YATIRIM ORTAKLIĞI
110	GENTS	GENTS
111	GOLTS	GÖLTAS ÇİMENTO
112	GRNYO	GARANTİ YATIRIM ORTAKLIĞI
113	GSDHO	GSD HOLDİNG
114	GSRAY	GALATASARAY SPORİF A.S.
115	GUBRF	GÜBRE FABRİKALARI
116	GUSGR	GÜNES SİGORTA
117	HALKB	HALKBANK
118	HDFYO	HEDEF MENKUL KIYMETLER YATIRIM ORTAKLIĞI
119	HEKTS	HEKTAS TİCARET
120	HURGZ	HURRİYET GAZETECİLİK
121	IBTYO	KALKINMA YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş
122	IDAS	IDAŞ
123	IHLAS	IHLAS HOLDİNG
124	İNDES	İNDEKS BİLGİSAYAR
125	İSBTR	İS BANKASI
126	İSFİN	İŞ FİNANSAL KİRALAMA
127	İSGSY	İŞ GİRİŞİM SERMAYESİ YATIRIM ORTAKLIĞI A.Ş
128	İSGYO	İS GAYRİMENKUL YATIRIM ORTAKLIĞI
129	İSMEN	İŞMEN ŞİRKETLER GRUBU
130	İSYAT	İS YATIRIM ORTAKLIĞI
131	İZMDC	İZMİR DEMİR ÇELİK
132	İZOCM	İZOCAM
133	KAPLM	KAPLAMIN
134	KAREL	KAREL TELEFON SANTRAL VE HABERLEŞME
135	KARSN	KARSAN OTOMOTİV

EK 1'in devamıdır.

SIRA NO	HİSSE KODU	ŞİRKET ADI
136	KARTN	KARTONSAN
137	KAVPA	KAV DANISMANLIK PAZARLAMA
138	KCHOL	KOÇ HOLDING
139	KENT	KENT GIDA
140	KIPA	KIPA
141	KONYA	KONYA ÇİMENTO
142	KORDS	KORDSA SABANCI DUPONT
143	KRTEK	KARSU TEKSTİL
144	LINK	LİNK BİLGİSAYAR
145	LIOYS	LİO YAG
146	LOGO	LOGO YAZILIM
147	LUKSK	LÜKS KADİFE
148	MAALT	MARMARIS ALTINYUNUS
149	METUR	METEMTUR OTELCİLİK VE TURİZM İŞLETMELERİ
150	MIGRS	MİGROS
151	MIPAZ	MİLPA
152	MMART	MARMARIS MARTI OTEL
153	MNDRS	MENDERES TEKSTİL
154	MRBYO	MARBAŞ YATIRIM ORTAKLIĞI
155	MRDIN	MARDIN ÇİMENTO
156	MRSHL	MARSHALL BOYA
157	MUTLU	MUTLU AKÜ
158	MYZYO	MUSTAFA YILMAZ YATIRIM ORTAKLIĞI
159	NETAS	NETAS TELEKOM
160	NUHCM	NUH CİMENTO
161	OLMKS	OLMUKSA
162	OTKAR	OTOKAR
163	OYSAC	KALKINMA YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.
164	OZFIN	ÖZ FINANS FACTORING
165	PETUN	PINAR ET VE UN
166	PINSU	PINAR SU
167	PNSUT	PINAR SÜT
168	PRKAB	TÜRK PIRELLI KABLO
169	PRKTE	PARK ELEKTRİK MADENCİLİK
170	PTOFS	PETROL OFISI
171	RAYSG	RAY SIGORTA
172	RYSAS	REYSAŞ TAŞIMACILIK VE LOJİSTİK
173	SAHOL	SABANCI HOLDING
174	SANKO	SANKO PAZARLAMA
175	SARKY	SARKUYSAN
176	SASA	SASA
177	SELEC	SELÇUK ECZA DEPOSU
178	SILVR	SİLVERLİNE ENDÜSTRİ VE TİCARET
179	SISE	SISE CAM
180	SKBNK	SEKERBANK

EK 1'in devamıdır.

SIRA NO	HİSSE KODU	ŞİRKET ADI
181	SKTAS	SÖKTAS
182	SODA	SODA SANAYİ
183	TACYO	TAÇ YATIRIM ORTAKLIĞI
184	TATKS	TAT KONSERVE
185	TBORG	T. TUBORG
186	TCELL	TURKCELL
187	TEBNK	TÜRK EKONOMİ BANKASI
188	TEKFK	TEKSTİL FİNANSAL KİRALAMA
189	TEKST	TEKSTİLBANK
190	TIRE	TIRE KUTSAN
191	TKBNK	KALKINMA BANKASI
192	TKFEN	TEKFEN HOLDİNG
193	TOASO	TOFAS OTOMOBİL FABRİKALARI
194	TRCAS	TURCAS PETROL
195	TRKCM	TRAKYA CAM
196	TSKB	SINAI KALKINMA BANKASI
197	TSKYO	TSKB YATIRIM ORTAKLIĞI
198	TSPOR	TRABZONSPOR SPORİF A.Ş.
199	TTRAK	TÜRK TRAKTÖR
200	TUDDF	T.DEMİRDÖKÜM
201	TUKAS	TUKAS
202	TUPRS	TÜPRAS
203	UCAK	USAS UÇAK SERVİSİ
204	ULKER	ÜLKER
205	UNYEC	ÜNYE ÇİMENTO
206	UZEL	UZEL MAKİNA SANAYİ
207	VAKBN	VAKIFBANK
208	VAKFN	VAKIF FİNANSAL KİRALAMA
209	VARYO	VARLIK YATIRIM ORTAKLIĞI
210	VESBE	VESTEL BEYAZ EŞYA
211	VKFRS	VAKIF RISK SERMAYESİ Y.O.
212	VKFYT	VAKIF YATIRIM ORTAKLIĞI
213	VKGYO	VAKIF GAYRİMENKUL Y.O.
214	YATAS	YATAS
215	YAZIC	YAZICILAR HOLDİNG
216	YKBNK	YAPI KREDİ BANKASI
217	YKFIN	YAPI KREDİ FİNANSAL KİRALAMA
218	YKRYO	YAPI KREDİ YATIRIM ORTAKLIĞI
219	YKSGR	YAPI KREDİ SİGORTA
220	YTFYO	YATIRIM FİNANSMAN Y.O.
221	YUNSA	YÜNSA
222	ZOREN	ZORLU ENERJİ

EK 2: Şirketlerin Kar Dağıtım Miktarları ve Oranları

SIRA	HİSSE KODU	YIL	KAR (TL)	HİSSE SENEDİ OLARAK DAĞITILAN KAR PAYI	NAKİT OLARAK DAĞITILAN KAR PAYI	KAR ORANI
1	ABANA	2001	719,626.93	687,963.00	0.00	0.9559995
2	ABANA	2000	164,308.00	0.00	128,571.43	0.7825025
3	ACIBD	2006	7,244,721.00	0.00	1,919,494.00	0.2649507
4	ACIBD	2005	18,647,974.00	0.00	4,417,228.30	0.2368744
5	ACIBD	2004	13,388,841.00	0.00	3,821,713.00	0.2854402
6	ACIBD	2003	13,567,010.00	12,741,392.00	0.00	0.9391452
7	ACIBD	2002	4,083,881.00	0.00	2,000,000.00	0.4897302
8	ACIBD	2000	3,271,064.00	0.00	3,000,000.00	0.9171328
9	ADANA	2007	183,973,346.00	0.00	120,491,797.17	0.6549416
10	ADANA	2006	133,234,965.00	0.00	100,508,229.49	0.7543683
11	ADANA	2005	83,705,239.00	0.00	63,106,502.55	0.7539134
12	ADANA	2004	36,445,523.00	0.00	25,929,925.64	0.7114708
13	ADANA	2002	27,828,948.00	0.00	21,847,017.88	0.7850465
14	ADANA	2001	26,090,280.00	0.00	20,436,028.87	0.7832813
15	ADANA	2000	10,787,387.00	0.00	8,506,265.49	0.7885381
16	ADEL	2007	7,726,989.50	0.00	3,937,500.00	0.5095775
17	ADEL	2006	8,503,937.00	0.00	3,780,000.00	0.4445
18	ADEL	2005	5,450,406.00	0.00	1,732,500.00	0.3178662
19	ADEL	2004	3,553,017.00	0.00	1,378,125.00	0.3878746
20	ADEL	2002	3,528,510.00	0.00	1,174,218.26	0.3327802
21	ADEL	2001	1,741,836.00	0.00	752,398.07	0.4319569
22	ADEL	2000	1,391,305.00	750,000.00	0.00	0.5390622
23	AEFES	2007	374,482,000.00	0.00	113,850,000.00	0.30402
24	AEFES	2006	269,020,000.00	0.00	95,945,295.53	0.3566474
25	AEFES	2005	290,590,163.00	0.00	95,945,295.53	0.3301739
26	AEFES	2004	235,657,384.00	0.00	95,945,295.53	0.4071389
27	AEFES	2003	229,652,470.00	0.00	84,657,613.70	0.3686336
28	AEFES	2002	26,038,098.00	0.00	10,033,494.96	0.385339
29	AEFES	2000	15,819,685.00	0.00	5,034,243.43	0.3182265
30	AFMAS	2006	2,590,140.00	0.00	1,376,427.81	0.5314106
31	AFMAS	2005	1,034,819.00	0.00	855,557.67	0.8267704
32	AFMAS	2004	1,774,503.00	0.00	455,100.81	0.2564666
33	AFYON	2007	11,522,323.00	0.00	2,306,400.00	0.200168
34	AFYON	2006	12,717,945.00	0.00	2,640,000.00	0.2075807
35	AFYON	2005	10,304,629.00	0.00	2,520,000.00	0.2445503
36	AFYON	2000	470,993.00	0.00	120,000.00	0.2547809
37	AGYO	2007	22,242,555.43	10,710,000.00	0.00	0.4815094
38	AGYO	2006	22,767,169.07	0.00	2,079,659.00	0.0913446
39	AGYO	2005	17,178,417.00	0.00	1,563,870.00	0.0910369
40	AGYO	2004	5,123,626.00	0.00	1,434,596.00	0.2799962
41	AGYO	2002	4,279,546.00	0.00	3,471,649.65	0.8112191
42	AKALT	2001	8,167,740.00	1,651,598.64	0.00	0.20221

EK 2'nin devamıdır.

SIRA	HİSSE KODU	YIL	KAR (TL)	HİSSE SENEDİ OLARAK DAĞITILAN KAR PAYI	NAKİT OLARAK DAĞITILAN KAR PAYI	KAR ORANI
43	AKBNK	2007	1,994,294,000.00	0.00	720,000,000.00	0.36103
44	AKBNK	2006	1,600,192,000.00	0.00	660,000,000.00	0.4124505
45	AKBNK	2005	1,438,294,000.00	0.00	540,001,363.00	0.3754457
46	AKBNK	2004	1,020,528,000.00	0.00	375,000,000.00	0.3674568
47	AKBNK	2003	1,324,524,000.00	0.00	300,000,000.00	0.2264965
48	AKBNK	2002	685,448,000.00	0.00	43,174,603.17	0.0629874
49	AKBNK	2000	343,606,000.00	0.00	26,250,000.00	0.0763956
50	AKCNS	2007	185,798,034.00	0.00	124,976,646.00	0.6726478
51	AKCNS	2006	146,465,575.00	0.00	128,382,152.00	0.8765347
52	AKCNS	2005	113,565,095.00	0.00	89,730,408.77	0.7901231
53	AKCNS	2004	63,331,801.00	0.00	52,273,374.00	0.825389
54	AKCNS	2003	35,748,074.00	0.00	19,977,085.00	0.5588297
55	AKCNS	2002	17,379,493.00	0.00	16,465,315.78	0.9473991
56	AKCNS	2001	6,240,619.00	0.00	2,663,610.12	0.4268183
57	AKCNS	2000	2,531,981.00	0.00	1,141,547.20	0.4508514
58	AKENR	2002	43,928,601.00	0.00	8,422,799.00	0.1917384
59	AKENR	2001	100,211,572.00	19,821,597.00	0.00	0.1977975
60	AKGRT	2007	114,496,346.00	0.00	100,200,000.00	0.8751371
61	AKGRT	2006	74,184,451.00	0.00	65,400,000.00	0.8815864
62	AKGRT	2005	72,247,764.60	0.00	48,960,000.00	0.677668
63	AKGRT	2004	66,480,311.74	0.00	42,840,000.00	0.6444013
64	AKGRT	2003	41,230,322.00	0.00	30,000,000.00	0.7276198
65	AKGRT	2002	28,246,990.00	0.00	14,225,933.05	0.5036265
66	AKGRT	2000	35,831,876.00	0.00	13,500,000.00	0.3767595
67	AKMGY	2007	51,181,260.00	0.00	43,840,000.00	0.8565635
68	AKMGY	2006	57,159,244.53	0.00	47,950,000.00	0.8388844
69	AKMGY	2005	42,685,784.00	0.00	38,862,334.00	0.910428
70	AKSA	2006	61,461,963.00	0.00	16,500,000.00	0.2684587
71	AKSA	2004	37,696,889.00	0.00	12,220,329.64	0.3241734
72	AKSA	2000	18,879,296.00	0.00	4,443,457.15	0.2353614
73	AKSUE	2004	1,628,657.00	0.00	580,000.00	0.3561216
74	AKSUE	2002	2,393,043.00	0.00	1,101,420.00	0.4602592
75	AKSUE	2001	3,239,864.00	0.00	1,101,420.00	0.3399587
76	AKSUE	2000	1,504,404.00	0.00	1,101,420.00	0.7321305
77	AKYO	2007	9,052,645.00	0.00	5,400,000.00	0.5965107
78	AKYO	2006	1,559,579.00	0.00	7,500,000.00	4.8089901
79	ALARK	2007	37,644,509.00	0.00	2,266,700.00	0.0602133
80	ALARK	2006	48,311,969.00	0.00	1,509,297.00	0.0312406
81	ALARK	2005	60,238,872.00	0.00	1,125,600.00	0.0186856
82	ALARK	2002	36,205,733.60	0.00	3,216,000.00	0.0888257
83	ALARK	2001	23,258,222.00	0.00	2,412,000.00	0.1037053
84	ALARK	2000	13,161,582.88	2,680,000.00	0.00	0.2036229

EK 2'nin devamıdır.

SIRA	HİSSE KODU	YIL	KAR (TL)	HİSSE SENEDİ OLARAK DAĞITILAN KAR PAYI	NAKİT OLARAK DAĞITILAN KAR PAYI	KAR ORANI
85	ALBRK	2007	84,979,000.00	0.00	32,292,199.02	0.3800021
86	ALCAR	2007	19,083,147.00	0.00	4,860,000.00	0.254675
87	ALCAR	2006	19,894,354.00	0.00	3,996,000.00	0.200861
88	ALCAR	2005	19,728,707.00	0.00	5,508,000.00	0.2791871
89	ALCAR	2004	8,123,177.00	0.00	2,376,000.00	0.2924964
90	ALCAR	2002	17,615,209.00	0.00	2,997,000.00	0.1701371
91	ALCAR	2001	10,233,271.00	0.00	2,700,000.00	0.2638453
92	ALGYO	2007	3,106,176.00	0.00	768,614.00	0.247447
93	ALGYO	2006	4,916,479.00	0.00	988,218.00	0.2010012
94	ALGYO	2005	10,183,740.00	1,925,100.00	0.00	0.1890366
95	ALGYO	2002	18,477,192.00	0.00	713,000.00	0.0385881
96	ALGYO	2001	38,185,108.00	0.00	713,000.00	0.0186722
97	ALGYO	2000	20,384,231.09	375,000.00	0.00	0.0183966
98	ALKA	2002	6,001,500.00	0.00	2,887,500.00	0.4811297
99	ALKA	2001	3,177,802.00	0.00	1,575,000.00	0.4956256
100	ALKIM	2007	18,230,111.00	0.00	11,276,190.66	0.6185476
101	ALKIM	2006	11,170,067.00	0.00	11,898,401.79	1.0652042
102	ALKIM	2005	7,930,893.00	0.00	9,613,421.08	1.2121486
103	ALKIM	2004	8,802,967.00	0.00	10,206,087.21	1.1593917
104	ALKIM	2003	9,550,151.00	0.00	8,005,166.67	0.8382241
105	ALKIM	2002	9,078,728.00	0.00	7,706,351.16	0.848836
106	ALKIM	2001	9,545,724.00	0.00	8,031,175.63	0.8413375
107	ALKIM	2000	3,223,370.00	0.00	2,711,951.40	0.8413404
108	ALNTF	2000	11,184,000.00	9,861,808.30	0.00	0.8817783
109	ALTIN	2005	15,557,841.00	2,597,006.00	0.00	0.1669259
110	ALYAG	2000	624,733.00	0.00	310,262.40	0.496632
111	ANACM	2007	70,711,886.00	30,257,689.00	0.00	0.427901
112	ANACM	2006	37,025,898.00	0.00	21,200,437.00	0.572584
113	ANACM	2005	53,207,158.00	0.00	27,257,704.00	0.5122939
114	ANACM	2004	61,080,557.00	0.00	20,594,710.00	0.3371729
115	ANACM	2003	71,239,556.00	0.00	19,653,400.00	0.2758776
116	ANACM	2002	32,544,359.53	0.00	21,252,000.00	0.6530164
117	ANACM	2000	3,480,251.00	0.00	2,395,500.00	0.6883124
118	ANELT	2007	5,310,954.00	0.00	4,782,685.31	0.9005322
119	ANELT	2006	3,409,704.00	0.00	2,200,000.00	0.6452173
120	ANELT	2005	2,654,497.00	0.00	2,200,000.00	0.8287823
121	ANHYT	2006	25,285,434.00	0.00	12,000,000.00	0.4745815
122	ANHYT	2003	49,293,842.00	20,000,000.00	0.00	0.4057302
123	ANHYT	2002	36,762,164.05	0.00	6,997,820.45	0.1903539
124	ANHYT	2001	24,638,893.00	21,750,000.00	0.00	0.8827507
125	ANSGR	2003	41,880,527.00	20,000,000.00	0.00	0.4775489
126	ANSGR	2002	46,624,074.00	0.00	9,660,000.00	0.2071891

EK 2'nin devamıdır.

SIRA	HİSSE KODU	YIL	KAR (TL)	HİSSE SENEDİ OLARAK DAĞITILAN KAR PAYI	NAKİT OLARAK DAĞITILAN KAR PAYI	KAR ORANI
127	ANSGR	2001	35,274,502.00	27,000,000.00	0.00	0.7654254
128	ARCLK	2007	157,765,000.00	0.00	99,990,000.00	0.6337908
129	ARCLK	2006	324,147,000.00	0.00	199,980,000.00	0.6169423
130	ARCLK	2005	312,153,000.00	0.00	199,980,000.00	0.6406474
131	ARCLK	2004	293,201,000.00	0.00	229,177,080.00	0.7816381
132	ARCLK	2001	21,359,874.00	20,000,000.00	0.00	0.9363351
133	ARENA	2007	10,723,270.00	0.00	3,683,725.00	0.3435263
134	ARENA	2006	9,025,924.00	0.00	3,419,041.00	0.3788023
135	ARENA	2005	8,122,423.00	0.00	3,052,334.00	0.3757911
136	ARENA	2002	2,425,855.00	0.00	650,000.00	0.2679468
137	ARFYO	2007	6,789,429.00	1,868,013.20	0.00	0.2751355
138	ARFYO	2005	4,830,867.00	0.00	898,507.01	0.1859929
139	ARMDA	2007	3,027,328.00	0.00	960,000.00	0.3171113
140	ASELS	2006	76,805,366.00	0.00	23,522,400.00	0.3062599
141	ASELS	2005	90,722,439.00	0.00	26,462,700.00	0.2916886
142	ASELS	2004	56,979,590.00	0.00	20,582,100.00	0.3612188
143	ASELS	2002	49,343,347.00	0.00	13,881,433.23	0.2813233
144	ASELS	2002	49,343,347.00	0.00	7,469,202.77	0.151372
145	ASELS	2000	4,485,609.00	0.00	980,100.00	0.2184988
146	ASLAN	2007	35,935,200.46	0.00	32,378,265.00	0.9010181
147	ASLAN	2006	39,897,861.00	0.00	35,509,711.00	0.8900154
148	ASLAN	2005	18,435,506.00	0.00	16,138,734.02	0.8754158
149	ASUZU	2007	25,206,414.00	0.00	12,709,855.00	0.504231
150	ASUZU	2006	23,531,729.00	0.00	14,065,571.00	0.5977279
151	ASUZU	2005	32,616,629.00	0.00	18,471,653.42	0.5663263
152	ASUZU	2004	24,819,595.00	0.00	19,996,835.81	0.8056874
153	ATAYO	2005	987,855.00	345,429.22	0.00	0.349676
154	ATAYO	2001	386,071.00	0.00	500,000.00	1.2950986
155	ATEKS	2004	9,789,557.00	0.00	3,780,000.00	0.3861257
156	ATEKS	2003	2,751,903.00	0.00	5,040,000.00	1.8314599
157	ATEKS	2001	6,474,260.76	1,092,000.00	0.00	0.1686679
158	ATLAS	2007	2,262,948.00	0.00	173,316.00	0.0765886
159	ATLAS	2005	779,493.00	0.00	186,921.42	0.2397987
160	ATLAS	2001	1,282,517.00	0.00	728,555.00	0.5680665
161	ATSYO	2007	2,189,593.00	0.00	600,000.00	0.2740235
162	ATSYO	2005	1,324,958.26	500,000.00	0.00	0.3773704
163	ATSYO	2003	1,015,970.00	0.00	300,000.00	0.2952843
164	AVIVA	2007	8,748,484.00	0.00	1,671,832.07	0.1910996
165	AVIVA	2006	13,450,891.87	0.00	2,564,352.00	0.1906455
166	AVIVA	2001	6,671,564.00	0.00	423,280.00	0.0634454
167	AVRSY	2005	821,101.00	0.00	169,429.00	0.2063437
168	AYEN	2004	30,026,872.00	23,325,854.00	0.00	0.7768326

EK 2'nin devamıdır.

SIRA	HİSSE KODU	YIL	KAR (TL)	HİSSE SENEDİ OLARAK DAĞITILAN KAR PAYI	NAKİT OLARAK DAĞITILAN KAR PAYI	KAR ORANI
169	AYEN	2001	47,459,300.00	0.00	41,184,381.00	0.8677832
170	AYEN	2000	20,119,111.00	0.00	17,715,570.00	0.8805344
171	AYGAZ	2007	439,527,287.00	49,304,682.09	0.00	0.1121766
172	AYGAZ	2005	90,297,716.00	21,705,222.33	0.00	0.240374
173	AYGAZ	2004	61,177,465.00	0.00	27,000,000.00	0.441339
174	AYGAZ	2003	120,549,743.00	0.00	26,697,423.47	0.221464
175	AYGAZ	2002	61,238,894.00	58,176,948.99	0.00	0.95
176	AYGAZ	2000	23,567,863.00	0.00	4,495,998.81	0.1907682
177	BAGFS	2007	31,228,896.00	0.00	12,492,000.00	0.4000141
178	BAGFS	2006	8,592,764.00	0.00	3,750,000.00	0.4364137
179	BAGFS	2005	14,387,264.00	0.00	5,250,000.00	0.3649061
180	BAGFS	2004	5,729,744.00	0.00	2,100,000.00	0.3665085
181	BAGFS	2002	8,179,787.00	0.00	3,236,000.00	0.3956093
182	BAGFS	2001	7,121,510.00	0.00	2,116,402.00	0.2971844
183	BAGFS	2000	2,777,653.00	0.00	1,481,478.08	0.5333561
184	BANVT	2000	904,490.42	0.00	451,300.00	0.498955
185	BEKO	2000	6,803,742.00	3,975,000.00	0.00	0.5842373
186	BFREN	2000	1,410,853.00	0.00	897,815.35	0.6363635
187	BIMAS	2006	71,972,000.00	0.00	55,660,000.00	0.7733563
188	BIMAS	2005	30,197,000.00	0.00	25,300,000.00	0.8378316
189	BJKAS	2003	10,246,316.00	0.00	346,471.80	0.0338143
190	BJKAS	2002	2,639,024.00	0.00	2,176,500.00	0.8247367
191	BOLUC	2007	48,355,328.00	0.00	40,462,011.77	0.8367643
192	BOLUC	2006	71,128,086.00	0.00	58,610,833.96	0.8240182
193	BOLUC	2005	38,004,617.00	0.00	32,217,149.02	0.8477167
194	BOLUC	2004	24,096,915.00	0.00	20,076,267.77	0.8331468
195	BOLUC	2002	21,405,635.00	0.00	17,975,609.59	0.8397606
196	BOLUC	2001	16,989,351.00	0.00	14,052,483.37	0.8271348
197	BOLUC	2000	3,586,302.00	0.00	3,114,567.20	0.8684621
198	BOSSA	2007	20,926,796.00	0.00	17,280,000.00	0.8257356
199	BOSSA	2006	32,074,707.00	0.00	10,800,000.00	0.3367139
200	BOSSA	2005	6,453,668.00	0.00	5,400,000.00	0.8367335
201	BOSSA	2004	28,075,921.00	0.00	21,600,000.00	0.7693425
202	BOSSA	2002	33,781,156.00	0.00	9,000,000.00	0.2664207
203	BOSSA	2001	18,304,084.00	0.00	12,617,789.47	0.6893429
204	BOSSA	2000	4,371,551.00	0.00	2,160,000.00	0.4941038
205	BRISA	2007	62,508,387.00	0.00	47,628,000.00	0.7619458
206	BRISA	2006	41,874,759.00	0.00	35,348,906.25	0.8441578
207	BRISA	2005	53,535,179.00	0.00	45,395,437.50	0.8479553
208	BRISA	2004	48,235,248.00	0.00	38,697,750.00	0.8022712
209	BRISA	2002	47,905,317.00	0.00	39,283,375.00	0.8200212
210	BRISA	2001	25,934,319.00	0.00	20,594,431.16	0.7940996

EK 2'nin devamıdır.

SIRA	HİSSE KODU	YIL	KAR (TL)	HİSSE SENEDİ OLARAK DAĞITILAN KAR PAYI	NAKİT OLARAK DAĞITILAN KAR PAYI	KAR ORANI
211	BRISA	2000	17,943,310.00	0.00	14,679,098.44	0.818082
212	BRSAN	2007	48,549,357.00	0.00	22,963,500.00	0.4729929
213	BRSAN	2006	33,533,591.00	0.00	26,649,000.00	0.7946957
214	BRSAN	2005	19,225,423.00	0.00	12,615,750.00	0.6562014
215	BRSAN	2004	42,704,372.00	0.00	25,515,000.00	0.5974798
216	BRSAN	2003	13,322,498.00	0.00	4,063,500.00	0.3050104
217	BRSAN	2002	11,874,622.00	0.00	8,533,182.00	0.7186066
218	BRSAN	2001	7,600,858.00	0.00	5,484,299.00	0.7215368
219	BRSAN	2000	2,790,290.00	0.00	1,985,900.00	0.7117181
220	BRYAT	2007	15,442,055.00	0.00	3,099,052.00	0.2006891
221	BRYAT	2006	7,193,677.00	0.00	1,470,942.00	0.2044771
222	BRYAT	2005	8,283,727.00	0.00	2,404,750.00	0.2902981
223	BRYAT	2004	7,457,091.00	0.00	2,295,090.00	0.3077728
224	BRYAT	2003	3,992,150.00	0.00	950,000.00	0.237967
225	BSHEV	2005	92,120,698.00	0.00	39,309,760.00	0.4267202
226	BSHEV	2004	64,612,162.00	0.00	26,055,908.00	0.4032663
227	BSHEV	2003	47,663,938.00	0.00	22,121.50	0.0004641
228	BSHEV	2000	15,051,268.00	0.00	7,149,352.22	0.475
229	BSOKE	2007	19,032,220.00	0.00	4,218,750.00	0.2216636
230	BSOKE	2006	34,629,096.00	0.00	23,161,764.70	0.6688527
231	BSOKE	2005	20,256,945.00	0.00	12,500,000.00	0.6170723
232	BSOKE	2004	5,781,398.00	0.00	4,375,000.00	0.7567374
233	BSOKE	2003	380,087.00	0.00	136,125.00	0.3581417
234	BSOKE	2002	5,726,558.00	0.00	1,350,000.00	0.2357437
235	BSOKE	2001	4,186,669.00	0.00	3,037,500.00	0.7255171
236	BTCIM	2007	55,619,780.00	0.00	7,406,000.00	0.1331541
237	BTCIM	2006	87,251,057.00	0.00	25,002,334.00	0.2865562
238	BTCIM	2005	42,067,637.00	0.00	15,742,193.60	0.3742115
239	BTCIM	2004	13,853,096.00	0.00	9,660,000.00	0.697317
240	BTCIM	2003	8,579,007.00	0.00	7,242,480.00	0.8442096
241	BTCIM	2002	14,976,784.00	0.00	5,758,480.00	0.3844938
242	BTCIM	2001	12,309,590.00	0.00	5,029,420.96	0.4085775
243	BTCIM	2000	2,919,431.00	0.00	1,486,256.14	0.509091
244	BUCIM	2007	72,296,072.00	0.00	41,496,395.29	0.5739786
245	BUCIM	2006	57,410,506.00	0.00	24,690,355.20	0.4300668
246	BUCIM	2005	37,559,089.00	0.00	19,595,520.00	0.5217251
247	BUCIM	2004	21,917,007.00	0.00	13,717,255.91	0.6258727
248	BUCIM	2003	2,402,505.75	0.00	1,887,657.85	0.7857038
249	BUCIM	2002	9,640,395.00	0.00	9,236,020.85	0.9580542
250	BUCIM	2001	5,643,928.00	0.00	4,024,336.53	0.7130382
251	BUMYO	2007	721,756.90	0.00	650,608.23	0.9014229
252	BUMYO	2005	690,506.00	0.00	150,000.00	0.217232

EK 2'nin devamıdır.

SIRA	HİSSE KODU	YIL	KAR (TL)	HİSSE SENEDİ OLARAK DAĞITILAN KAR PAYI	NAKİT OLARAK DAĞITILAN KAR PAYI	KAR ORANI
253	CCOLA	2007	153,665,000.00	0.00	32,500,000.00	0.211499
254	CCOLA	2006	86,707,000.00	0.00	22,500,000.00	0.2594946
255	CELHA	2002	2,110,323.00	1,477,539.00	0.00	0.7001483
256	CEMTS	2007	17,505,435.00	0.00	6,963,840.00	0.3978102
257	CEMTS	2006	21,700,575.00	13,267,784.99	0.00	0.6114025
258	CEMTS	2005	16,491,083.00	4,492,800.00	0.00	0.2724381
259	CEMTS	2004	15,128,708.00	0.00	8,985,600.00	0.5939436
260	CIMSA	2007	290,274,845.00	0.00	149,943,730.62	0.5165578
261	CIMSA	2006	136,096,434.00	0.00	105,535,872.00	0.7754492
262	CIMSA	2005	109,511,474.00	0.00	44,883,072.00	0.4098481
263	CIMSA	2004	65,053,862.00	0.00	47,309,184.00	0.727231
264	CIMSA	2003	68,650,843.00	0.00	25,474,176.00	0.3710687
265	CIMSA	2002	37,847,848.00	0.00	32,954,264.29	0.8707038
266	CIMSA	2001	28,483,457.00	0.00	21,561,909.31	0.7569976
267	CIMSA	2000	13,421,232.00	0.00	6,570,720.00	0.4895765
268	CLEBI	2007	26,141,069.00	0.00	25,389,453.00	0.9712477
269	CLEBI	2006	22,204,955.00	0.00	18,400,635.00	0.8286725
270	CLEBI	2005	31,156,786.00	0.00	12,201,929.17	0.3916299
271	CLEBI	2003	11,445,907.00	2,700,000.00	0.00	0.2358922
272	CLEBI	2002	25,186,505.00	0.00	21,108,825.00	0.8381006
273	CLEBI	2001	26,965,011.00	0.00	26,299,336.96	0.9753134
274	CLEBI	2000	3,686,515.00	0.00	3,187,639.02	0.8646755
275	CMBTN	2000	222,423.08	0.00	211,301.92	0.95
276	CMENT	2007	104,489,000.00	39,209,968.00	0.00	0.3752545
277	CMENT	2004	14,459,000.00	0.00	6,124,664.00	0.4235884
278	CMENT	2003	10,445,000.00	0.00	12,399,430.82	1.1871164
279	CMENT	2000	1,541,274.00	0.00	1,328,627.00	0.8620317
280	CMLOJ	2006	1,556,095.00	0.00	560,000.00	0.3598752
281	CMLOJ	2005	1,148,329.00	0.00	560,000.00	0.4876651
282	DENCM	2001	2,263,321.12	1,300,000.00	0.00	0.5743772
283	DENTA	2006	11,535,821.00	3,000,000.00	0.00	0.2600595
284	DENTA	2005	3,826,063.00	0.00	1,100,000.00	0.2875018
285	DENTA	2001	6,297,070.00	0.00	6,204,150.68	0.985244
286	DENTA	2000	3,233,570.02	0.00	1,843,134.91	0.57
287	DERIM	2007	2,561,282.00	0.00	422,157.00	0.1648225
288	DERIM	2006	2,769,843.00	0.00	494,975.00	0.1787015
289	DESA	2005	5,743,452.00	4,921,969.86	0.00	0.8569707
290	DESA	2004	9,287,977.60	2,300,000.00	0.00	0.2476319
291	DEVA	2005	14,463,629.00	0.00	4,800,000.00	0.3318669
292	DEVA	2004	18,778,167.00	0.00	5,760,000.00	0.3067392
293	DGATE	2006	2,103,157.00	1,910,004.00	0.00	0.9081604
294	DGZTE	2007	8,833,100.00	5,000,000.00	0.00	0.5660527

EK 2'nin devamıdır.

SIRA	HİSSE KODU	YIL	KAR (TL)	HİSSE SENEDİ OLARAK DAĞITILAN KAR PAYI	NAKİT OLARAK DAĞITILAN KAR PAYI	KAR ORANI
295	DITAS	2006	746,155.00	664,618.99	0.00	0.8907251
296	DITAS	2005	2,642,916.00	252,000.00	0.00	0.0953492
297	DITAS	2000	1,240,597.00	0.00	252,000.00	0.203128
298	DMSAS	2007	2,277,072.00	0.00	1,820,000.00	0.799272
299	DMSAS	2006	3,513,652.00	0.00	2,800,000.00	0.7968917
300	DMSAS	2005	2,442,868.00	0.00	2,729,566.79	1.1173616
301	DMSAS	2004	8,381,228.00	0.00	2,800,000.00	0.3340799
302	DNZYO	2007	10,505,332.00	0.00	4,041,332.34	0.3846934
303	DOAS	2007	64,327,000.00	0.00	22,528,000.00	0.3502106
304	DOAS	2006	21,992,000.00	0.00	6,787,000.00	0.3086122
305	DOAS	2005	111,405,000.00	0.00	45,243,000.00	0.4061128
306	DOAS	2004	72,326,000.00	0.00	34,848,000.00	0.4818184
307	DOBUR	2007	5,267,594.00	0.00	7,500,000.00	1.4237999
308	DOBUR	2004	957,681.00	0.00	411,544.75	0.4297305
309	DOBUR	2003	2,872,148.00	0.00	2,506,435.36	0.8726693
310	DOBUR	2002	3,483,775.00	0.00	2,480,524.48	0.712022
311	DOBUR	2000	4,069,961.00	3,747,363.71	0.00	0.920737
312	DOHOL	2005	636,356,508.00	0.00	136,028,318.00	0.2137612
313	DOHOL	2000	36,744,972.00	30,258,774.00	0.00	0.8234807
314	DOKTS	2007	8,887,026.00	0.00	3,168,000.00	0.3564747
315	DOKTS	2006	55,648,463.00	0.00	19,008,000.00	0.3415728
316	DOKTS	2005	6,301,252.00	0.00	4,752,000.00	0.7541358
317	DOKTS	2004	13,014,494.00	0.00	9,504,000.00	0.7302627
318	DYHOL	2004	59,358,000.00	24,021,048.00	0.00	0.4046809
319	DYHOL	2002	41,650,215.00	30,043,895.70	0.00	0.7213383
320	DYHOL	2001	10,615,635.00	10,084,853.55	0.00	0.95
321	DYHOL	2000	20,473,403.00	19,449,733.54	0.00	0.95
322	DYOBY	2000	251,225.00	0.00	223,953.63	0.8914464
323	ECBYO	2007	6,028,420.00	0.00	1,400,000.00	0.2322333
324	ECBYO	2005	4,586,227.00	0.00	1,046,435.03	0.228169
325	ECILC	2007	451,442,492.00	0.00	27,410,400.00	0.0607174
326	ECILC	2004	46,777,392.00	0.00	12,791,520.00	0.2734552
327	ECILC	2003	82,549,045.00	0.00	5,482,080.00	0.06641
328	ECZYT	2007	92,427,562.00	0.00	2,750,000.00	0.029753
329	ECZYT	2006	13,479,103.00	0.00	2,750,000.00	0.2040195
330	ECZYT	2004	11,707,253.00	0.00	1,584,000.00	0.1353007
331	ECZYT	2002	8,540,062.00	0.00	4,425,300.00	0.5181812
332	EGCYO	2005	2,127,040.00	0.00	2,083,451.33	0.9795074
333	EGCYO	2004	1,324,311.00	0.00	625,697.00	0.4724698
334	EGCYO	2001	1,474,805.00	0.00	700,526.00	0.4749957
335	EGEEN	2007	1,937,775.00	0.00	472,500.00	0.2438364
336	EGEEN	2006	9,241,881.00	0.00	3,150,000.00	0.3408397

EK 2'nin devamıdır.

SIRA	HİSSE KODU	YIL	KAR (TL)	HİSSE SENEDİ OLARAK DAĞITILAN KAR PAYI	NAKİT OLARAK DAĞITILAN KAR PAYI	KAR ORANI
337	EGEEN	2001	3,463,941.00	0.00	1,575,000.00	0.4546844
338	EGGUB	2007	9,720,597.00	0.00	3,544,941.00	0.3646835
339	EGGUB	2006	3,329,798.00	0.00	1,205,280.00	0.3619679
340	EGGUB	2005	4,841,429.00	0.00	2,008,800.00	0.4149188
341	EGGUB	2004	8,285,515.96	0.00	2,511,000.00	0.303059
342	EGGUB	2003	7,041,946.00	0.00	803,520.00	0.1141048
343	EGGUB	2000	805,474.00	0.00	682,992.00	0.847938
344	EGPRO	2007	15,453,638.00	14,198,666.10	0.00	0.9187912
345	EGPRO	2006	9,744,370.00	4,202,866.74	0.00	0.4313123
346	EGPRO	2005	13,762,067.00	10,809,506.43	0.00	0.7854566
347	EMNIS	2003	1,514,548.00	0.00	330,939.00	0.2185068
348	ENKAI	2003	186,016,334.00	0.00	20,000,000.00	0.1075174
349	ENKAI	2002	45,281,871.00	0.00	17,624,457.55	0.3892166
350	ERBOS	2007	10,226,590.00	0.00	1,593,412.75	0.1558108
351	ERBOS	2006	10,261,286.00	0.00	1,112,904.00	0.1084566
352	ERBOS	2003	3,502,463.00	0.00	579,994.20	0.1655961
353	ERBOS	2002	3,587,323.00	0.00	762,471.90	0.2125462
354	ERBOS	2001	2,374,926.00	0.00	348,000.00	0.1465309
355	EREGL	2005	193,392,407.00	0.00	91,854,806.50	0.4749659
356	EREGL	2004	790,100,467.00	0.00	385,418,880.00	0.48781
357	EREGL	2003	317,007,296.00	0.00	44,352,000.00	0.1399085
358	EVNYO	2007	148,732.00	0.00	75,000.00	0.5042627
359	EVNYO	2006	232,758.00	0.00	100,000.00	0.4296308
360	EVNYO	2005	923,644.00	0.00	250,000.00	0.2706671
361	FENER	2007	57,511,180.00	0.00	52,396,527.27	0.9110668
362	FENER	2006	50,749,343.00	0.00	45,799,408.70	0.9024631
363	FENER	2005	52,101,421.00	0.00	44,671,714.96	0.8573992
364	FENER	2004	52,895,074.00	0.00	45,350,288.27	0.8573632
365	FENIS	2007	2,959,629.00	2,732,680.05	0.00	0.9233184
366	FENIS	2006	4,164,278.00	3,799,559.28	0.00	0.9124173
367	FFKRL	2007	50,415,120.00	25,893,412.50	0.00	0.5136041
368	FFKRL	2004	27,248,201.00	0.00	23,023,508.00	0.8449552
369	FFKRL	2000	4,076,678.00	3,872,844.95	0.00	0.9500002
370	FINBN	2007	552,726,000.00	70,000,000.00	0.00	0.126645
371	FINBN	2006	740,972,000.00	62,500,000.00	0.00	0.0843487
372	FINBN	2005	350,441,000.00	47,500,000.00	0.00	0.1355435
373	FINBN	2004	191,560,000.00	29,500,000.00	0.00	0.1539987
374	FINBN	2003	153,075,000.00	21,261,000.00	0.00	0.1388927
375	FINBN	2002	188,426,000.00	17,745,260.50	0.00	0.0941763
376	FINBN	2000	71,010,000.00	55,280,750.00	0.00	0.7784925
377	FMIZP	2007	3,021,841.00	0.00	3,053,991.60	1.0106394
378	FMIZP	2006	6,798,398.30	0.00	6,248,682.00	0.9191403

EK 2'nin devamıdır.

SIRA	HİSSE KODU	YIL	KAR (TL)	HİSSE SENEDİ OLARAK DAĞITILAN KAR PAYI	NAKİT OLARAK DAĞITILAN KAR PAYI	KAR ORANI
379	FMIZP	2005	2,553,212.01	0.00	2,193,246.00	0.8590144
380	FMIZP	2004	6,052,803.00	0.00	5,410,696.50	0.8939158
381	FMIZP	2002	6,130,219.00	0.00	5,338,278.00	0.8708136
382	FMIZP	2001	2,349,472.00	0.00	2,027,718.00	0.8630526
383	FMIZP	2000	594,401.00	0.00	711,770.40	1.1974583
384	FNSYO	2007	3,466,444.00	3,000,000.00	0.00	0.8654402
385	FNSYO	2006	1,299,882.00	1,179,649.61	0.00	0.9075052
386	FNSYO	2005	5,071,224.00	3,900,000.00	0.00	0.7690451
387	FNSYO	2002	1,178,250.00	0.00	487,500.00	0.4137492
388	FNSYO	2001	4,655,034.00	3,829,849.21	0.00	0.8227328
389	FORTS	2007	150,080,223.06	50,000,000.00	0.00	0.3331552
390	FORTS	2005	80,864,000.00	15,364,160.00	0.00	0.19
391	FORTS	2004	107,171,000.00	20,362,490.00	0.00	0.19
392	FORTS	2002	81,942,000.00	77,600,000.00	0.00	0.9470113
393	FORTS	2000	70,714,000.00	5,000,000.00	0.00	0.0707074
394	FROTO	2007		0.00	193,000,500.00	0.4644!
395	FROTO	2007	484,242,121.00	0.00	245,637,000.00	0.5072607
396	FROTO	2006		0.00	208,791,450.00	0.344!
397	FROTO	2006	500,850,350.00	0.00	193,000,500.00	0.3853456
398	FROTO	2005		0.00	310,539,116.00	0.2345
399	FROTO	2005	398,410,813.00	0.00	140,364,000.00	0.3523097
400	FROTO	2004		0.00	80,709,300.00	0.234
401	FROTO	2004		0.00	189,491,400.00	0.45!
402	FROTO	2004	452,922,000.00	0.00	175,455,000.00	0.3873846
403	FROTO	2003		0.00	54,846,369.17	0.435
404	FROTO	2003	282,490,000.00	0.00	58,485,000.00	0.2070339
405	FROTO	2000	40,820,549.00	14,621,250.00	0.00	0.3581836
406	FVORI	2007	7,311,766.00	1,388,688.10	0.00	0.1899251
407	GARAN	2006	1,063,663,000.00	0.00	105,000,000.00	0.0987155
408	GARAN	2005	708,394,000.00	0.00	105,000,000.00	0.1482226
409	GARFA	2007	5,724,025.00	1,111,500.00	0.00	0.1941815
410	GARFA	2006	4,596,937.00	860,000.00	0.00	0.1870811
411	GARFA	2005	3,453,831.00	988,500.00	0.00	0.2862039
412	GDKYO	2007	1,301,626.00	0.00	693,000.00	0.532411
413	GDKYO	2006	348,549.00	0.00	184,800.00	0.530198
414	GDKYO	2005	717,475.00	0.00	192,500.00	0.268302
415	GENTS	2007	9,200,377.00	0.00	1,172,620.80	0.1274536
416	GENTS	2006	14,466,135.00	2,999,808.70	0.00	0.2073677
417	GENTS	2005	10,620,736.00	3,517,862.40	0.00	0.3312259
418	GENTS	2004	4,429,811.00	0.00	1,932,598.00	0.436271
419	GENTS	2001	4,278,462.00	0.00	828,921.60	0.1937429
420	GOLTS	2006	42,724,310.00	0.00	15,840,000.00	0.3707491

EK 2'nin devamıdır.

SIRA	HİSSE KODU	YIL	KAR (TL)	HİSSE SENEDİ OLARAK DAĞITILAN KAR PAYI	NAKİT OLARAK DAĞITILAN KAR PAYI	KAR ORANI
421	GOLTS	2005	41,025,519.00	0.00	14,400,000.00	0.351001
422	GOLTS	2004	19,193,879.00	0.00	8,000,000.00	0.4167995
423	GOLTS	2003	9,696,161.00	0.00	6,000,000.00	0.6188016
424	GOLTS	2002	14,075,906.00	0.00	5,995,121.23	0.4259137
425	GOLTS	2001	1,609,160.00	0.00	1,260,000.00	0.7830172
426	GOLTS	2000	3,454,349.00	0.00	1,800,000.00	0.5210823
427	GRNYO	2007	5,145,095.32	937,500.00	0.00	0.1822124
428	GRNYO	2006	733,470.00	696,796.43	0.00	0.9499999
429	GRNYO	2005	1,743,580.96	0.00	530,641.55	0.3043401
430	GRNYO	2002	708,494.00	0.00	887,461.17	1.2526022
431	GSDHO	2004	9,179,000.00	0.00	1,159,938.89	0.1263688
432	GSDHO	2000	9,623,458.00	6,450,000.00	0.00	0.6702372
433	GSRAY	2006	70,196,999.00	0.00	14,041,500.00	0.2000299
434	GSRAY	2005	45,571,037.00	0.00	20,675,595.00	0.4537003
435	GSRAY	2004	30,387,623.00	0.00	27,625,125.00	0.9090913
436	GSRAY	2003	51,788,179.00	0.00	46,159,905.00	0.8913213
437	GSRAY	2002	35,024,611.00	0.00	31,847,750.00	0.9092963
438	GUBRF	2007	39,203,020.00	0.00	11,249,286.50	0.2869495
439	GUBRF	2006	9,121,565.42	0.00	5,095,000.00	0.5585664
440	GUBRF	2004	6,516,230.00	0.00	2,424,474.00	0.372067
441	GUBRF	2002	2,271,090.00	0.00	431,507.08	0.19
442	GUBRF	2000	981,621.00	0.00	528,600.70	0.5384977
443	GUSGR	2007	7,249,225.00	0.00	1,500,000.00	0.2069187
444	GUSGR	2005	6,103,620.49	0.00	4,000,000.00	0.6553487
445	GUSGR	2004	6,770,968.00	0.00	5,500,000.00	0.8122915
446	GUSGR	2002	11,197,452.91	0.00	5,500,000.00	0.4911831
447	GUSGR	2001	6,217,127.00	5,500,000.00	0.00	0.884653
448	GUSGR	2000	9,097,355.00	8,250,000.00	0.00	0.906857
449	HALKB	2007	1,131,039,000.00	0.00	848,279,550.34	0.7500003
450	HDFYO	2005	534,522.00	0.00	464,855.20	0.8696652
451	HEKTS	2007	9,848,775.00	0.00	8,053,838.43	0.8177503
452	HEKTS	2006	5,350,468.00	0.00	4,825,104.00	0.9018097
453	HEKTS	2005	7,024,985.00	6,067,980.38	0.00	0.8637713
454	HEKTS	2004	4,303,184.00	4,082,194.00	0.00	0.948645
455	HEKTS	2002	3,727,361.00	3,534,640.00	0.00	0.9482956
456	HEKTS	2001	1,819,036.00	1,319,504.00	0.00	0.7253864
457	HURGZ	2007	94,187,141.00	39,000,000.00	0.00	0.4140693
458	HURGZ	2005	87,580,389.00	0.00	41,730,232.00	0.4764792
459	HURGZ	2004	27,200,087.00	0.00	12,490,542.00	0.4592096
460	HURGZ	2003	51,521,420.00	0.00	24,518,945.00	0.4758981
461	HURGZ	2002	40,506,315.00	38,480,999.59	0.00	0.95
462	HURGZ	2001	14,040,608.00	13,338,577.55	0.00	0.95

EK 2'nin devamıdır.

SIRA	HİSSE KODU	YIL	KAR (TL)	HİSSE SENEDİ OLARAK DAĞITILAN KAR PAYI	NAKİT OLARAK DAĞITILAN KAR PAYI	KAR ORANI
463	HURGZ	2000	18,372,521.00	17,453,895.38	0.00	0.95
464	IBTYO	2007	557,245.00	0.00	395,000.00	0.7088444
465	IBTYO	2005	488,106.00	0.00	500,000.00	1.0243677
466	IDAS	2004	2,213,779.00	0.00	659,999.56	0.2981325
467	IHLAS	2004	30,712,970.00	0.00	957,082.00	0.0311621
468	INDES	2007	12,649,226.00	0.00	2,864,966.53	0.2264934
469	INDES	2005	11,619,811.71	8,718,703.00	0.00	0.7503308
470	INDES	2004	8,085,472.00	443,177.00	919,708.00	0.1685597
471	ISBTR	2007	1,701,807,000.00	0.00	588,980,636.04	0.3460913
472	ISBTR	2006	1,109,217,738.72	0.00	400,034,299.00	0.3606454
473	ISBTR	2005	955,628,000.00	0.00	306,855,585.00	0.3211036
474	ISBTR	2004	635,455,000.00	0.00	207,604,963.02	0.3267029
475	ISBTR	2003	423,106,000.00	0.00	137,228,773.00	0.3243366
476	ISBTR	2002	310,816,000.00	48,634,350.00	0.00	0.1564731
477	ISBTR	2000	255,563,000.00	0.00	93,153,873.82	0.3645045
478	ISFIN	2007	46,716,000.00	13,361,000.00	0.00	0.2860048
479	ISFIN	2006	27,446,000.00	3,325,000.00	0.00	0.121147
480	ISFIN	2005	40,022,000.00	14,950,000.00	0.00	0.3735446
481	ISFIN	2004	23,354,000.00	3,141,000.00	0.00	0.1344952
482	ISGSY	2007	2,625,900.00	0.00	3,042,000.00	1.15846
483	ISGYO	2007	54,942,236.00	0.00	22,500,000.00	0.409521
484	ISGYO	2006	48,750,382.00	16,498,300.00	0.00	0.338424
485	ISGYO	2005	34,094,657.00	0.00	16,002,054.00	0.469342
486	ISGYO	2004	105,109,351.00	0.00	17,682,887.00	0.1682332
487	ISGYO	2000	3,474,889.00	3,001,040.66	0.00	0.8636364
488	ISMEN	2007	33,726,303.00	0.00	9,500,000.00	0.2816793
489	ISYAT	2007	36,822,429.00	0.00	15,750,000.00	0.4277284
490	ISYAT	2005	42,782,712.00	7,500,000.00	0.00	0.1753045
491	ISYAT	2004	15,003,699.00	0.00	3,000,000.00	0.1999507
492	ISYAT	2002	13,201,781.00	0.00	6,000,000.00	0.4544841
493	ISYAT	2001	19,356,587.00	0.00	6,000,000.00	0.309972
494	IZMDC	2007	52,836,971.00	0.00	9,912,174.46	0.1875992
495	IZMDC	2006	56,057,061.00	47,860,873.23	0.00	0.8537885
496	IZOCM	2007	51,691,160.00	0.00	57,000,000.00	1.1027031
497	IZOCM	2006	60,986,703.00	0.00	45,000,000.00	0.7378658
498	IZOCM	2005	20,282,500.00	0.00	11,040,364.51	0.5443296
499	IZOCM	2004	12,166,371.00	0.00	7,350,000.00	0.6041243
500	IZOCM	2003	10,318,229.00	0.00	4,200,000.00	0.4070466
501	IZOCM	2002	3,416,764.00	0.00	2,250,000.00	0.6585178
502	IZOCM	2001	5,775,755.00	0.00	2,000,000.00	0.3462751
503	KAPLM	2006	2,183,072.00	0.00	280,686.00	0.1285739
504	KAREL	2007	8,084,670.00	3,155,398.00	0.00	0.390294

EK 2'nin devamıdır.

SIRA	HİSSE KODU	YIL	KAR (TL)	HİSSE SENEDİ OLARAK DAĞITILAN KAR PAYI	NAKİT OLARAK DAĞITILAN KAR PAYI	KAR ORANI
505	KAREL	2006	11,863,800.00	3,640,000.00	0.00	0.3068157
506	KARSN	2000	7,087,422.00	2,400,000.00	0.00	0.3386281
507	KARTN	2007	37,854,276.00	0.00	13,983,955.11	0.3694155
508	KARTN	2006	17,242,877.00	0.00	16,264,678.50	0.9432694
509	KARTN	2005	15,298,894.00	0.00	4,050,000.00	0.264725
510	KARTN	2004	12,243,244.62	0.00	5,771,244.00	0.4713819
511	KARTN	2003	10,601,876.50	0.00	2,126,247.90	0.2005539
512	KARTN	2002	20,837,258.00	0.00	10,428,739.70	0.5004852
513	KARTN	2001	15,297,260.00	0.00	3,059,449.05	0.1999998
514	KARTN	2000	5,848,016.44	0.00	3,138,746.90	0.5367199
515	KAVPA	2001	1,476,495.00	0.00	1,014,418.21	0.6870448
516	KAVPA	2000	3,710,354.00	0.00	1,769,625.00	0.4769424
517	KCHOL	2007	2,295,419,000.00	261,855,000.00	0.00	0.1140772
518	KCHOL	2006	560,812,000.00	55,000,000.00	0.00	0.0980721
519	KCHOL	2005	597,624,000.00	95,000,000.00	0.00	0.1589628
520	KCHOL	2004	508,496,000.00	0.00	78,975,000.00	0.155311
521	KCHOL	2003	382,122,000.00	0.00	42,646,500.00	0.1116044
522	KCHOL	2002	36,275,205.00	6,892,288.88	0.00	0.19
523	KCHOL	2001	54,806,789.00	10,400,276.68	0.00	0.1897626
524	KENT	2007	15,917,821.00	0.00	3,057,796.00	0.1920989
525	KENT	2006	9,783,169.00	0.00	1,779,138.14	0.181857
526	KENT	2005	12,820,470.00	0.00	6,089,723.25	0.475
527	KENT	2004	5,695,395.00	0.00	1,225,457.15	0.2151663
528	KIPA	2004	3,699,932.00	0.00	1,079,361.71	0.2917247
529	KIPA	2003	819,439.00	0.00	541,264.01	0.66053
530	KIPA	2002	10,006,655.00	0.00	2,499,611.40	0.2497949
531	KIPA	2000	1,517,356.00	0.00	908,512.61	0.5987472
532	KONYA	2007	46,627,247.00	0.00	12,183,600.00	0.2612979
533	KONYA	2006	61,646,587.00	0.00	16,082,352.00	0.2608798
534	KONYA	2005	45,053,335.00	0.00	13,645,632.00	0.3028773
535	KONYA	2004	21,868,308.00	0.00	6,627,878.40	0.3030814
536	KONYA	2003	17,075,904.00	0.00	3,411,408.00	0.1997791
537	KONYA	2002	11,391,260.00	0.00	2,193,048.00	0.1925202
538	KONYA	2000	2,551,302.00	0.00	487,344.00	0.1910178
539	KORDS	2005	57,313,156.00	0.00	29,157,354.00	0.5087375
540	KORDS	2004	29,019,177.00	0.00	21,675,276.00	0.7469294
541	KORDS	2002	27,598,227.00	0.00	22,250,585.02	0.8062324
542	KORDS	2001	16,393,540.00	0.00	13,005,165.60	0.7933104
543	KORDS	2000	9,202,454.00	0.00	7,393,677.48	0.8034463
544	KRTEK	2003	-1,322,158.00	0.00	1,755,024.92	-1.3273942
545	KRTEK	2002	5,431,713.00	0.00	1,755,026.00	0.3231073
546	KRTEK	2001	595,565.00	0.00	468,000.00	0.7858084

EK 2'nin devamıdır.

SIRA	HİSSE KODU	YIL	KAR (TL)	HİSSE SENEDİ OLARAK DAĞITILAN KAR PAYI	NAKİT OLARAK DAĞITILAN KAR PAYI	KAR ORANI
547	KRTEK	2000	1,657,724.00	0.00	702,000.00	0.4234722
548	LINK	2000	819,770.00	0.00	564,506.72	0.688616
549	LIOYS	2005	598,482.00	0.00	181,500.00	0.3032673
550	LOGO	2006	3,301,808.00	1,449,000.00	0.00	0.4388505
551	LOGO	2005	9,587,224.00	0.00	5,190,046.78	0.5413503
552	LOGO	2000	1,041,297.00	0.00	805,000.00	0.7730743
553	LUKSK	2005	1,607,659.08	763,638.00	0.00	0.475
554	LUKSK	2003	545,257.00	0.00	312,631.00	0.5733645
555	MAALT	2002	948,111.00	0.00	427,500.00	0.4508966
556	MAALT	2001	1,060,420.00	0.00	427,500.00	0.4031422
557	METUR	2005	436,007.00	0.00	130,800.00	0.2999952
558	MIGRS	2007	552,875,000.00	0.00	105,494,952.25	0.1908116
559	MIGRS	2006	78,686,000.00	0.00	40,000,000.00	0.5083496
560	MIGRS	2005	73,705,000.00	20,655,000.00	0.00	0.2802388
561	MIGRS	2004	74,397,000.00	0.00	20,655,000.00	0.2776322
562	MIGRS	2003	71,165,000.00	0.00	17,901,000.00	0.2515422
563	MIGRS	2002	12,186,146.00	0.00	5,508,000.00	0.4519887
564	MIGRS	2001	17,775,501.00	0.00	4,590,000.00	0.2582206
565	MIGRS	2000	7,505,957.00	0.00	4,590,000.00	0.6115143
566	MIPAZ	2000	8,458,339.00	5,474,304.00	0.00	0.6472079
567	MMART	2005	1,498,625.00	1,392,102.00	0.00	0.9289195
568	MMART	2004	3,569,007.00	2,408,147.00	0.00	0.6747387
569	MNDRS	2006	12,636,435.00	3,000,000.00	0.00	0.2374087
570	MNDRS	2005	5,192,629.00	1,726,549.00	0.00	0.3325
571	MRBYO	2007	596,161.00	0.00	300,000.00	0.5032198
572	MRBYO	2006	91,260.00	0.00	60,000.00	0.6574622
573	MRDIN	2007	94,023,734.00	0.00	77,208,209.00	0.8211566
574	MRDIN	2006	89,067,160.00	0.00	73,577,170.00	0.8260864
575	MRDIN	2005	65,124,410.00	0.00	50,112,582.24	0.76949
576	MRDIN	2004	29,805,477.00	0.00	24,224,306.00	0.8127468
577	MRDIN	2002	14,348,559.00	0.00	11,960,666.70	0.8335796
578	MRDIN	2001	18,880,699.00	0.00	15,752,389.93	0.8343118
579	MRDIN	2000	9,571,365.00	0.00	7,859,092.07	0.8211046
580	MRSHL	2007	14,975,379.00	0.00	13,400,000.00	0.8948021
581	MRSHL	2006	16,413,712.00	0.00	9,611,712.00	0.5855904
582	MRSHL	2005	11,577,074.00	0.00	8,009,760.00	0.6918639
583	MRSHL	2003	3,848,715.00	0.00	1,731,840.00	0.4499788
584	MRSHL	2002	5,021,419.00	0.00	2,043,571.20	0.4069709
585	MRSHL	2001	1,808,859.00	0.00	1,626,463.49	0.8991654
586	MRSHL	2000	8,408,188.00	0.00	3,879,115.07	0.4613497
587	MUTLU	2005	1,111,313.00	0.00	567,000.00	0.5102073
588	MUTLU	2004	1,735,590.20	0.00	495,000.00	0.2852056

EK 2'nin devamıdır.

SIRA	HİSSE KODU	YIL	KAR (TL)	HİSSE SENEDİ OLARAK DAĞITILAN KAR PAYI	NAKİT OLARAK DAĞITILAN KAR PAYI	KAR ORANI
589	MUTLU	2003	1,780,604.00	0.00	360,000.00	0.2021786
590	MUTLU	2001	523,168.00	0.00	432,000.00	0.8257386
591	MUTLU	2000	781,934.00	0.00	270,000.00	0.3452977
592	MYZYO	2007	927,405.00	0.00	200,000.00	0.2156555
593	NETAS	2007	8,856,988.00	0.00	1,945,944.00	0.2197072
594	NETAS	2006	9,712,614.00	0.00	1,945,944.00	0.2003522
595	NETAS	2005	16,607,531.00	0.00	5,549,897.84	0.3341796
596	NETAS	2004	10,094,865.00	0.00	2,823,937.55	0.27974
597	NETAS	2002	15,661,459.00	0.00	7,913,505.60	0.5052853
598	NETAS	2001	13,474,998.00	0.00	6,750,000.00	0.5009277
599	NETAS	2000	17,753,887.00	0.00	4,540,536.00	0.2557488
600	NUHCM	2007	230,808,195.00	0.00	90,128,160.00	0.3904894
601	NUHCM	2006	146,537,562.00	0.00	60,085,440.00	0.4100344
602	NUHCM	2005	122,211,303.00	0.00	48,068,352.00	0.3933217
603	NUHCM	2004	34,405,610.00	0.00	19,527,768.00	0.5675751
604	NUHCM	2003	20,662,653.00	0.00	17,274,564.00	0.8360284
605	NUHCM	2002	26,860,850.00	0.00	17,274,564.00	0.6431131
606	NUHCM	2001	12,403,215.00	0.00	10,341,027.00	0.8337376
607	NUHCM	2000	6,910,803.81	0.00	5,031,988.70	0.7281336
608	OLMKS	2007	28,539,767.00	0.00	8,660,000.00	0.3034363
609	OLMKS	2006	19,110,637.00	0.00	8,802,675.00	0.4606165
610	OLMKS	2005	9,489,077.00	0.00	4,238,325.00	0.446653
611	OLMKS	2004	7,692,180.00	0.00	3,716,685.00	0.4831771
612	OLMKS	2002	8,942,083.00	0.00	4,281,508.26	0.4788044
613	OLMKS	2001	4,539,335.00	0.00	1,086,750.00	0.2394073
614	OLMKS	2000	2,542,799.00	0.00	1,016,400.00	0.399717
615	OTKAR	2007	37,572,934.00	0.00	30,000,000.00	0.7984471
616	OTKAR	2006	41,412,509.00	0.00	30,000,000.00	0.7244188
617	OTKAR	2005	9,355,484.00	0.00	9,600,000.00	1.0261361
618	OTKAR	2004	20,688,105.00	0.00	14,400,000.00	0.6960522
619	OTKAR	2002	6,128,102.00	0.00	4,537,127.30	0.7403805
620	OTKAR	2001	8,968,833.00	0.00	4,862,825.40	0.5421915
621	OYSAC	2006	47,774,896.00	0.00	41,262,243.75	0.8636805
622	OYSAC	2005	35,684,109.00	0.00	30,682,181.00	0.8598276
623	OZFIN	2001	1,128,864.00	0.00	883,661.49	0.7827883
624	PETUN	2007	30,408,191.00	0.00	18,200,700.00	0.598546
625	PETUN	2006	23,233,776.00	0.00	14,300,550.00	0.6155069
626	PETUN	2005	16,291,764.00	0.00	10,833,750.00	0.6649832
627	PETUN	2004	8,706,329.00	0.00	6,500,250.00	0.746612
628	PETUN	2000	3,410,217.00	0.00	3,593,425.79	1.0537235
629	PINSU	2007	8,336,924.00	0.00	5,984,394.00	0.717818
630	PINSU	2006	6,816,745.00	0.00	4,319,316.00	0.6336332

EK 2'nin devamıdır.

SIRA	HİSSE KODU	YIL	KAR (TL)	HİSSE SENEDİ OLARAK DAĞITILAN KAR PAYI	NAKİT OLARAK DAĞITILAN KAR PAYI	KAR ORANI
631	PINSU	2000	917,162.00	0.00	740,643.75	0.8075386
632	PNSUT	2007	39,660,157.00	0.00	31,016,225.00	0.78205
633	PNSUT	2006	28,585,922.00	0.00	19,778,463.00	0.6918952
634	PNSUT	2005	22,189,767.00	0.00	15,732,868.00	0.7090146
635	PNSUT	2004	5,073,191.00	0.00	4,045,595.00	0.7974458
636	PNSUT	2003	3,005,711.00	0.00	2,247,552.56	0.7477607
637	PNSUT	2001	2,788,486.00	0.00	2,478,694.71	0.8889034
638	PNSUT	2000	4,092,558.00	0.00	4,362,967.42	1.0660734
639	PRKAB	2007	17,083,505.00	0.00	7,862,400.00	0.4602334
640	PRKAB	2006	5,281,456.00	0.00	2,358,720.00	0.4466041
641	PRKAB	2004	1,724,072.00	0.00	1,572,480.00	0.9120733
642	PRKAB	2000	4,875,409.00	0.00	1,323,000.00	0.2713618
643	PRKTE	2007	19,786,372.00	3,840,000.00	0.00	0.194073
644	PRKTE	2006	31,706,936.00	0.00	6,240,000.00	0.1968024
645	PTOFS	2007	310,708,212.00	58,000,000.00	0.00	0.1866703
646	PTOFS	2006	230,115,954.00	44,292,287.00	0.00	0.1924781
647	PTOFS	2005	216,032,574.00	0.00	67,368,081.00	0.3118422
648	PTOFS	2004	248,595,053.00	72,450,000.00	0.00	0.2914378
649	PTOFS	2003	303,973,257.00	30,000,000.00	0.00	0.0986929
650	PTOFS	2000	72,559,118.00	0.00	62,500,000.00	0.8613666
651	RAYSG	2002	4,175,023.05	3,595,056.70	0.00	0.8610867
652	RAYSG	2000	2,770,064.00	2,377,683.00	0.00	0.8583495
653	RYSAS	2007	9,639,019.00	9,000,000.00	0.00	0.933705
654	SAHOL	2007	969,487,000.00	0.00	180,000,000.00	0.1856652
655	SAHOL	2006	494,049,000.00	0.00	180,000,000.00	0.3643363
656	SAHOL	2005	689,765,000.00	0.00	126,000,000.00	0.1826709
657	SAHOL	2004	724,132,000.00	0.00	120,000,000.00	0.1657156
658	SAHOL	2003	814,439,000.00	0.00	134,000,000.00	0.1645304
659	SAHOL	2002	73,988,221.00	0.00	40,000,000.00	0.5406266
660	SANKO	2001	28,512,347.00	0.00	25,650,538.00	0.8996291
661	SARKY	2007	20,879,108.00	0.00	11,764,705.00	0.5634678
662	SARKY	2006	35,153,453.00	0.00	11,764,706.00	0.3346672
663	SARKY	2005	10,087,353.00	0.00	5,555,556.00	0.5507447
664	SARKY	2004	11,653,998.00	0.00	5,000,000.00	0.4290373
665	SARKY	2003	3,980,399.00	0.00	2,000,000.00	0.5024622
666	SARKY	2002	10,630,207.00	0.00	4,500,000.00	0.423322
667	SARKY	2000	3,442,605.00	0.00	1,640,000.00	0.4763834
668	SASA	2000	15,124,209.00	0.00	11,391,800.00	0.7532163
669	SELEC	2007	161,577,039.00	0.00	62,100,000.00	0.3843368
670	SELEC	2006	97,286,103.00	65,277,116.98	0.00	0.6709809
671	SILVR	2006	3,061,534.00	0.00	1,600,000.00	0.5226138
672	SISE	2006	199,323,396.00	0.00	63,525,000.00	0.3187032

EK 2'nin devamıdır.

SIRA	HİSSE KODU	YIL	KAR (TL)	HİSSE SENEDİ OLARAK DAĞITILAN KAR PAYI	NAKİT OLARAK DAĞITILAN KAR PAYI	KAR ORANI
673	SISE	2004	186,892,777.00	0.00	30,492,000.00	0.1631524
674	SISE	2003	175,293,877.00	0.00	20,400,000.00	0.116376
675	SKBNK	2007	122,861,000.00	0.00	20,000,000.00	0.1627856
676	SKTAS	2007	10,615,561.00	0.00	3,600,000.00	0.3391248
677	SKTAS	2006	2,542,477.00	0.00	1,800,000.00	0.707971
678	SKTAS	2005	1,533,580.00	0.00	480,000.00	0.3129931
679	SKTAS	2004	8,481,234.00	0.00	4,800,000.00	0.5659554
680	SKTAS	2003	7,891,180.00	0.00	4,800,000.00	0.608274
681	SODA	2007	15,546,064.00	8,057,345.00	0.00	0.5182884
682	SODA	2006	65,203,999.00	0.00	15,657,500.00	0.240131
683	SODA	2005	12,740,556.00	0.00	7,828,750.00	0.6144748
684	SODA	2002	12,564,124.00	0.00	6,263,000.00	0.4984828
685	SODA	2001	22,466,764.00	0.00	19,058,130.00	0.848281
686	SODA	2000	4,959,959.00	0.00	4,213,400.00	0.8494828
687	TACYO	2003	1,893,796.00	0.00	1,995,000.00	1.0534398
688	TACYO	2001	6,232,481.00	0.00	3,092,250.00	0.4961507
689	TACYO	2000	1,777,575.00	0.00	4,788,000.00	2.6935572
690	TATKS	2002	11,140,760.00	0.00	4,436,587.20	0.3982302
691	TATKS	2001	8,421,366.00	0.00	4,371,360.45	0.5190797
692	TBORG	2000	1,320,962.00	0.00	1,426,411.86	1.0798281
693	TCELL	2007	1,758,625,000.00	0.00	648,713,951.00	0.3688757
694	TCELL	2006	1,270,352,000.00	0.00	567,039,784.00	0.4463643
695	TEBNK	2005	78,717,000.00	0.00	18,742,634.00	0.2381015
696	TEBNK	2004	33,800,000.00	0.00	9,414,945.00	0.2785487
697	TEBNK	2003	50,902,000.00	0.00	14,018,287.50	0.2753976
698	TEBNK	2002	18,514,000.00	0.00	16,104,924.30	0.8698782
699	TEKFK	2001	2,422,426.08	1,900,000.00	0.00	0.7843377
700	TEKFK	2000	2,486,111.00	2,359,800.00	0.00	0.9491933
701	TEKST	2000	17,921,000.00	14,040,757.54	0.00	0.7834807
702	TIRE	2006	2,749,513.00	0.00	3,300,000.00	1.2002125
703	TIRE	2005	3,515,733.00	0.00	3,000,000.00	0.8533071
704	TIRE	2004	3,713,026.00	0.00	3,000,000.00	0.8079663
705	TIRE	2003	-2,982,315.12	0.00	2,500,000.00	-0.8382749
706	TIRE	2002	4,554,868.00	0.00	2,000,000.00	0.4390907
707	TIRE	2001	4,573,673.00	0.00	1,520,746.34	0.3325
708	TIRE	2000	2,666,998.00	0.00	1,266,824.24	0.4750001
709	TKBNK	2007	43,088,000.00	0.00	8,187,200.00	0.1900111
710	TKBNK	2006	156,149,000.00	0.00	122,350,000.00	0.7835465
711	TKBNK	2005	26,526,000.00	0.00	8,859,981.00	0.3340112
712	TKBNK	2001	16,852,000.00	0.00	15,009,401.71	0.89066
713	TKBNK	2000	14,348,449.00	0.00	3,750,000.00	0.2613523
714	TKFEN	2007	279,257,000.00	0.00	19,279,426.48	0.0690383

EK 2'nin devamıdır.

SIRA	HİSSE KODU	YIL	KAR (TL)	HİSSE SENEDİ OLARAK DAĞITILAN KAR PAYI	NAKİT OLARAK DAĞITILAN KAR PAYI	KAR ORANI
715	TOASO	2007	175,819,000.00	0.00	90,000,000.00	0.5118901
716	TOASO	2006	81,875,000.00	0.00	60,000,000.00	0.7328244
717	TOASO	2005	141,845,000.00	0.00	50,000,000.00	0.3524974
718	TOASO	2004	33,697,000.00	0.00	30,000,000.00	0.890287
719	TRCAS	2007	107,552,724.00	0.00	31,185,000.00	0.2899508
720	TRCAS	2006	257,592,787.00	0.00	31,374,000.00	0.1217969
721	TRCAS	2005	46,518,000.00	0.00	40,425,000.00	0.8690184
722	TRCAS	2004	19,435,471.00	5,539,109.00	0.00	0.285
723	TRKCM	2007	173,512,788.00	57,381,832.00	0.00	0.3307066
724	TRKCM	2006	144,522,567.00	0.00	67,442,022.00	0.4666539
725	TRKCM	2005	82,925,000.00	0.00	64,866,000.00	0.7822249
726	TRKCM	2004	102,915,773.00	0.00	70,556,000.00	0.6855703
727	TRKCM	2003	87,273,614.00	0.00	56,217,200.00	0.6441489
728	TRKCM	2002	63,249,864.00	0.00	44,844,800.00	0.7090102
729	TRKCM	2001	52,533,898.00	0.00	41,946,500.00	0.7984654
730	TRKCM	2000	18,203,231.00	0.00	14,771,680.00	0.8114867
731	TSKB	2007	147,481,000.00	84,000,000.00	0.00	0.5695649
732	TSKB	2006	106,402,000.00	50,000,000.00	0.00	0.469916
733	TSKB	2005	100,025,000.00	55,000,000.00	0.00	0.5498625
734	TSKB	2004	47,137,000.00	29,213,500.00	0.00	0.6197573
735	TSKB	2003	40,850,000.00	28,484,316.71	0.00	0.6972905
736	TSKB	2001	20,638,400.00	2,310,000.00	0.00	0.1119273
737	TSKB	2000	10,414,000.00	7,910,000.00	0.00	0.7595544
738	TSKYO	2007	2,131,497.00	0.00	900,000.00	0.4222385
739	TSKYO	2005	5,294,291.00	3,600,000.00	0.00	0.6799777
740	TSKYO	2004	361,089.00	270,000.00	0.00	0.7477381
741	TSKYO	2001	453,159.00	0.00	247,500.00	0.5461659
742	TSPOR	2007	26,884,568.00	4,622,261.20	0.00	0.1719299
743	TSPOR	2006	31,192,128.00	0.00	27,673,457.00	0.8871936
744	TSPOR	2005	25,025,650.00	0.00	21,521,930.00	0.8599948
745	TTRAK	2007	91,066,245.00	0.00	94,000,000.00	1.0322156
746	TTRAK	2006	113,772,996.00	0.00	107,000,200.00	0.940471
747	TTRAK	2005	93,663,165.00	0.00	94,000,000.00	1.0035962
748	TTRAK	2004	86,119,182.00	0.00	47,000,000.00	0.5457553
749	TUDDF	2006	41,023,614.00	9,000,000.00	0.00	0.2193858
750	TUDDF	2005	28,606,583.00	0.00	15,750,000.00	0.5505726
751	TUDDF	2004	25,076,513.00	0.00	15,000,000.00	0.5981693
752	TUDDF	2002	13,715,699.00	0.00	2,000,000.00	0.1458183
753	TUKAS	2002	1,547,832.00	1,470,440.85	0.00	0.9500003
754	TUKAS	2001	3,327,736.00	3,161,349.07	0.00	0.95
755	TUPRS	2007	1,298,039,000.00	0.00	1,048,004,352.00	0.8073751
756	TUPRS	2006	822,430,000.00	0.00	659,729,382.40	0.8021709

EK 2'nin devamıdır.

SIRA	HİSSE KODU	YIL	KAR (TL)	HİSSE SENEDİ OLARAK DAĞITILAN KAR PAYI	NAKİT OLARAK DAĞITILAN KAR PAYI	KAR ORANI
757	TUPRS	2005	658,440,381.00	0.00	484,868,221.00	0.736389
758	TUPRS	2004	659,247,258.00	0.00	532,024,358.00	0.8070179
759	TUPRS	2003	412,850,650.00	0.00	356,259,658.84	0.8629262
760	TUPRS	2002	173,903,848.00	0.00	149,939,887.34	0.8621999
761	TUPRS	2001	188,633,258.00	0.00	139,401,932.00	0.7390104
762	TUPRS	2000	242,982,184.00	0.00	217,748,323.30	0.8961493
763	UCAK	2006	92,710,955.00	0.00	84,666,915.00	0.9132353
764	UCAK	2005	27,480,663.00	0.00	23,380,309.00	0.8507913
765	UCAK	2004	19,238,683.00	0.00	17,133,074.00	0.8905534
766	UCAK	2003	15,704,751.00	0.00	3,526,423.00	0.224545
767	UCAK	2002	21,721,844.00	0.00	18,600,679.35	0.8563122
768	UCAK	2001	24,979,374.00	0.00	24,979,376.52	1.0000001
769	UCAK	2000	8,746,683.00	0.00	5,052,500.00	0.5776475
770	ULKER	2007	116,054,667.00	0.00	24,341,241.00	0.2097394
771	ULKER	2006	88,830,435.00	0.00	24,150,000.00	0.2718663
772	ULKER	2005	66,226,253.00	0.00	21,000,000.00	0.3170948
773	ULKER	2004	55,646,845.00	0.00	20,000,000.00	0.3594094
774	UNYEC	2007	87,889,025.00	0.00	75,004,354.29	0.8533984
775	UNYEC	2006	80,199,174.00	0.00	77,472,647.00	0.9660031
776	UNYEC	2005	67,237,053.00	0.00	23,488,909.00	0.3493447
777	UNYEC	2001	14,917,383.00	13,425,644.41	0.00	0.9
778	UNYEC	2000	11,251,494.00	10,126,345.01	0.00	0.9
779	UZEL	2006	22,267,612.00	10,005,000.00	0.00	0.4493073
780	UZEL	2004	20,127,514.00	0.00	2,951,475.00	0.1466388
781	VAKBN	2007	1,030,700,000.00	0.00	142,200,000.00	0.1379645
782	VAKBN	2006	769,730,000.00	0.00	384,864,826.48	0.4999998
783	VAKBN	2005	535,170,000.00	0.00	399,352,105.42	0.7462154
784	VAKFN	2001	975,326.00	750,000.00	0.00	0.7689737
785	VAKFN	2000	3,235,645.00	2,350,000.00	0.00	0.7262849
786	VARYO	2007	1,554,767.60	0.00	346,315.34	0.2227441
787	VARYO	2006	360,721.00	0.00	313,117.81	0.8680332
788	VESBE	2007	73,668,039.00	0.00	51,500,861.00	0.6990937
789	VESBE	2006	64,291,271.00	0.00	30,736,267.57	0.4780784
790	VKFRS	2001	581,259.00	0.00	495,000.00	0.8515997
791	VKFYT	2007	2,227,516.00	0.00	543,054.56	0.2437938
792	VKFYT	2005	2,104,114.00	0.00	507,808.00	0.2413405
793	VKGYO	2007	5,197,226.75	820,000.00	0.00	0.1577765
794	VKGYO	2006	4,522,192.00	1,680,000.00	0.00	0.3715013
795	VKGYO	2005	6,144,755.00	1,800,000.00	0.00	0.2929328
796	VKGYO	2004	984,654.00	300,000.00	0.00	0.3046756
797	VKGYO	2001	1,772,432.00	624,000.00	0.00	0.3520586
798	VKGYO	2000	1,254,988.00	875,208.50	0.00	0.697384

EK 2'nin devamıdır.

SIRA	HİSSE KODU	YIL	KAR (TL)	HİSSE SENEDİ OLARAK DAĞITILAN KAR PAYI	NAKİT OLARAK DAĞITILAN KAR PAYI	KAR ORANI
799	YATAS	2000	2,265,201.00	0.00	121,500.00	0.0536376
800	YAZIC	2007	242,244,969.00	0.00	32,000,000.00	0.1320977
801	YAZIC	2006	156,745,411.00	0.00	21,000,000.00	0.1339752
802	YAZIC	2005	181,445,580.00	0.00	26,000,000.00	0.1432937
803	YAZIC	2004	134,881,546.00	0.00	22,750,000.00	0.1686665
804	YAZIC	2003	121,516,738.00	0.00	14,195,656.86	0.1168206
805	YAZIC	2002	2,145,058.00	0.00	4,095,003.84	1.9090411
806	YAZIC	2000	6,288,933.00	0.00	1,050,000.00	0.16696
807	YKBNK	2000	256,146,000.00	65,203,206.74	0.00	0.2545549
808	YKFIN	2007	131,875,660.00	0.00	69,576,185.90	0.5275893
809	YKFIN	2006	111,942,076.00	0.00	55,454,545.45	0.4953861
810	YKFIN	2003	57,620,310.00	54,000,000.00	0.00	0.9371696
811	YKRYO	2006	4,217,461.00	0.00	1,635,911.00	0.38789
812	YKRYO	2005	10,690,252.00	5,273,655.00	0.00	0.4933144
813	YKRYO	2004	2,433,559.00	0.00	1,005,600.00	0.413222
814	YKRYO	2001	5,657,152.00	0.00	4,662,000.00	0.8240896
815	YKRYO	2000	1,620,546.00	0.00	999,000.00	0.6164589
816	YKSGR	2007	25,356,896.00	0.00	10,000,000.00	0.39437
817	YKSGR	2006	19,463,854.00	0.00	1,290,160.00	0.0662849
818	YKSGR	2004	7,520,327.00	0.00	2,400,000.00	0.3191351
819	YKSGR	2003	298,590.00	0.00	60,000.00	0.2009444
820	YKSGR	2002	15,714,860.00	13,500,000.00	0.00	0.8590595
821	YKSGR	2001	15,691,661.00	13,500,000.00	0.00	0.8603296
822	YKSGR	2000	11,837,465.00	10,500,000.00	0.00	0.8870142
823	YTFYO	2005	1,588,992.00	0.00	300,000.00	0.1887989
824	YUNSA	2006	11,402,236.00	0.00	5,394,600.00	0.4731177
825	YUNSA	2005	6,733,526.00	0.00	5,832,000.00	0.8661138
826	YUNSA	2004	5,771,059.00	0.00	2,711,880.00	0.4699103
827	YUNSA	2002	8,874,252.00	0.00	6,724,257.91	0.7577267
828	YUNSA	2001	1,166,360.00	0.00	1,040,025.93	0.8916852
829	YUNSA	2000	1,406,248.00	0.00	1,209,537.80	0.860117
830	ZOREN	2004	15,283,871.00	0.00	2,969,352.00	0.1942801
831	ZOREN	2003	28,776,076.00	1,665,350.00	0.00	0.0578727

EK 3: Hisse Senetlerinin 2000-2007 Yılları ve Arası Kapanış Fiyatları

SIRA	HİSSE KODU	YIL	KAPANIŞ FİYATI	SIRA	HİSSE KODU	YIL	KAPANIŞ FİYATI
1	ABANA	2001	10.5840	45	AKBNK	2005	11.0000
2	ABANA	2000	0.4983	46	AKBNK	2004	6.7017
3	ACIBD	2006	152.0000	47	AKBNK	2003	4.6874
4	ACIBD	2005	125.0000	48	AKBNK	2002	2.3565
5	ACIBD	2004	44.9030	49	AKBNK	2000	1.0983
6	ACIBD	2003	15.8650	50	AKCNS	2007	7.2000
7	ACIBD	2002	0.4898	51	AKCNS	2006	8.5000
8	ACIBD	2000	0.5199	52	AKCNS	2005	8.2000
9	ADANA	2007	7.2500	53	AKCNS	2004	4.4652
10	ADANA	2006	7.8000	54	AKCNS	2003	3.6585
11	ADANA	2005	9.6179	55	AKCNS	2002	1.9300
12	ADANA	2004	3.2383	56	AKCNS	2001	1.8958
13	ADANA	2002	1.3313	57	AKCNS	2000	1.3932
14	ADANA	2001	1.0584	58	AKENR	2002	5.8173
15	ADANA	2000	0.4983	59	AKENR	2001	8.6856
16	ADEL	2007	5.8000	60	AKGRT	2007	6.7500
17	ADEL	2006	6.4500	61	AKGRT	2006	5.3500
18	ADEL	2005	5.4000	62	AKGRT	2005	10.3000
19	ADEL	2004	2.4489	63	AKGRT	2004	5.0994
20	ADEL	2002	1.7117	64	AKGRT	2003	4.3015
21	ADEL	2001	1.2538	65	AKGRT	2002	1.7724
22	ADEL	2000	1.0515	66	AKGRT	2000	1.7284
23	AEFES	2007	12.9000	67	AKMGY	2007	38.7500
24	AEFES	2006	43.7500	68	AKMGY	2006	37.5000
25	AEFES	2005	37.7500	69	AKMGY	2005	46.0000
26	AEFES	2004	27.2500	70	AKSA	2006	3.6400
27	AEFES	2003	16.9720	71	AKSA	2004	14.7258
28	AEFES	2002	9.8417	72	AKSA	2000	6.1333
29	AEFES	2000	6.8501	73	AKSUE	2004	4.1495
30	AFMAS	2006	4.6600	74	AKSUE	2002	1.6357
31	AFMAS	2005	4.7400	75	AKSUE	2001	2.7468
32	AFMAS	2004	3.3072	76	AKSUE	2000	2.6114
33	AFYON	2007	1040.0000	77	AKYO	2007	1.6300
34	AFYON	2006	1165.0000	78	AKYO	2006	1.7300
35	AFYON	2005	1280.0000	79	ALARK	2007	3.6000
36	AFYON	2000	48.0313	80	ALARK	2006	3.5800
37	AGYO	2007	2.1500	81	ALARK	2005	57.0000
38	AGYO	2006	1.4700	82	ALARK	2002	18.0903
39	AGYO	2005	2.0500	83	ALARK	2001	28.0283
40	AGYO	2004	0.7463	84	ALARK	2000	21.3079
41	AGYO	2002	0.2939	85	ALBRK	2007	6.2000
42	AKALT	2001	6.5912	86	ALCAR	2007	14.0000
43	AKBNK	2007	8.8000	87	ALCAR	2006	16.9000
44	AKBNK	2006	8.6000	88	ALCAR	2005	15.1000

EK 3'ün devamıdır.

SIRA	HİSSE KODU	YIL	KAPANIŞ FİYATI	SIRA	HİSSE KODU	YIL	KAPANIŞ FİYATI
89	ALCAR	2004	10.3400	133	ARENA	2007	3.7800
90	ALCAR	2002	7.2312	134	ARENA	2006	3.3400
91	ALCAR	2001	6.7301	135	ARENA	2005	4.0400
92	ALGYO	2007	26.5000	136	ARENA	2002	0.7569
93	ALGYO	2006	24.9000	137	ARFYO	2007	1.0600
94	ALGYO	2005	67.0000	138	ARFYO	2005	2.3900
95	ALGYO	2002	13.2735	139	ARMDA	2007	2.2600
96	ALGYO	2001	17.1416	140	ASELS	2006	24.3000
97	ALGYO	2000	7.9325	141	ASELS	2005	31.2500
98	ALKA	2002	1.0648	142	ASELS	2004	11.0567
99	ALKA	2001	0.4999	143	ASELS	2002	13.6686
100	ALKIM	2007	7.2500	144	ASELS	2002	13.6686
101	ALKIM	2006	4.6600	145	ASELS	2000	4.5405
102	ALKIM	2005	6.0500	146	ASLAN	2007	71.5000
103	ALKIM	2004	3.7921	147	ASLAN	2006	64.5000
104	ALKIM	2003	2.8077	148	ASLAN	2005	74.0000
105	ALKIM	2002	2.0219	149	ASUZU	2007	9.2500
106	ALKIM	2001	1.8849	150	ASUZU	2006	13.4000
107	ALKIM	2000	0.9852	151	ASUZU	2005	18.7000
108	ALNTF	2000	0.5051	152	ASUZU	2004	10.1225
109	ALTIN	2005	2.1200	153	ATAYO	2005	15.7000
110	ALYAG	2000	1.4712	154	ATAYO	2001	2.6629
111	ANACM	2007	2.8000	155	ATEKS	2004	2.7248
112	ANACM	2006	5.6000	156	ATEKS	2003	1.7697
113	ANACM	2005	6.0500	157	ATEKS	2001	4.9894
114	ANACM	2004	4.3759	158	ATLAS	2007	1.3300
115	ANACM	2003	2.2762	159	ATLAS	2005	7.3000
116	ANACM	2002	0.7244	160	ATLAS	2001	1.6333
117	ANACM	2000	0.3959	161	ATSYO	2007	1.0800
118	ANELT	2007	3.1200	162	ATSYO	2005	3.0000
119	ANELT	2006	3.1000	163	ATSYO	2003	1.1194
120	ANELT	2005	6.6000	164	AVIVA	2007	18.5000
121	ANHYT	2006	4.8600	165	AVIVA	2006	14.8000
122	ANHYT	2003	1.5264	166	AVIVA	2001	6.2621
123	ANHYT	2002	0.5386	167	AVRSY	2005	1.8800
124	ANHYT	2001	0.8541	168	AYEN	2004	2.0667
125	ANSGR	2003	1.0454	169	AYEN	2001	1.4635
126	ANSGR	2002	0.5815	170	AYEN	2000	0.9596
127	ANSGR	2001	0.6455	171	AYGAZ	2007	5.2500
128	ARCLK	2007	3.7800	172	AYGAZ	2005	6.0500
129	ARCLK	2006	3.3400	173	AYGAZ	2004	3.1010
130	ARCLK	2005	4.0400	174	AYGAZ	2003	3.5332
131	ARCLK	2004	1.5784	175	AYGAZ	2002	2.5285
132	ARCLK	2001	1.0017	176	AYGAZ	2000	2.1457

EK 3'ün devamıdır.

SIRA	HİSSE KODU	YIL	KAPANIŞ FİYATI	SIRA	HİSSE KODU	YIL	KAPANIŞ FİYATI
177	BAGFS	2007	69.0000	221	BRYAT	2006	4.4800
178	BAGFS	2006	27.7500	222	BRYAT	2005	5.5000
179	BAGFS	2005	49.5000	223	BRYAT	2004	3.8000
180	BAGFS	2004	23.0006	224	BRYAT	2003	2.2241
181	BAGFS	2002	15.0271	225	BSHEV	2005	29.5000
182	BAGFS	2001	13.6323	226	BSHEV	2004	27.4033
183	BAGFS	2000	8.6252	227	BSHEV	2003	18.2063
184	BANVT	2000	1.3205	228	BSHEV	2000	12.4733
185	BEKO	2000	0.5400	229	BSOKE	2007	2.9400
186	BFREN	2000	10.8354	230	BSOKE	2006	3.3200
187	BIMAS	2006	75.0000	231	BSOKE	2005	3.4000
188	BIMAS	2005	33.5000	232	BSOKE	2004	1.0699
189	BJKAS	2003	1.3258	233	BSOKE	2003	0.6518
190	BJKAS	2002	0.9335	234	BSOKE	2002	0.5996
191	BOLUC	2007	2.2900	235	BSOKE	2001	0.6087
192	BOLUC	2006	2.8200	236	BTCIM	2007	10.4000
193	BOLUC	2005	3.0600	237	BTCIM	2006	8.0000
194	BOLUC	2004	1.1147	238	BTCIM	2005	7.4300
195	BOLUC	2002	0.6343	239	BTCIM	2004	2.7022
196	BOLUC	2001	0.5421	240	BTCIM	2003	2.0252
197	BOLUC	2000	0.2517	241	BTCIM	2002	2.2050
198	BOSSA	2007	1.6100	242	BTCIM	2001	1.7798
199	BOSSA	2006	2.1100	243	BTCIM	2000	0.8947
200	BOSSA	2005	1.3000	244	BUCIM	2007	11.0000
201	BOSSA	2004	1.0301	245	BUCIM	2006	11.2200
202	BOSSA	2002	0.9438	246	BUCIM	2005	18.8000
203	BOSSA	2001	0.6606	247	BUCIM	2004	7.0117
204	BOSSA	2000	0.1901	248	BUCIM	2003	5.0093
205	BRISA	2007	76.5000	249	BUCIM	2002	4.9595
206	BRISA	2006	90.0000	250	BUCIM	2001	4.4835
207	BRISA	2005	95.0000	251	BUMYO	2007	0.9600
208	BRISA	2004	70.0153	252	BUMYO	2005	1.5800
209	BRISA	2002	26.5535	253	CCOLA	2007	13.3000
210	BRISA	2001	25.0252	254	CCOLA	2006	10.7000
211	BRISA	2000	14.9711	255	CELHA	2002	1.2831
212	BRSAN	2007	10.2000	256	CEMTS	2007	1.8500
213	BRSAN	2006	12.7500	257	CEMTS	2006	2.6600
214	BRSAN	2005	11.4000	258	CEMTS	2005	5.7500
215	BRSAN	2004	10.6264	259	CEMTS	2004	2.9611
216	BRSAN	2003	4.5050	260	CIMSA	2007	8.6000
217	BRSAN	2002	2.7579	261	CIMSA	2006	9.1000
218	BRSAN	2001	2.2945	262	CIMSA	2005	9.5500
219	BRSAN	2000	1.6517	263	CIMSA	2004	4.3013
220	BRYAT	2007	3.9000	264	CIMSA	2003	2.9516

EK 3'ün devamıdır.

SIRA	HİSSE KODU	YIL	KAPANIŞ FİYATI	SIRA	HİSSE KODU	YIL	KAPANIŞ FİYATI
265	CIMSA	2002	1.5917	309	DOBUR	2003	2.5439
266	CIMSA	2001	1.4890	310	DOBUR	2002	1.0188
267	CIMSA	2000	0.7640	311	DOBUR	2000	1.4555
268	CLEBI	2007	19.7000	312	DOHOL	2005	4.4000
269	CLEBI	2006	24.4000	313	DOHOL	2000	1.5303
270	CLEBI	2005	20.1000	314	DOKTS	2007	3.8400
271	CLEBI	2003	6.0333	315	DOKTS	2006	4.4000
272	CLEBI	2002	4.5137	316	DOKTS	2005	2.2600
273	CLEBI	2001	6.7615	317	DOKTS	2004	1.9453
274	CLEBI	2000	2.2621	318	DYHOL	2004	3.1780
275	CMBTN	2000	5.1452	319	DYHOL	2002	0.9780
276	CMENT	2007	14.0000	320	DYHOL	2001	0.8174
277	CMENT	2004	6.9177	321	DYHOL	2000	1.0934
278	CMENT	2003	4.8363	322	DYOBYS	2000	0.5409
279	CMENT	2000	2.7660	323	ECBYO	2007	0.9700
280	CMLOJ	2006	7.7500	324	ECBYO	2005	1.5700
281	CMLOJ	2005	10.6000	325	ECILC	2007	5.3000
282	DENCM	2001	3.5539	326	ECILC	2004	2.3786
283	DENTA	2006	2.3100	327	ECILC	2003	1.3124
284	DENTA	2005	2.2500	328	ECZYT	2007	4.4600
285	DENTA	2001	0.8503	329	ECZYT	2006	4.7000
286	DENTA	2000	0.5687	330	ECZYT	2004	3.1032
287	DERIM	2007	4.1200	331	ECZYT	2002	1.2841
288	DERIM	2006	3.4000	332	EGCYO	2005	2.9600
289	DESA	2005	1.4800	333	EGCYO	2004	2.0732
290	DESA	2004	1.1235	334	EGCYO	2001	0.9662
291	DEVA	2005	9.1500	335	EGEEN	2007	13.0000
292	DEVA	2004	1.6019	336	EGEEN	2006	14.9000
293	DGATE	2006	3.2200	337	EGEEN	2001	5.9491
294	DGZTE	2007	3.3200	338	EGGUB	2007	50.0000
295	DITAS	2006	6.0000	339	EGGUB	2006	24.4000
296	DITAS	2005	86.5000	340	EGGUB	2005	31.5000
297	DITAS	2000	12.0824	341	EGGUB	2004	21.1756
298	DMSAS	2007	1.7100	342	EGGUB	2003	7.3465
299	DMSAS	2006	1.2500	343	EGGUB	2000	2.9071
300	DMSAS	2005	1.6200	344	EGPRO	2007	3.9800
301	DMSAS	2004	0.5499	345	EGPRO	2006	4.5000
302	DNZYO	2007	1.6800	346	EGPRO	2005	6.4500
303	DOAS	2007	8.4500	347	EMNIS	2003	2.0780
304	DOAS	2006	5.7000	348	ENKAI	2003	11.9942
305	DOAS	2005	6.8500	349	ENKAI	2002	6.7367
306	DOAS	2004	3.9398	350	ERBOS	2007	10.0000
307	DOBUR	2007	3.1000	351	ERBOS	2006	6.1500
308	DOBUR	2004	4.1332	352	ERBOS	2003	4.2294

EK 3'ün devamıdır.

SIRA	HİSSE KODU	YIL	KAPANIŞ FİYATI	SIRA	HİSSE KODU	YIL	KAPANIŞ FİYATI
353	ERBOS	2002	3.1837	397	FROTO	2006	11.4000
354	ERBOS	2001	2.9464	398	FROTO	2005	11.8000
355	EREGL	2005	8.9500	399	FROTO	2005	11.8000
356	EREGL	2004	5.2860	400	FROTO	2004	7.8006
357	EREGL	2003	3.5243	401	FROTO	2004	7.8006
358	EVNYO	2007	0.9100	402	FROTO	2004	7.8006
359	EVNYO	2006	0.9300	403	FROTO	2003	6.5842
360	EVNYO	2005	1.3600	404	FROTO	2003	6.5842
361	FENER	2007	3.3000	405	FROTO	2000	1.9261
362	FENER	2006	21.8000	406	FVORI	2007	3.3600
363	FENER	2005	20.8000	407	GARAN	2006	4.6800
364	FENER	2004	9.3311	408	GARAN	2005	4.9000
365	FENIS	2007	1.6400	409	GARFA	2007	4.3600
366	FENIS	2006	2.9200	410	GARFA	2006	4.2000
367	FFKRL	2007	3.8200	411	GARFA	2005	3.5000
368	FFKRL	2004	1.5359	412	GDKYO	2007	1.1900
369	FFKRL	2000	0.2867	413	GDKYO	2006	0.9500
370	FINBN	2007	5.3000	414	GDKYO	2005	2.0300
371	FINBN	2006	5.9000	415	GENTS	2007	1.4700
372	FINBN	2005	6.0000	416	GENTS	2006	1.7300
373	FINBN	2004	1.5029	417	GENTS	2005	3.2800
374	FINBN	2003	0.7027	418	GENTS	2004	1.5597
375	FINBN	2002	0.2914	419	GENTS	2001	0.9909
376	FINBN	2000	0.2103	420	GOLTS	2006	59.0000
377	FMIZP	2007	845.0000	421	GOLTS	2005	51.0000
378	FMIZP	2006	1160.0000	422	GOLTS	2004	15.8894
379	FMIZP	2005	1010.0000	423	GOLTS	2003	6.3913
380	FMIZP	2004	470.1795	424	GOLTS	2002	1.8179
381	FMIZP	2002	164.5654	425	GOLTS	2001	4.0810
382	FMIZP	2001	67.8874	426	GOLTS	2000	2.0132
383	FMIZP	2000	27.5097	427	GRNYO	2007	1.4000
384	FNSYO	2007	1.2200	428	GRNYO	2006	1.8700
385	FNSYO	2006	1.4800	429	GRNYO	2005	2.2100
386	FNSYO	2005	2.1500	430	GRNYO	2002	0.1984
387	FNSYO	2002	0.4333	431	GSDHO	2004	0.5287
388	FNSYO	2001	0.5332	432	GSDHO	2000	0.9680
389	FORTS	2007	2.2900	433	GSRAY	2006	71.5000
390	FORTS	2005	6.6500	434	GSRAY	2005	117.0000
391	FORTS	2004	2.5400	435	GSRAY	2004	62.9475
392	FORTS	2002	0.4837	436	GSRAY	2003	27.8783
393	FORTS	2000	0.2315	437	GSRAY	2002	14.7125
394	FROTO	2007	12.0000	438	GUBRF	2007	8.5000
395	FROTO	2007	12.0000	439	GUBRF	2006	3.5200
396	FROTO	2006	11.4000	440	GUBRF	2004	2.4998

EK 3'ün devamıdır.

SIRA	HİSSE KODU	YIL	KAPANIŞ FİYATI	SIRA	HİSSE KODU	YIL	KAPANIŞ FİYATI
441	GUBRF	2002	0.9838	485	ISGYO	2005	2.9600
442	GUBRF	2000	0.7702	486	ISGYO	2004	1.8655
443	GUSGR	2007	1.8300	487	ISGYO	2000	1.1773
444	GUSGR	2005	3.3200	488	ISMEN	2007	2.7000
445	GUSGR	2004	1.5889	489	ISYAT	2007	2.8800
446	GUSGR	2002	0.7558	490	ISYAT	2005	4.5000
447	GUSGR	2001	0.6219	491	ISYAT	2004	3.0004
448	GUSGR	2000	0.5075	492	ISYAT	2002	0.6860
449	HALKB	2007	11.4000	493	ISYAT	2001	0.7613
450	HDFYO	2005	1.5900	494	IZMDC	2007	2.6200
451	HEKTS	2007	1.1600	495	IZMDC	2006	7.3500
452	HEKTS	2006	1.0300	496	IZOCM	2007	16.9000
453	HEKTS	2005	1.3300	497	IZOCM	2006	16.6000
454	HEKTS	2004	0.8400	498	IZOCM	2005	8.8500
455	HEKTS	2002	0.4326	499	IZOCM	2004	2.9593
456	HEKTS	2001	0.4890	500	IZOCM	2003	1.7868
457	HURGZ	2007	3.6000	501	IZOCM	2002	0.9842
458	HURGZ	2005	5.3000	502	IZOCM	2001	1.1022
459	HURGZ	2004	3.1412	503	KAPLM	2006	9.8500
460	HURGZ	2003	2.8330	504	KAREL	2007	2.6600
461	HURGZ	2002	1.4653	505	KAREL	2006	3.8200
462	HURGZ	2001	0.9901	506	KARSN	2000	5.1290
463	HURGZ	2000	0.5821	507	KARTN	2007	67.0000
464	IBTYO	2007	0.9300	508	KARTN	2006	149.0000
465	IBTYO	2005	1.2100	509	KARTN	2005	185.0000
466	IDAS	2004	2.0179	510	KARTN	2004	147.1821
467	IHLAS	2004	1.0871	511	KARTN	2003	86.8635
468	INDES	2007	1.8900	512	KARTN	2002	44.3394
469	INDES	2005	2.4900	513	KARTN	2001	44.2727
470	INDES	2004	3.9841	514	KARTN	2000	28.9627
471	ISBTR	2007	1090.0000	515	KAVPA	2001	2.5102
472	ISBTR	2006	1300.0000	516	KAVPA	2000	2.1679
473	ISBTR	2005	1685.0000	517	KCHOL	2007	5.9500
474	ISBTR	2004	713.8739	518	KCHOL	2006	5.5000
475	ISBTR	2003	539.7389	519	KCHOL	2005	6.3500
476	ISBTR	2002	332.6858	520	KCHOL	2004	6.0786
477	ISBTR	2000	536.4598	521	KCHOL	2003	5.6941
478	ISFIN	2007	2.2000	522	KCHOL	2002	3.4249
479	ISFIN	2006	2.6000	523	KCHOL	2001	3.7723
480	ISFIN	2005	7.1000	524	KENT	2007	40.7500
481	ISFIN	2004	2.3500	525	KENT	2006	39.0000
482	ISGSY	2007	2.8200	526	KENT	2005	46.0000
483	ISGYO	2007	1.7300	527	KENT	2004	28.4338
484	ISGYO	2006	2.9000	528	KIPA	2004	20.5305

EK 3'ün devamıdır.

SIRA	HİSSE KODU	YIL	KAPANIŞ FİYATI	SIRA	HİSSE KODU	YIL	KAPANIŞ FİYATI
529	KIPA	2003	17.4953	573	MRDIN	2007	6.7000
530	KIPA	2002	11.4848	574	MRDIN	2006	7.3000
531	KIPA	2000	3.1001	575	MRDIN	2005	7.2500
532	KONYA	2007	51.5000	576	MRDIN	2004	2.7071
533	KONYA	2006	73.5000	577	MRDIN	2002	1.0702
534	KONYA	2005	88.0000	578	MRDIN	2001	0.8346
535	KONYA	2004	38.8326	579	MRDIN	2000	0.3693
536	KONYA	2003	15.9810	580	MRS HL	2007	15.5000
537	KONYA	2002	9.7926	581	MRS HL	2006	25.2000
538	KONYA	2000	5.1633	582	MRS HL	2005	31.2300
539	KORDS	2005	4.6600	583	MRS HL	2003	12.9520
540	KORDS	2004	2.3302	584	MRS HL	2002	8.8798
541	KORDS	2002	1.2248	585	MRS HL	2001	9.7205
542	KORDS	2001	1.9072	586	MRS HL	2000	9.3897
543	KORDS	2000	1.6385	587	MUTLU	2005	1.6900
544	KRTEK	2003	0.7285	588	MUTLU	2004	0.5918
545	KRTEK	2002	0.6041	589	MUTLU	2003	0.3818
546	KRTEK	2001	0.3724	590	MUTLU	2001	0.3240
547	KRTEK	2000	0.2563	591	MUTLU	2000	0.3829
548	LINK	2000	1.7759	592	MYZYO	2007	0.9000
549	LIOYS	2005	1.3200	593	NETAS	2007	28.0000
550	LOGO	2006	3.2000	594	NETAS	2006	30.9000
551	LOGO	2005	18.0000	595	NETAS	2005	43.2500
552	LOGO	2000	2.7761	596	NETAS	2004	33.0318
553	LUKSK	2005	6.3000	597	NETAS	2002	22.5915
554	LUKSK	2003	3.1262	598	NETAS	2001	46.3678
555	MAALT	2002	1.6450	599	NETAS	2000	62.1646
556	MAALT	2001	2.4344	600	NUHCM	2007	13.2000
557	METUR	2005	3.2600	601	NUHCM	2006	9.0900
558	MIGRS	2007	22.8000	602	NUHCM	2005	8.1000
559	MIGRS	2006	18.3000	603	NUHCM	2004	4.0637
560	MIGRS	2005	13.1000	604	NUHCM	2003	2.0366
561	MIGRS	2004	11.0371	605	NUHCM	2002	1.6849
562	MIGRS	2003	7.7708	606	NUHCM	2001	1.2687
563	MIGRS	2002	5.5654	607	NUHCM	2000	0.6978
564	MIGRS	2001	7.9494	608	OLMKS	2007	5.6000
565	MIGRS	2000	0.4316	609	OLMKS	2006	3.9000
566	MIPAZ	2000	0.9564	610	OLMKS	2005	3.5000
567	MMART	2005	2.2800	611	OLMKS	2004	2.9287
568	MMART	2004	1.0545	612	OLMKS	2002	1.5160
569	MNDRS	2006	0.9000	613	OLMKS	2001	1.2374
570	MNDRS	2005	1.1000	614	OLMKS	2000	1.0960
571	MRBYO	2007	1.1300	615	OTKAR	2007	20.2000
572	MRBYO	2006	1.0700	616	OTKAR	2006	15.2000

EK 3 'ün devamıdır.

SIRA	HİSSE KODU	YIL	KAPANIŞ FİYATI	SIRA	HİSSE KODU	YIL	KAPANIŞ FİYATI
617	OTKAR	2005	8.8000	661	SARKY	2007	3.2000
618	OTKAR	2004	4.9600	662	SARKY	2006	4.0400
619	OTKAR	2002	2.7137	663	SARKY	2005	2.6000
620	OTKAR	2001	3.9325	664	SARKY	2004	1.8649
621	OYSAC	2006	8.6500	665	SARKY	2003	1.2330
622	OYSAC	2005	9.6000	666	SARKY	2002	0.8885
623	OZFIN	2001	0.8116	667	SARKY	2000	0.6408
624	PETUN	2007	4.4000	668	SASA	2000	0.8832
625	PETUN	2006	2.7000	669	SELEC	2007	2.3400
626	PETUN	2005	2.3000	670	SELEC	2006	4.8600
627	PETUN	2004	1.4100	671	SILVR	2006	1.6900
628	PETUN	2000	0.2980	672	SISE	2006	5.0000
629	PINSU	2007	6.7500	673	SISE	2004	3.6400
630	PINSU	2006	3.2400	674	SISE	2003	1.8381
631	PINSU	2000	0.3676	675	SKBNK	2007	5.2000
632	PNSUT	2007	7.5300	676	SKTAS	2007	6.1500
633	PNSUT	2006	4.3600	677	SKTAS	2006	3.1600
634	PNSUT	2005	5.6000	678	SKTAS	2005	20.1000
635	PNSUT	2004	2.0479	679	SKTAS	2004	15.4920
636	PNSUT	2003	0.9067	680	SKTAS	2003	9.2612
637	PNSUT	2001	1.0008	681	SODA	2007	1.7300
638	PNSUT	2000	0.4878	682	SODA	2006	7.3000
639	PRKAB	2007	3.6600	683	SODA	2005	5.0000
640	PRKAB	2006	3.8800	684	SODA	2002	1.3577
641	PRKAB	2004	2.3144	685	SODA	2001	2.1493
642	PRKAB	2000	1.5014	686	SODA	2000	1.0186
643	PRKTE	2007	5.2500	687	TACYO	2003	2.8333
644	PRKTE	2006	6.8500	688	TACYO	2001	2.1895
645	PTOFS	2007	6.0500	689	TACYO	2000	0.6268
646	PTOFS	2006	4.5800	690	TATKS	2002	1.4273
647	PTOFS	2005	6.2500	691	TATKS	2001	2.0039
648	PTOFS	2004	3.7025	692	TBORG	2000	1.5054
649	PTOFS	2003	3.5573	693	TCELL	2007	12.8000
650	PTOFS	2000	3.1778	694	TCELL	2006	7.1500
651	RAYSG	2002	0.4232	695	TEBNK	2005	21.7000
652	RAYSG	2000	0.4841	696	TEBNK	2004	7.8222
653	RYSAS	2007	6.0500	697	TEBNK	2003	3.9263
654	SAHOL	2007	6.3500	698	TEBNK	2002	1.7496
655	SAHOL	2006	5.5500	699	TEKFK	2001	0.3000
656	SAHOL	2005	7.6500	700	TEKFK	2000	0.3013
657	SAHOL	2004	5.1341	701	TEKST	2000	0.6226
658	SAHOL	2003	5.2464	702	TIRE	2006	3.8800
659	SAHOL	2002	2.7099	703	TIRE	2005	2.4400
660	SANKO	2001	4.1628	704	TIRE	2004	2.3724

EK 3'ün devamıdır.

SIRA	HİSSE KODU	YIL	KAPANIŞ FİYATI	SIRA	HİSSE KODU	YIL	KAPANIŞ FİYATI
705	TIRE	2003	1.6459	749	TUDDF	2006	10.6000
706	TIRE	2002	0.9376	750	TUDDF	2005	10.0000
707	TIRE	2001	0.8999	751	TUDDF	2004	3.9474
708	TIRE	2000	0.9328	752	TUDDF	2002	1.2075
709	TKBNK	2007	5.2900	753	TUKAS	2002	0.9016
710	TKBNK	2006	6.4000	754	TUKAS	2001	0.9965
711	TKBNK	2005	8.6500	755	TUPRS	2007	33.0000
712	TKBNK	2001	3.1696	756	TUPRS	2006	24.2000
713	TKBNK	2000	2.4136	757	TUPRS	2005	24.8000
714	TKFEN	2007	6.2000	758	TUPRS	2004	12.1060
715	TOASO	2007	6.1000	759	TUPRS	2003	9.0951
716	TOASO	2006	4.9000	760	TUPRS	2002	5.6660
717	TOASO	2005	2.8400	761	TUPRS	2001	8.2014
718	TOASO	2004	2.3766	762	TUPRS	2000	4.6211
719	TRCAS	2007	8.5500	763	UCAK	2006	4.6200
720	TRCAS	2006	5.4000	764	UCAK	2005	7.1000
721	TRCAS	2005	15.1000	765	UCAK	2004	6.0784
722	TRCAS	2004	7.9000	766	UCAK	2003	2.7136
723	TRKCM	2007	2.8000	767	UCAK	2002	1.5401
724	TRKCM	2006	3.9000	768	UCAK	2001	1.9571
725	TRKCM	2005	5.2500	769	UCAK	2000	0.6164
726	TRKCM	2004	3.4259	770	ULKER	2007	4.9400
727	TRKCM	2003	2.6768	771	ULKER	2006	3.7800
728	TRKCM	2002	1.5977	772	ULKER	2005	4.8800
729	TRKCM	2001	1.5390	773	ULKER	2004	5.0990
730	TRKCM	2000	0.7425	774	UNYEC	2007	7.0500
731	TSKB	2007	1.9300	775	UNYEC	2006	4.7000
732	TSKB	2006	2.5800	776	UNYEC	2005	4.5800
733	TSKB	2005	4.6000	777	UNYEC	2001	1.4528
734	TSKB	2004	0.9334	778	UNYEC	2000	0.7487
735	TSKB	2003	0.6270	779	UZEL	2006	2.9800
736	TSKB	2001	0.2717	780	UZEL	2004	2.0016
737	TSKB	2000	0.2207	781	VAKBN	2007	4.0400
738	TSKYO	2007	0.7100	782	VAKBN	2006	6.6500
739	TSKYO	2005	1.6400	783	VAKBN	2005	7.1500
740	TSKYO	2004	1.2065	784	VAKFN	2001	1.5327
741	TSKYO	2001	0.1033	785	VAKFN	2000	0.8774
742	TSPOR	2007	7.4000	786	VARYO	2007	1.8000
743	TSPOR	2006	4.2400	787	VARYO	2006	1.4800
744	TSPOR	2005	5.0600	788	VESBE	2007	3.8800
745	TTRAK	2007	15.0000	789	VESBE	2006	2.1500
746	TTRAK	2006	13.7000	790	VKFRS	2001	7.4105
747	TTRAK	2005	9.7000	791	VKFYT	2007	2.0200
748	TTRAK	2004	5.8999	792	VKFYT	2005	4.2200

EK 3'ün devamıdır.

SIRA	HİSSE KODU	YIL	KAPANIŞ FİYATI	SIRA	HİSSE KODU	YIL	KAPANIŞ FİYATI
793	VKGYO	2007	2.4400	813	YKRYO	2004	0.9648
794	VKGYO	2006	2.6800	814	YKRYO	2001	0.4017
795	VKGYO	2005	3.8800	815	YKRYO	2000	0.1810
796	VKGYO	2004	1.7416	816	YKSGR	2007	10.0000
797	VKGYO	2001	1.0555	817	YKSGR	2006	6.3500
798	VKGYO	2000	1.6134	818	YKSGR	2004	1.7124
799	YATAS	2000	0.7777	819	YKSGR	2003	1.4851
800	YAZIC	2007	9.9500	820	YKSGR	2002	1.4016
801	YAZIC	2006	36.0000	821	YKSGR	2001	1.5495
802	YAZIC	2005	36.2500	822	YKSGR	2000	1.3068
803	YAZIC	2004	15.4423	823	YTFYO	2005	1.8300
804	YAZIC	2003	7.6041	824	YUNSA	2006	2.1600
805	YAZIC	2002	4.3456	825	YUNSA	2005	2.1700
806	YAZIC	2000	3.2918	826	YUNSA	2004	1.3806
807	YKBNK	2000	2.3000	827	YUNSA	2002	1.2571
808	YKFIN	2007	3.5200	828	YUNSA	2001	0.8552
809	YKFIN	2006	3.7600	829	YUNSA	2000	0.4968
810	YKFIN	2003	1.9294	830	ZOREN	2004	5.0092
811	YKRYO	2006	0.9600	831	ZOREN	2003	4.9070
812	YKRYO	2005	1.5100				

EK 4: 2000-2007 Yılları Arası İMKB 100 Endeksi

YILLAR	İMKB 100
2000	9,437.21
2001	13,732.76
2002	10,369.92
2003	18,625.02
2004	24,971.68
2005	39,777.70
2006	39,777.77
2007	55,233.00

ÖZGEÇMİŞ

Fettah KABA, 05.08.1983 tarihinde Osmaniye'nin Merkez ilçesinde dünyaya gelmiştir. İlköğretimini Merkez ilçeye bağlı Mimar Sinan Mahallesiindeki Mimar Sinan İlköğretim Okulu'nda tamamlamıştır. Çocukluğu Osmaniye'de geçmiştir. Ortaöğrenimini, 1997-2000 yılları arasında Osmaniye Ticaret Meslek Lisesi'nin Muhasebe bölümünü okuyarak almıştır. Lisans eğitimine 2001 yılında Gazi Üniversitesinin Ticaret Turizm Eğitim Fakültesi, Muhasebe ve Finansman Öğretmenliği bölümünde başlamıştır. Lisan eğitimini 2005 yılında tamamlamış ve aynı yıl Bursa ilinin Karacabey ilçesinde Muhasebe ve Finansman Öğretmeni olarak göreve başlamıştır. Yüksek Lisans eğitimine 2006 yılında Sakarya Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, İşletme Anabilim Dalı, Muhasebe-Finansman Bölümünde başlamıştır. Şu an İstanbul ilinin Güngören ilçesindeki Gençosman İMKB Ticaret Meslek Lisesi'nde Muhasebe ve Finansman Öğretmeni olarak görev yapmaktadır.