

**T.C.
MARMARA ÜNİVERSİTESİ
BANKACILIK VE SİGORTACILIK ENSTİTÜSÜ
BANKACILIK ANABİLİM DALI**

**İŞLETMELERDE KAR DAĞITIM POLİTİKASININ İŞLETMENİN BÜYÜME
VE PAZAR DEĞERİNE ETKİLERİ:
TEORİK VE UYGULAMALI YAKLAŞIM**

DOKTORA TEZİ

Aclan OMAĞ

İstanbul, 2007

**T.C.
MARMARA ÜNİVERSİTESİ
BANKACILIK VE SİGORTACILIK ENSTİTÜSÜ
BANKACILIK ANABİLİM DALI**

**İŞLETMELERDE KAR DAĞITIM POLİTİKASININ İŞLETMENİN BÜYÜME
VE PAZAR DEĞERİNE ETKİLERİ:
TEORİK VE UYGULAMALI YAKLAŞIM**

DOKTORA TEZİ

Tez Danışmanı: Prof. Dr. Erişah ARICAN

Hazırlayan: Aclan OMAĞ

İstanbul, 2007



T.C.
MARMARA ÜNİVERSİTESİ
BANKACILIK VE SİGORTACILIK ENSTİTÜSÜ



Aşağıda belirtilen lisansüstü tez, Lisansüstü Öğretim Yönetmeliği hükümlerinde belirtilen esaslar çerçevesinde jüri önünde savunulmuş ve jüri tarafından başarılı bulunmuştur.

TEZ BAŞLIĞI : İşletmelerde Kar Dağıtım Politikasının İşletmenin Büyüme ve Pazar Değerine Etkileri: Teorik ve Uygulamalı Yaklaşım

TEZ TÜRÜ : Doktora

TEZİ HAZIRLAYAN : Aclan OMAĞ

ANABİLİM DALI : Bankacılık

SAVUNMA TARİHİ : 16.11.2007

JÜRİ ÜYELERİ :

<u>GÖREVİ</u>	<u>ADI SOYADI</u>	<u>İmza</u>
Danışman	Prof.Dr. Erişah ARICAN	
Üye	Prof.Dr.Cemal İBİŞ	
Üye	Prof.Dr.Niyazi BERK	
Üye	Prof.Dr.Münevver ÇETİN	
Üye	Prof.Dr.Noyan ARSAN	

İÇİNDEKİLER

İÇİNDEKİLER	iii
TABLOLAR LİSTESİ	v
ŞEKİLLER LİSTESİ	vi
KISALTMALAR	viii
GİRİŞ	1
1. KÂR, BÜYÜME VE PAZAR DEĞERİ İLE İLGİLİ KAVRAMSAL AÇIKLAMALAR	3
1.1. Kâr Kavramı	3
1.2. Kâr Payı Kavramı	6
1.3. Büyüme Kavramı	11
1.4. Pazar Değeri Kavramı	16
1.5. Diğer Değer Kavramları	21
1.6. Hisse Senedi ve Şirket Değerlemesi ile İlgili Yöntemler.....	24
1.6.1. İndirgenmiş Nakit Akımları Yaklaşımı.....	26
1.6.2. Firma Çarpanlarını Kullanan Modeller.....	35
1.7. Kâr Payı Dağıtım Politikası	41
1.7.1. Kâr Payı Dağıtım Politikasının İşletmeler Açısından Önemi.....	42
1.7.2. Kâr Payı Dağıtım Politikasını Etkileyen Faktörler	43
1.7.3. Kâr Dağıtım Politikası Türleri.....	61
1.7.3.1. Sabit Tutarda Kâr Payı Dağıtılması	62
1.7.3.2. Sabit Oranda Kâr Payı Dağıtım Politikası.....	62
1.7.3.3. Uzlaşmaya Dayanan Kâr Payı Dağıtım Politikası	63
1.7.3.4. Artıklar Oranında Kâr Payı Dağıtım Politikası	63
1.8. Türkiye’de ve Seçilmiş Ülkelerde Kâr Payı Dağıtımını ile İlgili Oranların Gelişimi	70
1.9. Anonim Şirketlerde Kâr Dağıtımını ve Vergilendirmesi	87
1.9.1. Dönem Kârı ile İlgili Vergi ve Yasal Yükümlülükler.....	91
1.9.2. Kurumlar Vergisi ve Fon Payı.....	97
1.9.3. Dönem Kârı ile İlgili Türk Ticaret Kanunu’na Göre Ayrılması Gerekli	100
Karşılıklar.....	100
1.9.4. Yedeklerden Dağıtım	103
1.9.5. Halka Açık Anonim Şirketlerde Kâr Dağıtımını	103
1.9.5.1. Halka Açık Şirketlerde Kâr Dağıtımını ile İlgili Yasal Yükümlülükler	104
1.9.5.2. Halka Açık Şirketlerde Kâr Dağıtımını ile İlgili Muafiyet	109
1.9.6. Kar Payı Ödeme Prosedürü	109
1.9.7. Kâr Payı Dağıtım Politikasının Sermaye Maliyeti Üzerindeki Etkisi	110
2. KÂR PAYI DAĞITIM POLİTİKASININ İŞLETMENİN BÜYÜME VE PAZAR DEĞERİ ÜZERİNE ETKİLERİYLE İLGİLİ TEORİK YAKLAŞIMLAR	112
2.1. Kâr Payı İlişkisizliği Yaklaşımı	113
2.2. Myron Gordon’un Kâr Payı İlişkisi Yaklaşımı	119
2.3. Vergi Tercihi Teorisi.....	123

2.4. Temsil Maliyeti Yaklaşımı	132
2.5. Serbest Nakit Akımı Hipotezi.....	136
2.6. İşaret Yaklaşımı ve Kâr Paylarının Bilgi Etkisi	137
2.7. İşletme ile İlgili Çevrelerin Etkisi.....	141
2.8. Artık Kâr Dağıtım Yaklaşımı	143
2.9. Yaşam Süresi Kuramı	150
3. İMKB'DE SEÇİLMİŞ FİRMALARIN 1998–2005 YILLARI ARASINDA KAR PAYI DAĞITIM POLİTİKASININ BÜYÜME VE PAZAR DEĞERİNE ETKİLERİ.....	154
3.1 İMKB'de 1998–2005 Döneminde Seçilmiş Firmalara Ait Veriler	154
3.2 İMKB'de Çeşitli Sektörlerin 1986–2003 Dönemindeki Ortalama Kar Payı Dağıtımını	158
3.3 Kâr Payı Dağıtım Politikasının Büyüme ve Pazar Değerine Etkisinin Uygulamalı Analizi	160
3.3.1 Hisse Senedi Fiyat Dalgalanması ile Temettü Getirisi, Temettü Dağıtım Oranı ve Büyüklük Arasındaki İlişki	161
3.3.2. Büyüklük ile Hisse Senedi Fiyat Dalgalanması, Temettü Dağıtım Oranı ve Aktiflerdeki Büyüme Arasındaki İlişki.....	165
3.3.3 Aktiflerdeki Büyüme ile Temettü Dağıtım Oranı ve Büyüklük Arasındaki İlişki	169
4. İNGİLTERE'DE SEÇİLMİŞ SEKTÖRLERDE KAR PAYI DAĞITIM POLİTİKASININ BÜYÜME VE PAZAR DEĞERİNE ETKİLERİ.....	172
4.1 Londra Menkul Kıymetler Borsası ile İlgili Seçilmiş Göstergeler	172
4.2 Londra Menkul Kıymetler Borsası'nda Kâr Payı Dağıtımının Gelişimi	175
4.3 Londra Menkul Kıymetler Borsası'nda Kayıtlı Firmaların Kâr Payı Dağıtımını Etkileyen Faktörler	180
4.3.1 Kârlılık ve Likidite.....	181
4.3.2 Yasal Sınırlamalar.....	181
4.3.3 Vergi Oranları.....	182
4.3.5 Sermaye Yapısı.....	183
4.3.6 Sektör Özellikleri.....	183
4.3.7 Sahiplik Yapısı.....	184
4.3.8 Hissedar Beklentileri.....	184
4.3.9 Borsa Konumu	184
4.4 Londra Menkul Kıymetler Borsası'nda Kayıtlı Firmaların Kâr Payı Dağıtım Politikasının Büyüme ve Pazar Değerine Etkileri	185
SONUÇ	194
KAYNAKÇA	204

TABLolar LİSTESİ

Tablo 1: Büyüme ve Kâr Payları Arasındaki İlişki.....	29
Tablo 2: İMKB'ye Ait Seçilmiş Göstergeler.....	72
Tablo 3: 1994–2003 Döneminde Kâr Payı Dağıtan Şirketlerin Sayısı	73
Tablo 4: Bedelsiz Pay Senetleri Şeklindeki Kâr Paylarına Ait Göstergeler.....	76
Tablo 5: Nakit Şeklindeki Kâr Paylarına Ait Göstergeler.....	76
Tablo 6: Kâr Payı Dağıtımına Ait Veriler	77
Tablo 7: Anonim Şirketlerde Dağıtılabılır Kâr ve Kâr Dağıtım Tablosu.....	88
Tablo 8:Örnek Şirketin Kar Dağıtımını ile İlgili Hesaplar.....	89
Tablo 9: Dönem Kârının Dağıtılması.....	90
Tablo 10: Kâr Payları ve Sermaye Kazançlarının Farklı Oranda Vergilendirilmesinin Hisse Senedi Getirileri Üzerindeki Etkileri	124
Tablo 11: Vergi Tercihi Yaklaşımında Özsermaye Maliyeti ve Hisse Senedi Fiyatındaki Değişim.....	125
Tablo 12: İMKB'de Çeşitli Sektörlerdeki Ortalama Nakit Kâr Payı Dağıtımını	159
Tablo 13: Hisse Senedi Fiyat Dalgalanması (FD) ile Temettü Getirisi (TG), Temettü Dağıtım Oranı (TD) ve Büyüklük (BÜ) Arasındaki İlişki	162
Tablo 14: Büyüklük (BÜ) ile Hisse Senedi Fiyat Dalgalanması (FD), Temettü Dağıtım Oranı (TD) ve Aktiflerdeki Büyüme (AB) Arasındaki İlişki	166
Tablo 15: Aktiflerdeki Büyüme (AB) ile Büyüklük (BÜ) ve Temettü Dağıtım Oranı (TD) Arasındaki İlişki	170
Tablo 16: İngiltere Menkul Kıymet Piyasasındaki Firmalar ve Hisse Senetlerinin Değeri	173
Tablo 17: İngiltere Alternatif Yatırım Piyasasındaki Firmalar ve Hisse Senetlerinin Değeri	174
Tablo 18: İngiltere'de Seçilmiş Sektörlerdeki Kâr Payı Dağıtım Oranları	178
Tablo 19: Genel Kar payı Hipotezine (H1) İlişkin Katılımcı Cevaplarının Tanımlayıcı İstatistikleri ve Çapraz Kesit Analizi: Kar payı Politikası ve Firma Değeri (FV)	190

ŞEKİLLER LİSTESİ

Şekil 1: İçsel Büyüme Oranı	11
Şekil 2: 2004 Yılında Borsa Endekslerinin Dolar'a Göre Sıralaması	20
Şekil 3: 2003 ve 2004 Yıllarında Seçilmiş Ülke Borsaları'nda Kayıtlı Firmalara Ait Göstergeler	21
Şekil 4: İMKB'de 1986-2004 Yılları Arasındaki Ortalama Fiyat/Kazanç Oranı	36
Şekil 5: ABD'de 1976-2005 Döneminde Kâr Paylarının Değerlendirilmesi ile Elde Edilen Yatırım Tutarları	52
Şekil 6: İMKB'ye Kayıtlı Firmaların Ortalama Kâr Payı Dağıtım Oranları	71
Şekil 7: 1994-2003 Döneminde Kâr Elde Eden ve Kâr Payı Dağıtan Şirketler	74
Şekil 8: Kâr Payı Dağıtım Yöntemlerine Göre Şirketlerin Sıralaması	75
Şekil 9: 1986-2002 Yılları Arasında Türkiye'de İMKB'ye Kayıtlı Şirketlerin Kâr Payı Verimi ile Fiyat/Kazanç Oranları	78
Şekil 10: Amerika ve Avrupa'da 1973-2002 Yılları Arasında Kâr Dağıtım Oranı	79
Şekil 11: Avrupa'da Ortalama Kâr Dağıtım Oranı	79
Şekil 12: Amerika Birleşik Devletleri'nde 1980 - 2003 Yılları Arasında Kâr Payı ve Hisse Senedi Geri Alımları	80
Şekil 13: 1977-2005 yılları arasında ABD'de Kar Payı Getirilerinin Dağılımı	83
Şekil 14: Gelişmekte Olan Piyasalarda Ortalama Kâr Payı Dağıtımını (1988-2004)	85
Şekil 15: 2005 Yılında Gelişmiş Ülkelerdeki Vergi Oranları	98
Şekil 16: 2003-2004 Döneminde Seçilmiş Ülkelerde Halka Açık Şirket Sayıları	104
Şekil 17: Kâr Payı İlişkisizliği Yaklaşımında Kâr Payı Getirisi, Büyüme ve Özsermaye Maliyeti Arasındaki İlişki	116
Şekil 18: Kâr Payı İlişkisi Yaklaşımında Kâr Payı Getirisi, Büyüme ve Özsermaye Maliyeti İlişkisi	121
Şekil 19: Artık Değer Olarak Kâr Payları	145

Şekil 20: Artık Kâr Payı Dağıtım Politikasının Grafik ile Gösterimi	149
Şekil 21: Şirketlerin Sektörel Dağılımı	154
Şekil 22: 1998–2005 Döneminde Mali Sektöre Ait Seçilmiş Göstergeler.....	155
Şekil 23: 1998-2005 Döneminde Gıda Sektörüne Ait Seçilmiş Göstergeler	156
Şekil 24: 1998–2005 Döneminde Metal Eşya Sektörüne Ait Seçilmiş Göstergeler.....	157
Şekil 25: 1998-2005 Döneminde Perakende Sektörüne Ait Seçilmiş Göstergeler.....	158
Şekil 26: Dünya Piyasalarında Londra'nın Payı.....	172

KISALTMALAR

ABD:	Amerika Birleşik Devletleri
a.g.e:	Adı geçen eser
A.Ş.:	Anonim Şirket
Bkz.:	Bakınız
FT:	Financial Times
GSYİH:	Gayrisafi Yurt İçi Hasıla
İMKB:	İstanbul Menkul Kıymetler Borsası
Karş:	Karşılaştırınız
MSCI:	Morgan Stanley Capital International
NASDAQ:	National Association of Securities Dealers Automated Quotations
No:	Numara
Ort:	Ortalama
s.:	Sayfa
ss.:	Sayfalar
TSPAKB:	Türk Sermaye Piyasası Aracı Kuruluşları Birliği
UK:	United Kingdom (Birleşik Krallık)
Vol:	Volume (Cilt)
YTL:	Yeni Türk Lirası

GİRİŞ

Globalleşen ekonomik sistemin doğurduğu aşırı rekabet ortamı ulusal ve uluslar arası şirketlerin uyguladıkları kâr dağıtım politikasını önemli ölçüde etkilemektedir. Firmaların ortak profilinin çeşitlenmesi ve sermaye piyasası araçlarından hisse senetlerinin daha fazla işlem görmesinde etkin bir kâr payı dağıtım politikasının önemi büyüktür. Bu nedenle, şirketler stratejilerini oluştururken ve geleceğe yönelik politikaları belirlerken kâr dağıtım politikalarının etkisini dikkate almak zorundadırlar.

“İşletmelerde Kâr Dağıtım Politikasının İşletmenin Büyüme ve Pazar Değerine Etkileri: Teorik ve Uygulamalı Yaklaşım” konulu doktora tezi beş bölümden oluşmaktadır. İlk bölümde kâr, büyüme ve pazar değeri ile ilgili kavramsal açıklamalara yer verilmiştir. İkinci bölümde, işletmelerde kâr payı dağıtım politikasının işletmenin büyüme ve Pazar değerine etkileriyle ilgili teorik yaklaşımlar incelenmiştir. Üçüncü bölümde, uygulamada kâr payı dağıtım politikasının işletmenin büyüme ve pazar değerine etkileri İstanbul Menkul Kıymetler Borsası’ndan (İMKB) seçilmiş firmaların verileri kullanılarak araştırılmıştır. Dördüncü bölümde, İngiltere’de menkul kıymetler piyasasında faaliyet gösteren firmaların yöneticilerinin kar payı dağıtım politikasıyla ilgili görüşlerini inceleyen anket çalışmasının sonuçları analiz edilmiştir. Son bölümde, Türkiye’de ve İngiltere’de elde edilen sonuçlar çerçevesinde kâr dağıtım politikalarının teori ve pratikte benzer ve farklı yönleri belirtilerek işletmeler için önemi vurgulanmaktadır.

Amaç

Bu doktora tezinin amacı kâr dağıtım ile ilgili teorik ve uygulamalı çalışmaları incelemek, işletmelerde kâr dağıtım politikalarını incelemek ve kâr dağıtım politikalarının işletmelerin hisse senedi fiyatlarını ve büyüme oranlarını nasıl etkilediğini belirlemektir.

Kapsam

Kâr dağıtım politikasının işletmenin hisse senedi performansına ve büyümesine olan etkilerini belirlemek için İstanbul Menkul Kıymetler Borsası’nda 1998–2005 yılları

arasında mali (bankalar ve diğer finansal kurumlar), gıda, metal eşya ve perakende sektöründen seçilmiş 79 şirketin bilânço, gelir tablosu ve diğer finansal tablolarında yer alan, net kâr, faiz ve vergi öncesi kâr, toplam varlıklar, uzun vadeli borçlar, piyasa değeri, kar payı getirisi, kâr payları, kâr payı dağıtım oranı ve hisse senetleri fiyatları veri olarak kullanılmıştır. Bu kapsamda, çoklu regresyon analizi yönteminden yararlanılmıştır.

Ayrıca uygulamaya dönük olarak, İngiltere’de kâr payı dağıtım politikasının hisse senedi değeri ve büyüme ile ilişkisi konusundaki firma yöneticilerinin görüşlerini anket yöntemi ile inceleyen çalışmanın sonuçları analiz edilmiştir.

1. KÂR, BÜYÜME VE PAZAR DEĞERİ İLE İLGİLİ KAVRAMSAL AÇIKLAMALAR

1.1. Kâr Kavramı

Mal ve hizmet üreten işletmeler genel olarak kâr sağlama ve topluma faydalı olmak amacı ile faaliyette bulunurlar. Bu yüzden, kâr sağlamak, işletmelerin en önemli amaçlarından birini oluşturmaktadır. Kâr, işletme bilimi açısından belirli bir dönemde yaratılan toplam gelirlerin o dönem içindeki toplam giderlerinden çıkarılması ile elde edilen pozitif farktır. Kâr, her işletmenin öncelikli amacı olup, birçok analizde gösterge olarak kabul edilmektedir. Bunun en önemli nedeni, kârın işletmeler açısından gelişme ve büyüme, üst yönetim bakımından başarı ve çalışanlar bakımından da özendirme ve teşvik aracı şeklinde nitelendirilmesidir.¹

İşletme ve ekonomi bilimi açısından kâr kavramı farklı tanımlanmaktadır. Söz konusu kâr kavramları muhasebe kârı, ekonomik kâr ve normal kâr olarak ifade edilmektedir. Muhasebe kârı, ticaret alanında geçerli olup üretim giderlerinin toplam satış hâsılatından çıkarılması ile elde edilmektedir. Muhasebe kârının hesaplanmasında kullanılan üretim giderleri, üretime katılan faktörler için yapılan harcamaları belirtmektedir. Kâr ekonomi bilimi açısından ise, üretim giderleri ile beraber girişimcinin kaynakları için yapılan harcamaların toplam satış hâsılatından çıkarılması ile elde edilmektedir. Normal kâr ise, ekonomik kârın muhasebe kârından çıkarılması ile bulunur. Ayrıca, işletme sahiplerine ait kaynakların fırsat maliyeti olarak da ifade edilmektedir.²

Kâr, piyasa egemenliğinin geçerli kabul edildiği ekonomilerde, üretim faktörlerinin farklı üretim dallarına dağılımını kolaylaştırmaktadır. Girişimcinin, üretim miktarı, ürün çeşidi ve üretim yöntemi ile ilgili kararı üretimin kâr sağlamasına bağlı olmaktadır. Bu kapsamda, üretim kâr ile sonuçlanacaksa, üretim faktörleri üretime yönlendirilir. Fakat zararın oluşma ihtimalinde de üretim faktörleri kullanılmaz. Dolayısıyla, piyasa

¹ **Rıdvan Karalar**. Genel İşletme. Eskişehir: Anadolu Üniversitesi Yayını No: 1268, 2002, s. 21; Ayrıca bkz. **William G.Nickels, James M. McHugh ve Susan M.McHugh**. Understanding Business. 7th Edition. New York: McGraw Hill. 2005, s. 4.

² **Robert H.Frank ve Ben Bernanke**. Principles of Economics. 3rd Edition. New York: McGraw Hill. 2006, s. 218-219.

egemenliği yardımı ile üretim faktörlerinin uygun ürün çeşitleri için kullanılmasının, üretim kaynaklarının belirli alanlara en iyi şekilde yayılmasına da yardımcı olacağı ifade edilmektedir.³

Kâr, işletmelerin yenilik yapmasını teşvik ederek, yatırımların, üretimin ve istihdamın artmasına yardımcı olmaktadır. Yenilikler ile kâr arasındaki ilişki, yatırım, üretim ve istihdam gibi ekonomik göstergeleri yakından ilgilendirmektedir. Bu çerçevede, kârlardaki dalgalanma, söz konusu ekonomik göstergelerin de dalgalanmasına neden olmaktadır.⁴

İşletme biliminin önemli bir parçası olan muhasebede kâr ile ilgili iki temel kavram bulunmaktadır. Bunlar, ticari kâr ve mali kâr kavramları olarak sıralanır. Bu farklılık, Ticaret Kanunu ve Vergi Usul Kanunu'ndaki düzenlemelerden kaynaklanır. Ticari kâr, Ticaret Kanununda yer alan muhasebe ilkelerine dayanılarak hesaplanır. Buna karşılık mali kâr, Vergi Usul Kanununa dayanılarak hesaplanır. Bu, aynı zamanda işletmeler açısından üzerinden vergi ödeyecekleri vergi matrahını oluşturmaktadır.⁵

Bunlara ilave olarak, kârın saptanmasında iki tür yaklaşım bulunmaktadır. Bu yaklaşımlar bilânço ve gelir tablosu yaklaşımları olarak adlandırılır. Bilânço yaklaşımına göre kâr “dönem içinde işletme sahiplerince sermaye eklemeleri ve çekmeleri için gerekli düzeltmeler yapıldıktan sonra özsermayede meydana gelen artış”⁶ olarak tanımlanır. Bu tanıma göre kârın hesaplanması için, dönem başı ve dönem sonu özsermaye arasındaki farkın belirlenmesi ve firmaya ilave edilen ve firmadan çekilen varlıkların göz önünde bulundurulması gerekmektedir. Firmaya ilave edilen varlıklar, dönem sonu özsermayesinin artmasına, firmadan çekilen varlıklar dönem sonu özsermayesinin azalmasına neden olur. Bu işlem, işletme faaliyetleri dışında olduğundan kârın hesaplanmasına dâhil edilir.

³ **Zeynel Dinler**. İktisada Giriş. 7. Basım. Bursa: Ekin Kitabevi. 2001, ss.274-275.

⁴ **Halil Seyidoğlu**. İktisat Biliminin Temelleri. İstanbul: Kurtiş Matbaası. 2006,s 358.

⁵ **Özgül Cemalcılar, Yılmaz Benligiray ve Fevzi Sürmeli**. Genel Muhasebe. Eskişehir: Anadolu Üniversitesi Yayınları No: 1341, 2004, s. 272.

⁶ **Sabri Bektöre, Davut Aydın, Yılmaz Benligiray ve Nurten Erdoğan**. Muhasebe Uygulamaları. Eskişehir: Anadolu Üniversitesi Yayınları No: 891. 8. Baskı, 2002, s.12.

Gelir tablosu yaklaşımına göre kâr, firmanın hâsılatını oluşturmak için yaptığı giderlerin karşılanması ile elde ettiği bakiye olarak tanımlanır. Bu tanıma göre kârın hesaplanmasında işletmenin hâsılat ve giderleri kullanılmaktadır. Hâsılat, varlık veya hizmetlerin satılması ve faiz, kira ve benzeri kalemlerin elde edilmesi sonucu gerçekleşmektedir. İşletmelerin hâsılatları ana faaliyetlerinden veya ana faaliyetleri dışındaki işlemlerinden olmak üzere iki gruptan meydana gelir. Dönem içinde gerçekleşen hâsılatlar, öz sermayenin atmasını sağlar. Giderler ise hâsılatın gerçekleşmesi için kullanılan veya tüketime konu olan varlıklardan oluşur. İşletmelerin giderleri, satışların maliyeti, faaliyet giderleri ve faaliyet dışı giderler olmak üzere üç çeşittir. İşletmelerin dönem içerisinde gerçekleştirdiği giderler, öz sermayelerinin azalmasına neden olur.⁷

İşletmelerin gelir tablosunda beş farklı kâr kalemi bulunmaktadır. Bunlar brüt satış kârı, faaliyet kârı, olağan kâr, dönem kârı ve dönem net kârıdır. Brüt satış kârı, firmaların ana faaliyetlerindeki başarı derecesinin bir ölçüsüdür. Brüt satış kârının firmanın faaliyet giderleri, olağan giderleri ve olağandışı giderlerinden fazla olması gerekir. Bu sayede, işletmeler uygun bir dönem kârına sahip olurlar.⁸

Faaliyet kârı, brüt satış kârı ile faaliyet giderleri arasındaki fark olup, işletmenin ana faaliyetinden elde ettiği net kârı ifade eder. Faaliyet kârının gerçekleşmesi brüt satış kârının yüksek olması ile ilişkilidir. Ayrıca, dönem kârı açısından, faaliyet kârının olağan ve olağandışı gider ve zararlardan büyük olması gerekmektedir.⁹

Olağan kâr, firmanın ana faaliyetlerinden sağlanan faaliyet kârının yan faaliyetlerin gelir ve kârları ya da gider ve zararları ile finansman giderlerinin toplanması veya çıkarılması ile gerçekleşmektedir. Olağan kâr işletmelerin devamlı faaliyetlerinden olan ana faaliyetler, yan faaliyetler ve finansman faaliyetlerini kapsadığından, firma kârlılığının değerlendirilmesinde temel alınması gerekir.

⁷ Bektöre ve diğerleri, a.g.e.,ss. 14-16.

⁸ Ferruh Çömlekçi, Münevver Yılcı, Nurten Erdoğan, Saime Önce, Seval Kardeş Selimoğlu ve Ergun Kaya. Muhasebe Denetimi ve Mali Analiz. Eskişehir: Açıköğretim Fakültesi Yayın No:185, 2004, s. 142.

⁹ James R.McGuigan, William J.Kretlow & R.Charles Moyer. Contemporary Financial Management. 10th Edition. Ohio: South Western College Publishing. 2006, s. 79; Ayrıca bkz Çömlekçi ve diğerleri, a.g.e, s. 143.

Dönem kârı, işletmelerin gelir tablosunun önemli bir parçası olup, işletmenin olağan dışı gelir ve kârlarının olağan kâr ile toplanması ve olağandışı gider ve zararların olağan kârdan çıkarılması ile elde edilir. Dönem kârı, işletmelerin dönemi kârlı veya zararlı kapatmasının önemli bir göstergesi olup, firmalar arası karşılaştırma ve çeşitli analizlerde kullanılmaktadır. Firmalar için önemli olan, dönem kârının, faaliyet kârından aldığı payın yüksek olmasıdır. Bu sayede, sağlanan kârın devamlılığı artacaktır. Buna karşılık, işletmelerin dönemi zararlar kapatması olumsuz bir gösterge olarak kabul edilebilir.¹⁰

Dönem net kârı, işletmenin faaliyet dönemi sonundaki gelir ve giderleri arasındaki pozitif farkı ifade eden dönem kârından vergi ve yasal yükümlülüklerin çıkarılması ile elde edilir. Bu çerçevede, bir dönem boyunca gerçekleşen gelir ve giderler 690 Dönem Kârı veya Zararı hesabına aktarılır. Bu hesabın alacak kalanı, işletmenin vergi öncesi kârını ifade eder. Vergi öncesi kârdan işletmenin türüne göre zorunlu vergi ve yasal yükümlülükler çıkarılır ve elde edilen rakam 692 Dönem Net Kârı veya Zararı hesabına yazılır. Daha sonra, bu hesap kapatılarak kalan tutar 590 Dönem Net Kârına alacak veya 591 Dönem Net Zararı hesabına borç kaydedilir.¹¹

1.2. Kâr Payı Kavramı

İşletmelerin dönem sonundaki faaliyetlerinden sağlanan kârdan mevcut ortaklara düşen pay finans biliminde kâr payı olarak ifade edilmektedir. İşletmelerin ortakları bu hakkı hisse senedinde yer alan kâr payı kuponlarını kullanarak ve hisse senedini göstermeden değerlendirirler. Firmalar kâr dağıtımını, dönemin ticari kârı başta olmak üzere, bu kardan dağıtmayıp yasaya, ana sözleşmelere ve genel kurul kararlarına uygun olarak işletmede bıraktıkları isteğe bağlı (serbest) yedeklerden ve diğer öz kaynak unsurlarından yapmaktadırlar.¹²

¹⁰ Çömlekçi ve diğerleri, a.g.e, s. 143-144.

¹¹ Bektöre ve diğerleri, a.g.e, s. 135.

¹² Hüseyin Selimler. Anonim Şirketlerde Kâr Dağıtım Politikaları ve Uygulaması. İstanbul.2001, s. 4; Ayrıca bkz ve karşı. Pierre Vernimmen, Pascal Quiry, Yann Le Fur, Maurizio Dallacchio ve Antonio Salvi. Corporate Finance: Theory and Practice. Sussex: John Wiley & Sons Ltd. 2005, s. 33.

İşletmelerin kanuna uygun olarak çıkardığı pay senetleri, sahiplerine kâr payı imkânı tanımaktadır. Pay sahiplerinin elde ettiği kâr payları, hissedarların işletmeye sağladıkları sermaye üzerindeki getirisi olarak da ifade edilmektedir. Kâr paylarının önemli özellikleri üç başlık altında toplanabilir. İlk olarak, anonim şirket yönetim kurulunun kâr paylarının ödenmesi konusunda bir ilanının bulunmaması, bu ödemeyi bir yükümlülük olmaktan çıkarmaktadır. Diğer bir ifadeyle, ilan edilmeyen kâr payları nedeni ile firmaların iflası söz konusu olmamaktadır. İkinci olarak, kâr payı ödemeleri işletme harcaması olarak değerlendirilmemektedir. Bu çerçevede, işletmeler kâr paylarını vergiden istisna veya indirim konusu yapamamaktadırlar. Özet olarak, işletmeler kâr paylarını vergi sonrası kârlarından ödemektedirler. Üçüncü olarak, bireysel pay sahiplerinin kâr payları vergi kanunları açısından vergiye konu olmaktadır.¹³

Finansal analiz ve planlamada kâr payları ile ilgili kullanılan oran kâr payı dağıtım rasyosu olarak adlandırılır. Bu oran, işletmenin ödediği kâr payının, net kâra bölünmesi ile elde edilmektedir.

$$\text{Kâr payı dağıtım rasyosu} = \frac{\text{Dağıtılan kâr payı}}{\text{Net kâr}}$$

Kâr payı ödenmesi, işletmelerin faaliyetlerinden sağladıkları kârın ortaklara dağıtılmasının daha uygun bir strateji olduğunu göstermektedir. Bunun en önemli nedeni, gelecek dönemlerdeki büyüme için karların alıkonmasının, hissedarlara kâr payı dağıtımından daha düşük getiri sağlamasıdır.¹⁴

Kâr paylarının analizinde kullanılan ikinci oran kâr payı karşılama rasyosu olarak adlandırılır. Bu oran, şirketlerin dağıtılabilir kârlardan hissedarlara kâr payı ödeme yeteneğinin bir göstergesi olarak ifade edilmektedir. Ayrıca, kârlardaki düşüşün kâr paylarına olan etkisi de söz konusu oran yardımı ile anlaşılabilir. Kâr payı karşılama rasyosu (KKR)

¹³ **Stephen A Ross, Randolph W. Westerfield ve Bradford D Jordan.** Corporate Finance Fundamentals. 7th Edition, New York: McGraw Hill ISE Edition. 2006, ss. 245-246.

¹⁴ **Investopedia.** How Dividends Work For Investors. <http://www.investopedia.com>. August 2005, s. 1.

$$KKR = \frac{\text{Hisse başına kâr}}{\text{Hisse başına kâr payı}}$$
 formülü ile tanımlanmaktadır.

Hisse başına kârı 30 YTL ve hisse başına kâr payı 12 YTL olan bir şirketin kar payı karşılama oranı $30/12=2,5$ olarak bulunur. Bu şirketin, net kârının, kâr payı ödemesinin 2,5 katı olduğunu ve kâr payı ödeme yeteneğinin bulunduğunu göstermektedir. Kâr payı dağıtım oranı ile kâr payı karşılama rasyosu arasında ters yönlü bir ilişki bulunmaktadır. Buna göre, kar payı dağıtım oranındaki artış, kâr payı karşılama oranında da azalışa neden olmaktadır.¹⁵

Bu oranın 2 veya 3 olarak gerçekleşmesi normal kabul edilmektedir. Kâr payı karşılama rasyosu 1,5'dan az olursa, kar payı ödenmesinin riskli olduğu belirtilebilir. Buna karşı, ilgili oranın 1'den düşük olması, dönem kârlarının ödenmesi için geçen dönemdeki alıkonan kârların kullanıldığını göstermektedir. Kar payı karşılama oranının normalin üstünde olması ise, ihtiyaç fazlası kârların kâr payı olarak dağıtılmadığını ifade etmektedir.¹⁶

Kâr paylarının analiz edilmesinde önemli kabul edilen oranlardan biri kâr payı verimi kavramıdır. Kâr payı verimi, işletmelerin net kârdan hissedarlara nakit olarak dağıttığı kısmın yüzdesi olarak tanımlanır. Bu miktar, yatırım ve finansman kararlarından etkilenmektedir. Yatırımcılar açısından, yüksek kâr payı verimi, hisse senedinin iyi bir gelir sağladığının göstergesi olarak değerlendirilmektedir. Hisse senetlerinin yüksek kâr payı geliri sağlaması, en yüksek değere sahip olmalarını gerektirmemektedir. Bunun nedeni, işletmenin büyümesi, gelecekteki yatırımlar için kârların alıkonması veya düşük miktarda kâr payı dağıtılmasının, gelecek dönemlerde hisse senetlerinin daha yüksek değere ulaşmasını sağlamasıdır. Özetle, kâr payı verimi, hisse başına kâr payının hisse senedi fiyatına bölümü ile elde edilir.¹⁷

¹⁵ **Financial Management: An Introduction.** United Kingdom: Taylor and Francis. <http://search.ebscohost.com/login.aspx?direct=true&db=bth&jid=13TN&site=bsi-live>. 1999, ss.486-487.

¹⁶ **Investopedia (2003).** The Importance of Dividends.<http://www.investopedia.com/articles/fundamental/03/102903>.

¹⁷ **Standart Bank.** Basic Investment Course: Dividends. <http://www.securities.co.za,ss.4-5>.

$$\text{Kâr payı verimi} = \frac{\text{Hisse başına kâr payı}}{\text{Hisse senedi fiyatı}}$$

Kâr payı veriminin düşük olması iki şekilde yorumlanabilir. Birinci yorum, şirketin gelecek dönemlerde hızlı büyüme oranına sahip olacağı beklentisi ile kâr paylarının riskinin azalması ve hisse senedinin fiyatının yükselmesi şeklindedir. İkinci yorum ise, şirketin finansal durumunun kâr payı ödemesi için uygun olmaması şeklindedir.

Kâr payı veriminin yüksek olması ise, hisse senedi fiyatlarının bastırılmış olabileceği anlamına gelmektedir. Kâr payı verimi, büyüyen şirketler açısından önemli bir gösterge kabul edilmemektedir. Bunun nedeni, şirketlerin alıkonan kârları yatırımlar için kullanması ile hissedarların gelirlerini sermaye kazancı olarak almalarıdır.¹⁸

Hisse senetlerinin kâr payı veriminin önem kazanması çeşitli unsurlar sonucu olmuştur. Bunlar, Türkiye’de menkul kıymetler borsasına yabancı yatırımcıların yaptıkları yatırımlar, yabancıların borsadaki payında görülen artış ve bireysel emeklilik fonları gibi kurumsal yatırımcıların varlığı şeklinde sıralanmaktadır. Açıklanan unsurlar nedeni ile kâr dağıtım politikalarında değişikliklerin meydana geldiği vurgulanmaktadır.¹⁹

Kâr paylarının analiz edilmesinde önemli kabul edilen oranlardan bir diğeri de sermaye kazancı kavramıdır. Sermaye kazancı genel anlamıyla, bir finansal varlığın değerinin artması şeklinde ifade edilir. Hisse senetleri açısından bakıldığında sermaye kazancı, hisse senetleri fiyatlarındaki yükselme sonucu sağlanan gelir olarak tanımlanır.

Mevcut fiyatı P_0 , gelecek dönemki fiyatı P_1 ve sağladığı kâr payı D_1 olan bir hisse senedinin beklenen getirisi

¹⁸ Investopedia (2003), a.g.e, s.2.

¹⁹ Talip Yılmaz. “Hem Kar payıdan Hem Yükselişten Kazan”. Ekonomist. Sayı 4. 2007,s. 16.

$$R = \frac{P_1 - P_0 + D_1}{P_0}$$

Formülü ile hesaplanır. Formülün birinci kısmı, $(P_1 - P_0)/P_0$ hisse senedi yatırımcılarının dönem sonundaki sermaye kazancını ifade etmektedir.²⁰

Kâr payı geliri ve sermaye kazancı şeklinde gelir sağlayan hisse senetlerinin beş önemli ekonomik işlevi bulunmaktadır. İlk olarak, hızlı bir kalkınma için ihtiyaç duyulan sermaye birikimi, hisse senetleri aracılığıyla küçük tasarrufların büyük işletmelerde toplanmasıyla gerçekleşmektedir. İkinci olarak, üretim araçlarının ve iktisadi işletmelerin mülkiyetinin geniş halk topluluklarına dağıtılmasını sağlayarak iktisadi refahın tabana yayılmasına ve gelir dağılımının dengelenmesine yardımcı olur. Üçüncü olarak, işletmelerin ekonomik kararları konusunda yatırımcıya oy hakkı tanyarak yatırımların verimliliğine katkı sağlamaktadır. Dördüncü olarak, enflasyondan etkilenmemesi nedeniyle tasarruf sahiplerinin yatırımlarının korunmasına yardımcı olur. Beşinci olarak da, işletmelerin aracısız finansman sağlamalarına yardımcı olur.²¹

Yatırım ya da işletme sermayesi kapsamında büyük tutarlı fonlara gereksinim duyulduğunda, bu ihtiyacın hisse senedi çıkarılarak sağlanması aracılık maliyetinin doğmasına engel olur.

Hisse senedi ihracı dışındaki alternatifler yüksek aracılık maliyeti içermektedir. Buna örnek olarak banka kredisi gösterilebilir. Bu çerçevede, bankaların, kredi işlemlerinden, mevduat faizini oldukça aşan tutarda faiz aldıkları görülmektedir. Bunun nedeni, bankacılık sektöründe giderlerin yüksek olmasıdır.²²

²⁰ **Richard A. Brealey ve Stewart C. Myers.** Principles of Corporate Finance. Seventh Edition. New York: McGraw Hill International Edition, 2003, s. 61; **David Vance.** Financial Analysis and Decision Making. Ohio: McGraw Hill Professional. 2002, s.132.

²¹ Aracısız finansman yönteminde, firmalar fon bulurken finansman konusunda herhangi bir uzman şirketten yardım almamaktadır. Bu yöntem finans literatüründe, dolaysız finansman yöntemi (fonların direkt transferi) olarak da bilinmektedir. Bkz. **Gürel Konuralp.** Sermaye Piyasaları: Analizler, Kuramlar ve Portföy Yönetimi. 1. Baskı. İstanbul: Alfa Yayınları. 2001, s. 17.

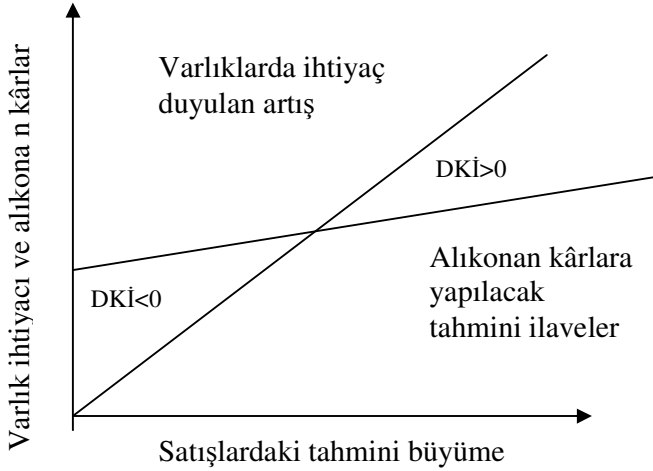
²² **İstanbul Menkul Kıymetler Borsası.** Sermaye Piyasası ve Borsa Temel Bilgiler Kılavuzu <http://www.imkb.gov.tr/yayinlar/spkilavuzu.htm>, 2005, s.174.

1.3. Büyüme Kavramı

Büyüme kısaca firma varlıklarının değerinin artması olarak tanımlanır²³. Büyüme, kârın maksimize edilmesi gibi işletmelerin öncelikli amaçlarındandır. Firmaların büyümesinin temel nedeni, büyük ölçekte üretimin, maliyetlerin azalması, risklerin çeşitlendirilmesi, işgücü kalitesinin artması ve araştırma-geliştirme giderlerinin azalması gibi yarattığı avantajlardır.²⁴

Büyüme amaçlayan işletmeler, iç kaynakları veya birleşmeler yardımı ile bu amaçlarını gerçekleştirirler. İç kaynaklar kullanılarak gerçekleştirilen büyümede, firmaların faaliyetlerine bağlı olarak elde ettikleri kârlar hissedarlara dağıtılmayarak işletme bünyesinde tutulur.²⁵ Diğer bir ifade ile dışsal finansman seçeneği göz önünde bulundurulmamaktadır. İçsel büyüme oranı, aşağıdaki şekilde iki çizginin birleştiği noktada yer almaktadır.

Şekil 1: İçsel Büyüme Oranı



Kaynak: Stephen Ross, Randolph Westerfield, Jeffrey Jaffe, Bradford Jordan. Corporate Finance: Core Principles and Applications. New York: McGraw Hill Higher Education. 2006, s. 74.

²³ Brian Butler, David Butler ve Alan Isaacs. Oxford Dictionary of Finance and Banking. Oxford: Oxford University Press, 1997, s. 162.

²⁴ Öztin Akgüç. Finansal Yönetim. Yenilenmiş 7. Baskı. İstanbul: Avcıol Basım-Yayın, 1998, s. 889.

²⁵ İç kaynaklar yardımı ile yapılan finansman içsel finansman olarak tanımlanırken; dış kaynaklar yolu ile gerçekleştirilen finansman dışsal finansman olarak adlandırılmaktadır.

Bkz. http://www.investorwords.com/2561/internal_financing.html

Şekilde noktanın solunda dış kaynak ihtiyacı (DKİ) 0'dan küçük iken, noktanın sağında 0'dan büyük olmaktadır. Diğer bir ifade ile varlıklardaki artış alıkonan kârlara yapılan ilavelerden yüksek olduğu sürece firmanın dış kaynak ihtiyacı artmaktadır.

İçsel büyümede dış kaynakların kullanılmaması, kârların yüksek bir oranda alıkonmasına, yüksek bir özsermaye kârlılığına ve düşük bir borç/özsermaye rasyosuna bağlıdır.²⁶

İçsel büyüme oranı, toplam varlıkların kârlılığı ve alıkonan kârlar yardımı ile bulunmaktadır.

$$\text{İçsel büyüme oranı} = \frac{\text{Toplam varlık karlılığı} \times \text{alıkonan kârlar}}{(1 - \text{Toplam varlık kârlılığı}) \times \text{alıkonan kârlar}}$$

Büyümenin sağlıklı olabilmesi için işletmenin finansal riskini arttırmadan gerçekleşmesi gerekmektedir. Dolayısıyla, işletmeler için önemli olan sürdürülebilir büyüme oranının gerçekleşmesidir. Bu oran sabit borç/özsermaye rasyosunu koruyarak dış özsermaye finansmanına ihtiyaç duyulmadan elde edilecek oranı ifade etmektedir.

Sürdürülebilir büyüme oranı, özsermaye kârlılığı ve alıkonan kârlar yardımı ile bulunmaktadır.²⁷

$$\text{Sürdürülebilir büyüme oranı} = \frac{\text{Özsermaye karlılığı} \times \text{alıkonan kârlar}}{(1 - \text{Özsermaye karlılığı}) \times \text{alıkonan kârlar}}$$

Sürdürülebilir büyüme oranı, aynı zamanda işletmelerin hisse senedi değerlemesinde kullanılan bir göstergedir. Hisse senedi değerlemesinde bu gösterge, kâr paylarının büyüme oranı olarak tanımlanır.²⁸

²⁶ **Bradford Jordan, Randolph Westerfield ve Stephen Ross.** Essentials of Corporate Finance. 5th Edition. New York: McGraw Hill. 2005, s. 63.

²⁷ **Ross, Westerfield, Jaffe ve Jordan (2006)**, a.g.e, ss. 74-75.

²⁸ **Brealey ve Myers**, a.g.e, s. 66.

Özetle, özsermaye kârlılığını oluşturan formül incelenecek olursa, sürdürülebilir büyümeyi aşağıdaki faktörlerin belirlediği anlaşılmaktadır:²⁹

- Kâr marjı
- Kâr payı dağıtım politikası
- Finansman politikası
- Toplam varlık kârlılığı

Şirketlerin yönetimlerinin kaliteli olması, gelirleri ve kârlarının, enflasyon oranı ve tüm ekonomiye kıyasla daha yüksek büyüme oranına ulaşmasını ve hisse senetlerinin büyüme potansiyelini artırmaktadır. Büyüme potansiyeline sahip şirketlerin özellikleri aşağıdaki gibi sıralanabilir³⁰:

“—Kâr marjının ve toplam varlık kârlılığının yüksek, hisse başına kârların büyüme oranının istikrarlı ve borçlanma oranının düşük olması

—Yasal düzenlemelerden etkilenmemesi

—Araştırma –geliştirme faaliyetleri sonucu farklı mallar üretebilme ve yeni pazarlara girme şansının olması

—İşçilik maliyetlerinin düşük olmasına karşı uzman işçilerin ücretlerinin yüksek olması

—Rekabetin yoğun olmadığı pazarlarda faaliyet göstermesi”.

Büyüme potansiyeli olan hisse senetlerine verilecek fiyatların bulunması finans literatüründe çözülmesi zor konulardan birini oluşturmaktadır. Bu çerçevede, söz konusu hisse senetlerinin basit bir değerlendirme yöntemi ile fiyatlarının belirlenebileceği görülmüştür. Bu değerlendirme yöntemi, fiyat/kazanç oranının hisse başına kârdaki beklenen büyüme oranına bölünmesi ($F/K \div \Delta HBK$) ile elde edilmektedir. Bu kapsamda,

²⁹ Jordan, Westerfield ve Ross (2005), a.g.e,s . 65.

³⁰ Mark Hirschey ve John Nofsinger. Investments:Analysis and Behaviour. New York:McGraw Hill. 2007, s. 328.

fiyat/kazanç oranı 20 ve hisse başına kârdaki beklenen büyüme oranı %20 olursa, ilgili oranın 1'e eşit olacağı görülebilir. Bu oranın, 1'den büyük olması, değerlendirme konusu olan hisse senedinin aşırı değerli olduğunu göstermektedir. $F/K \div \Delta HBK$ oranının 1'den küçük olması ise, analize konu olan hisse senedinin yatırım için uygun olduğunu göstermektedir. Özetle, $F/K \div \Delta HBK$ oranı azaldıkça, hisse senetlerine yatırım kârlı hale gelmektedir. Bu değerlendirme yönteminin güvenilirliğinin artması için ΔHBK ³¹'nin doğru tahmin edilmesi gerekmektedir.³²

Büyüme oranının hesaplanmasında iki yöntem kullanılır. İlk yöntem, işletmenin geçmiş verileri kullanılarak ortalama büyüme oranının hesabı ile bunun ileriye uygulanmasını içerir. Satışlar veya gelirler ile ilgili büyüme oranı belirlenirken, işletmelerin en son dönemdeki performansı ön plana çıkmaktadır. Buradan elde edilecek büyüme oranı, gelecek dönemdeki büyüme oranının tahmin edilmesini kolaylaştırmaktadır. Ancak, geçmişe dayalı olarak hesaplanan büyüme oranının gelecek için iyi bir temel olmadığı da belirtilmektedir.

Bu kapsamda, geçmiş dönemde hızla büyüyen işletmelerin hızla büyümeye devam edeceği veya düşük hızla büyüyen işletmelerin düşük hızla büyümeyi sürdüreceği kolayca belirlenmemektedir. Bu durumda, firmanın büyüklüğü büyüme hızının geliş hakkında önemli bilgiler vermektedir. Standart büyüklüğü olan, düzenli nakit akımlarına sahip işletmelerin küçük işletmelere kıyasla geçmişte ekonominin ortalama büyüme oranına eşit büyümeyi gelecek dönemlerde de devam ettirdikleri belirtilmektedir.³³

İkinci yöntem ise, şirketin yapısı ile ilgili temel göstergeler kullanılarak büyüme oranının hesabıdır. İkinci yöntemde kullanılan temel göstergeler, yeni yatırımlara ayrılan fon miktarı, yatırımların niteliği ve yeni dağıtım kanallarının oluşturulması gibi konuları içerir. Bu konuların, işletmenin büyüme oranının hesabında dikkate

³¹ ΔHBK , hisse başına kârdaki beklenen büyüme oranını göstermektedir.

³² Hirschey ve Nofsinger, a.g.e, ss. 339-340.

³³ Gürel Konuralp. Sermaye Piyasaları: Analizler, Kuramlar ve Portföy Yönetimi. 2. Baskı. İstanbul: Alfa Yayınları. 2005, s. 184.

alınmasının temel nedeni, işletmenin nakit akımı sağlayan varlıklarının bulunması ve işletmelerin gelecek dönemlerde de bu varlıkları kullanacağı varsayımdır.³⁴

Kâr paylarının büyüme oranı, işletmede alıkonan ve yeniden yatırılan kaynakların miktarı, alıkonan kârların getirisi ve mevcut varlıkların getirisinden etkilenir. Firma açısından, işletmenin faaliyette bulunduğu endüstrinin durumu, stratejik pozisyonu, yönetimin kalitesi, kâr paylarının geçmiş yıllarda gösterdiği büyüme oranının tespiti, bilanço değerlendirmesi ve oran analizi, kâr paylarının büyüme oranının belirlenmesinde ön plana çıkan unsurlardır.

Kâr paylarının büyüme oranının belirlenmesinde üçüncü önemli faktör ekonomideki gelişmelerdir. Her işletmenin farklı bir büyüme oranına sahip olması normal karşılanmalıdır. Ancak, uzun dönemde kâr paylarının büyüme oranı reel Gayri Safi Milli Hâsıla ve enflasyon toplamından büyük olmayacağı düşünülmektedir. Kâr paylarının büyüme oranı, ekonomik büyüme oranından büyük olursa milli gelirin dağılımı açısından sorunlar yaşanabilir.³⁵

Hisse senedi başına kâr paylarının büyüme oranı, hisse başına gelirlerin büyüme oranı ve bu gelirlerin kâr payı olarak dağıtılan kısmı ve büyümeyi sağlayan yatırımlar için kullanılan miktardan etkilenmektedir. Dolayısıyla, büyüme, hisse başına alıkonan kârlar ve yatırımlar için kullanılan kârlar ile ilişkilidir. Uzun dönemde büyüme oranının yükselmesi, faaliyetlerden sağlanan gelirlerin bir bölümünün yatırımlar için kullanılmasına bağlıdır. Fakat firmalar arasında farklı büyüme kalitesinin olması, yatırımlar üzerinden sağlanacak getirilere bakılmasını gerektirmektedir. Bu kapsamda, toplam sermayenin veya öz sermayenin getirisinin artması büyüme oranını ve firmanın değerini olumlu etkileyeceği söylenebilir.

Genel olarak, kâr paylarının büyüme oranı ve hisse başına gelirdeki büyüme oranı arasında bir fark bulunmaktadır. Bu, işletmenin kâr dağıtım oranındaki değişiklik ile ilgilidir. Ancak, bu fark uzun dönemde kapanmakta ve birbirine eşit olmaktadır. Hisse başına gelirdeki büyüme oranı, dağıtılmayan kârların oranı ve işletmelerin özsermaye

³⁴ Konuralp (2005), a.g.e, s. 184.

³⁵ Glen Arnold. Corporate Financial Management. FT Prentice Hall: Harlow, 2005, ss. 918-921.

kârlılığı kullanılarak hesaplanır. İşletmenin dağıtılmayan kârları ve özsermaye kârlılığı arttıkça, büyüme oranı da yükselmektedir.³⁶

$$\begin{aligned} \text{Büyüme oranı}(g) &= \text{Dağıtılmayan kârlar oranı} \times \text{Özsermaye kârlılığı} \\ &= (\text{Dağıtılmayan kâr}/\text{Net kâr}) \times \text{Özsermaye kârlılığı} \end{aligned}$$

Dağıtılmayan kârların oranı işletme yönetimince belirlenir. Özsermaye kârlılığı ise, firmanın faaliyetlerinde başarılı olmasına ve finansal kaldıraç olumlu kullanmasına bağlıdır. Bu çerçevede, özsermaye kârlılığı, net kâr marjı, toplam varlık devir hızı ve finansal kaldıraçın çarpımından oluşur.³⁷

$$\text{Özsermaye kârlılığı} = \frac{\text{Net kar}}{\text{Satışlar}} \times \frac{\text{Satışlar}}{\text{Toplam Varlıklar}} \times \frac{\text{Toplam Varlıklar}}{\text{Özsermaye}}$$

Net kâr marjı, işletmenin iş döngüsünün belirlediği bir gösterge olup, rekabet ve durgunluk dönemlerine göre değişmektedir. Rekabet yüksekse ve durgunluk varsa, kâr marjı olumsuz etkilenir. Toplam varlık devir hızı, işletmenin faaliyet etkinliğinin bir ölçüsüdür. Bununla beraber, varlık ve sermaye gereksiniminin olup olmadığını belirler. Son unsur olan finansal kaldıraç³⁸, yatırımların finansman şeklini gösterir. Yatırım kârlılığının borcun maliyetinden yüksek olması koşulu ile finansal kaldıraç artması özsermaye kârlılığını olumlu etkiler. Buna karşılık, işletmenin finansal riski de artar.³⁹

1.4. Pazar Değeri Kavramı

Finansal yönetim açısından firma amaçlarına yönelik olarak dönen ve duran varlıklara aktarılacak fonların belirlenmesi, en uygun finansman kaynaklarının sağlanması ve kâr payı dağıtım politikasının oluşturulması önem taşımaktadır. İşletmeler, dönen ve duran

³⁶ **Richard A. Brealey, Stewart C. Myers ve Franklin Allen.** Corporate Finance. Eighth Edition. New York: McGraw Hill International Edition, 2005, s. 802; Ayrıca bkz ve karşı. **Konuralp**, a.g.e, s. 187-189.

³⁷ **McGuigan, Kretlow ve Moyer** a.g.e, s.87.

³⁸ Finansal kaldıraç, borçların toplam finansman içindeki payı olarak tanımlanmaktadır. Buna göre, finansal kaldıraçtaki artışlar, finansal riski ve sermaye maliyetini olumsuz etkilemektedir. Bkz. **Niyazi Berk.** Finansal Yönetim. 8.Baskı. İstanbul: Türkmen Kitabevi, 2005, s. 289.

³⁹ **J.David Spiceland, James F.Sepe ve Lawrence A. Tomassini.** Intermediate Accounting. New York: McGraw Hill. 2006, ss. 238-240.

varlıklara yönelik kararlarını günlük olarak alırken, finansman ve kâr payı dağıtım politikalarını farklı bir strateji ile oluşturmak durumundadırlar. Bu çerçevede, finansal kararların alınmasında temel hareket noktasının işletmenin pazar değerini en yükseğe çıkarmak olduğu belirtilebilir.⁴⁰

Finansal yöneticiler tarafından alınan kararların doğrudan hissedarları ilgilendirdiği ifade edilebilir. Bu çerçevede, varlıkların yönetimi ve finansman politikasına dönük kararlar hissedarların elindeki hisse senetlerinin değerinde artışa veya azalışa neden olacaktır. Dolayısıyla, işletme yönetiminin temel amacının mevcut hisse senedinin fiyatının en yüksek seviyeye çıkarılması olduğu belirtilebilir. Pay sahiplerinin alacaklarının, borç verenler, çalışanlar ve diğer ilgili grupların alacaklarından sonra geldiği belirtilmektedir. Bu nedenle, işletme varlıklarından hissedarlara kalan tutardaki yükseliş, olumlu bir gösterge olarak değerlendirilebilir.

Firmaların çıkarılmış hisse senetlerinin bulunmaması, yukarıda tanımlanan amacın farklı bir şekilde ifade edilmesine neden olur. Bu durumda, ortakların sermayesi olan özsermayenin mevcut pazar değerinin en yükseğe çıkarılması temel amaç olarak ifade edilir.⁴¹

Küçük işletmelerde, yönetim ve hissedarlar aynı kişilerden oluşabilir. Büyük işletmelerde ise, çok fazla hissedar bulunduğundan yönetimin ve sahipliğin birbirinden ayrılması gerekmektedir. Bu ayrımın yapılabilmesi ancak, hissedarların ve yöneticilerin ortak bir amacının bulunmasına bağlıdır. Finans teorisinde, bu ortak amaç hissedarların yatırımlarının pazar değerinin maksimum yapılması olarak tanımlanmaktadır.

Bazı durumlarda, şirketin pazar değerinin en yükseğe çıkarılması, kârların maksimizasyonu olarak algılanmaktadır. Ancak, bu iyi tanımlanmamış bir amaç olarak değerlendirilmektedir. Bunun üç önemli nedeni bulunmaktadır. İlk olarak, kısa dönemli kârların artırılması için maliyetlerin azaltılması, uzun dönemli kârların tehlikeye atılmasına neden olmaktadır. İkinci olarak, uzun dönemli kârların artırılması, kârların alıkonması ile mümkün olmaktadır. Ancak, yatırımların getirisinin çok düşük olması

⁴⁰ **Stanley B.Block ve Geoffrey A. Hirt.** Foundations of Financial Management. 11th Edition. New York: Mc-Graw Hill. 2005, ss.7-8.

⁴¹ **Ross, Westerfield, Jaffe ve Jordan (2006)**, a.g.e, ss. 12-13.

durumunda, firmanın hissedarları olumsuz etkilenmektedir. Üçüncü olarak, kârların hesaplanmasında kullanılan farklı yöntemler, firmaların yanlış kararlar vermesine neden olabilmektedir. Bu çerçevede, farklı işletme amaçlarının gerçekleştirilmeye çalışılması, uzun dönemde hisse senetlerinin pazar değerinin azalmasına neden olarak yönetimlerin finansal açıdan zor duruma düşmesini sağlamaktadır.⁴²

Yöneticilerin ve hissedarların ortak amaca sahip olmaları, çeşitli faktörlere bağlıdır. Bunlar, yöneticilere verilen tazminat miktarı, yönetim kurulunun yöneticilere karşı tutumu, devralmalar, özel denetimin varlığı ve yasal düzenlemeler olarak sıralanmaktadır. İlk olarak, yöneticilere verilen tazminatın miktarı, hissedarların refahını doğrudan etkilemektedir. İşletmeler, yöneticilere uygun ve makul bir tazminat verirlerse, şirketlerin temel amaçları doğrultusunda çalışmasını sağlayarak, hisse senetlerinin pazar değerini olumlu etkileyebilirler. İkinci olarak, yönetim kurulunun yöneticilere karşı tutumu, hissedarların beklentilerini karşılamaya yönelik olmalıdır.

Şirketi iyi yönetemeyen yöneticilere hoşgörülü davranılması, hissedarların yönetim kurulunu değiştirmesine neden olmaktadır. Üçüncü olarak, şirketlerin yönetimlerinin devralmalar sonucu değişmesi, hissedarların lehine bir gelişme olarak değerlendirilebilmektedir. Dördüncü olarak, piyasalarda faaliyet gösteren işletmeler sürekli denetime tabi tutulmaktadır. Bu çerçevede, hissedarlar, analistlerin gözlemlerini dikkate alarak pay senetlerinin pazar değerini korumaktadırlar. Son olarak, yasal düzenlemeler, yöneticilerin şirketin çıkarlarını korumakla yükümlü kılmaktadır. Dolayısıyla, hissedarlar, yöneticilerin yasalara uymalarını sağlayarak işletmelerin amaçlarını gerçekleştirmesine yardımcı olur.⁴³

İşletmenin pazar değeri, varlıklarının finansmanında kullanılan varlıkların getirisi ve riski ile yakından ilişkilidir. Bu kapsamda, kârlılık ve risk arasında pozitif bir ilişki olduğu söylenebilir. Firmalar kârlılıklarını yükselterek üstlendikleri riskleri de arttırmaları. Finansal yöneticiler için önemli olan kârlılık ve risk arasında uygun bir

⁴² **Richard A. Brealey, Stewart C. Myers ve Alan J. Marcus.** Fundamentals of Corporate Finance. Fifth Edition. New York: Mc-Graw Hill, 2005, ss. 11-12.

⁴³ **Brealey, Myers ve Marcus,** a.g.e, s. 15-16; Hissedar ve yönetici amaçları hakkında daha fazla bilgi için bkz. **Block ve Hirt,** a.g.e, ss. 12-13.

dengeinin oluşturulmasıdır. Firmalar kâra yönelik hedefler oluşturarak özkaynaklarını ve pazar değerini en yüksek seviyeye çıkarırlar. Kâra yönelik hedeflerin, özsermaye kârlılığını, kâr marjını, toplam varlık kârlılığını arttırarak ve sermaye maliyetini de azaltarak özkaynaklarda ve pazar değerinde yükselişe katkıda bulunduğu belirtilmektedir.⁴⁴

Kâr odaklı amaçların, hissedarlara yönelik olması, işletmelerin yönetimi açısından önemli görüş ayrılıklarını beraberinde getirmektedir. Bu çerçevede, firmaların temel amaçları belirlenirken, hissedarların çıkarları dışında toplumun diğer gruplarının beklentilerinin dikkate alınması gerekmektedir. Bunun en önemli nedeni, firmaların net kârının çeşitli gruplar arasında bölüşülmesidir. Bunlar, hissedarlar, yönetim, çalışanlar, borç verenler, devlet ve benzeri gruplar olarak sıralanmaktadır. Bu nedenle, kâr dağıtım politikası oluşturulurken ve benzeri finansal kararlar verilirken, bu grupların beklentilerinin karşılanmasına özen gösterilmesi gerekmektedir.⁴⁵

İşletmelerin sadece hissedarların çıkarlarını gözetmesi, uzun dönemde pay senetlerinin değerini olumsuz etkiler. Bunun en önemli nedeni, içinde oldukları toplumu oluşturan kişi ve kurumların sosyal amaçla, ekonomik etkinlik seçimini dengeleyen kuralları oluşturmalarıdır. Dolayısıyla, sosyal amaçlarla ve finansal amaçların bir araya getirilmesi arzu edilen firma performansının oluşmasına yardımcı olacaktır.⁴⁶

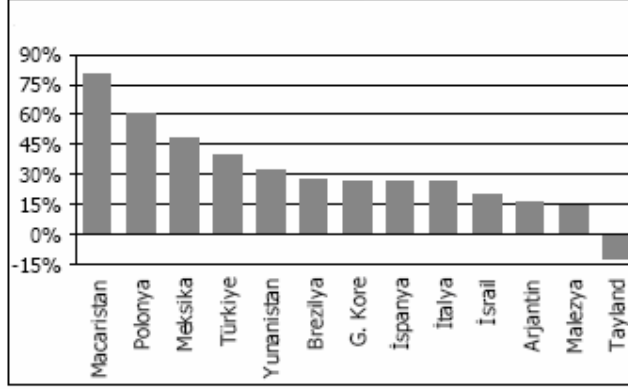
2004 yılı, İstanbul Menkul Kıymetler Borsası ve uluslararası borsaların endeksleri açısından diğer yıllara oranla daha olumlu geçmiştir. 11 Eylül saldırısı ve Enron skandalı gibi gelişmelerle kötü etkilenen menkul kıymet piyasaları 2001 ve 2002 yıllarına kıyasla, 2003 yılında borsa yatırımcılarının önemli bir bölümünün getirilerinin artmasını sağlamıştır. 2004 yılındaki getiriler 2003 yılına göre düşük gerçekleşmiştir. Bununla beraber, Tayland dışındaki ülkelerin borsaları pozitif getiri sunarak, yatırımcıları olumlu etkilemiştir.

⁴⁴ Berk, a.g.e, s. 9-10.

⁴⁵ İşletmelerin finansal amaçları ile finansal olmayan amaçları bir arada gerçekletirmesi finans literatüründe sosyal sorumluluk kavramı olarak bilinmektedir. Ayrıntılı bilgi için bkz. **Richard Pike ve Bill Neale**. Corporate Finance and Investment: Decisions and Strategies FT Prentice Hall. Harlow. 2003, ss. 16-17.

⁴⁶ **James C Van Horne ve John M Wachowicz, JR.** Fundamentals of Financial Management. Twelfth Edition. Harlow: FT Prentice Hall. 2005, s. 7.

Şekil 2: 2004 Yılında Borsa Endekslerinin Dolar'a Göre Sıralaması



Kaynak: Türk Sermaye Piyasası Aracı Kuruluşları Birliği (2004) . Türk Sermaye Piyasası. <http://www.tspakb.org.tr/docs/rapor04/sermayepiyasasi2004.pdf>, s. 33.

Tayland Borsası 2003 yılında %135 getiri sağlarken, 2004 yılındaki getirisi %12 gerileyerek %123'e ulaşmıştır. Bu düşüşün en önemli sebebi, 2003 yılında yüksek getiri sağlayan yatırımcıların 2004 yılındaki kâr realizasyonları olarak gösterilmektedir.⁴⁷

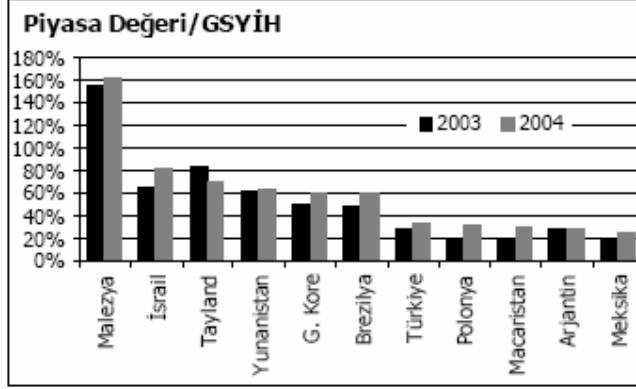
Gelişmekte olan Doğu Avrupa ülkelerine bakıldığında, borsalarındaki getirilerin yüksek olduğu söylenebilir. Getiri sıralaması incelendiğinde, Macaristan ve Polonya'nın sırasıyla %80 ve %60 getirileriyle ilk sırada bulunduğu görülmektedir. Bu borsaları, dolar bazında %48 ve %38 oranında getirileriyle Meksika ve Türkiye'nin izlediği belirtilmektedir.⁴⁸

Borsada kayıtlı şirketlerin piyasa değerinin gayri safi yurtiçi hâsılaya oranı, borsaların ülke ekonomisindeki önemini vurgulamaktadır. Bu kapsamda, hisse senedi fiyatları ve piyasa değerlerinin birçok ülkede yükseldiği görülebilir.

⁴⁷ "Kar realizasyonu, bir menkul kıymetin alış fiyatından daha yüksek bir fiyatla satıldığı zaman ortaya çıkmaktadır". Bkz. <http://www.investopedia.com/terms/r/realizedprofit.asp>

⁴⁸ Türk Sermaye Piyasası Aracı Kuruluşları Birliği (2004), a.g.e, s. 34.

Şekil 3: 2003 ve 2004 Yıllarında Seçilmiş Ülke Borsaları'nda Kayıtlı Firmalara Ait Göstergeler



Kaynak: Türk Sermaye Piyasası Aracı Kuruluşları Birliği (2004), a.g.e, s. 34.

Borsanın ülke ekonomisine oranla büyüklüğü çerçevesinde Malezya'nın diğer ülkelere kıyasla en yüksek orana sahip olduğu belirtilebilir. Bu sıralamada Malezya'dan sonra yer alan İsrail'in söz konusu oranı %16 artışla %81'e ulaşmıştır. Tayland 2003 yılında ikinci sırada bulunurken, 2004 yılında sıralamada üçüncü olmuştur. 2003 yılında Türkiye'de GSYİH'nın %29'unu oluşturan piyasa değeri, 2004 yılında %3,5 artışla %32,5 olmuştur.⁴⁹

1.5. Diğer Değer Kavramları

Finans literatüründe değerlendirme konusu çerçevesinde pazar değeri dışında çeşitli değer kavramları kullanılmaktadır. Bunların başlıcaları, nominal değer, tasfiye değeri, işleyen teşebbüs değeri, gerçek değer, borsa değeri, muhasebe değeri ve net aktif değeri olarak sıralanır.

⁴⁹ Türk Sermaye Piyasası Aracı Kuruluşları Birliği (2004), a.g.e, s. 34.

1.5.1. Nominal Değer

Nominal değer, “hisse senedinin üzerinde yazılı olan; toplam sermayenin miktarını belirleyebilmek için hisse senedinin ilk çıkarılışı sırasında belirlenen değer”⁵⁰ olarak tanımlanır. Şirketler, adi hisse senetlerini nominal değerli ve nominal değersiz ihraç edebilmektedirler. Piyasaların gelişmiş olduğu ülkelerde genelde nominal değersiz hisse senedi çıkarılabilirken, ülkemizde yalnızca nominal değerli hisse senedi ihraç edilebilmektedir. Nominal değer iki önemli işlevi bulunmaktadır. Bunlar, hisse senedine isabet eden kar payının belirlenmesi ve muhasebe kayıtları için temel oluşturmasıdır. Türk Ticaret Kanunu, hisse senedinin nominal değerinin minimum 1 Yeni Kuruş olabileceğini ve bunun birer yeni kuruş olarak artırılabilirliğini belirtmektedir.⁵¹

1.5.2. Tasfiye Değeri

Tasfiye değeri, işletmenin varlıklarının belirli bir zaman dilimi içinde zorunlu olarak satılması sonucu sağlanan gelirden işletme borçlarının çıkarılması ile bulunan tutarın hisse senedi sayısına bölünmesi ile elde edilir. Tasfiye değeri, piyasa değerinin bulunması bakımından büyük önem taşımaktadır. Bunun nedeni, tasfiye değerinin hisse senedinin piyasa değeri için alt sınırı oluşturmasıdır. Bu çerçevede, hisse senedinin piyasa değerinin tasfiye değerinden düşük olması, ilgili işletmenin tasfiyesini gündeme getirebilir.⁵²

1.5.3. İşleyen Teşebbüs Değeri

İşleyen teşebbüs değeri, şirketin faaliyette bulunduğu süre içinde hisse başına elde edilecek değer olarak tanımlanmaktadır. İşleyen teşebbüs değerinin bulunmasında, tasfiye değeri için kullanılan formülden yararlanılmaktadır. Fakat iki değer kavramı toplam varlık değerlerinin hesaplanma şekli ile birbirinden ayrılır. Tasfiye değerinde

⁵⁰ Nurhan Aydın, Metin Çoşkun, Hasan Bakır, Ali Ceylan ve Mehmet Başar. Finansal Yönetim. 3. Baskı Eskişehir: Anadolu Üniversitesi Yayınları. 2005, s. 243. Nominal değer kavramı finans biliminde itibari değer adıyla da kullanılmaktadır. Bkz ve karşı. Konuralp (2001), a.g.e, s. 154.

⁵¹ İstanbul Menkul Kıymetler Borsası (2005), a.g.e, s. 170.

⁵² Konuralp (2005), a.g.e, s. 178.

kullanılan toplam varlık değeri, varlıkların zorunlu olarak satılmasıyla elde edilmektedir. Ancak, işleyen teşebbüs değerindeki toplam varlıkların değeri, cari piyasa değerleri ile beraber şerefiye, pazar payı, firma itibarı gibi maddi olmayan unsurların toplanması ile bulunmaktadır.⁵³

1.5.4. Gerçek Değer

Hisse senetlerinin gerçek değeri, işletmenin varlıkları, kârlılık oranları, kar payları ve sermaye yapısı gibi önemli değişkenlere göre oluşmaktadır. Diğer bir ifade ile, firmanın gelecek dönemdeki gelir yaratma gücü ile hisse senetlerinin beklenen getirisi dikkate alınarak hisse senetleri için normal kabul edilen değer olarak tanımlanır.⁵⁴

1.5.5. Borsa Değeri

Borsa değeri, Hisse senetleri için en objektif değer olarak nitelendirilmektedir. Borsa değeri, bazı kaynaklarda piyasa değeri olarak tanımlanmaktadır.

Borsa değeri objektif bir değer olmasına rağmen, sürekli olarak kullanılması zorunluluğu bulunmamaktadır. Bunun en önemli nedeni, piyasaların zayıf veya güçlü olduğu dönemlerin borsa değerini hisse senedinin gerçek değerinin çok altında ya da çok üstünde göstermesidir. Bu çerçevede, gerçek değer, hisse senedinin piyasadaki koşullardan ayrı olarak oluşan değeri olarak ifade edilebilir. Bununla beraber, borsaya kote olmayan şirketlerin, borsa değerinin bulunmaması farklı değerlendirme yöntemlerinin uygulanmasını zorunlu hale getirmektedir.⁵⁵

1.5.6. Muhasebe Değeri

Şirketlerin bilançolarında bulunan öz sermaye rakamının toplam hisse senedi sayısına bölümü ile hisse senetlerinin muhasebe değeri elde edilmektedir. Muhasebe değeri, finans literatüründe defter değeri olarak da bilinmektedir.

⁵³ **Investopedia.** Going-Concern Value, <http://www.investopedia.com/terms/g/goingconcernvalue.asp>, 2007.

⁵⁴ **İstanbul Menkul Kıymetler Borsası (2005)** ,a g.e, s. 172.

⁵⁵ **Türkiye Sermaye Piyasası Aracı Kuruluşları Birliği.** Temel Finans Matematiği, Değerleme Yöntemleri, Muhasebe ve Mali Analiz. 2007a. http://www.tspakb.org.tr/docs/egitim_notlari/finans_matematigi_temel.pdf s. 117.

Enflasyonun çok yüksek olduğu ülkelerle ilgili değerlendirmelerde, mali tabloların yanıltıcı etkisi, muhasebe değerini anlamlı bir gösterge olmaktan çıkarmaktadır. Buna karşı, sermayenin nakit ve menkul kıymet olarak oluştuğu firmalarla ilgili analizlerde, muhasebe değerinin daha iyi sonuçlar verdiği görülmektedir.⁵⁶

1.5.7. Net Aktif Değeri

Net aktif değerlemesi, “pay senedinin belirli bir faaliyet dönemi sonunda düzenlenen bilançodaki net aktif tutarı ile tanımlanması”⁵⁷ şeklinde ifade edilmektedir.

Net aktif değeri belirlenirken, tasfiye durumundaki firmanın aktif kalemlerinin satışı ve nakde çevrilmesi ile borçlarının ödenmesi ile ilgili işlemler yapılmaktadır. Dolayısıyla, net aktif değeri, şirketin tasfiye değeri olarak da tanımlanabilir. Teorik olarak, tasfiye sürecinde olduğu düşünülen firmanın net aktif değerinin piyasa değerinden daha düşük olması gerektiği belirtilmektedir. Aksi takdirde, piyasanın hedefteki firmayı düşük değerlediği söylenebilir. Bu çerçevede, net aktif değerlerinin kullanımında analistlerin gerekli özeni göstermesi gerekmektedir.⁵⁸

1.6. Hisse Senedi ve Şirket Değerlemesi ile İlgili Yöntemler

Hisse senedinin kıymetinin değerlendirilmesinde göz önünde bulundurulacak kriterler/faktörler ana hatlarıyla literatürde aşağıdaki gibi belirlenmiştir:

a. Makro ekonomik veriler:

- Genel ekonomik durum
- Konjonktürel (tahmini) beklentiler
- Ekonomik hayatı etkileyebilecek siyasi faktörler
- Faiz oranlarındaki gelişimin/gelişmelerin sermaye ve para piyasaları üzerindeki etkisi

⁵⁶ Türkiye Sermaye Piyasası Aracı Kuruluşları Birliği (2007a), a.g.e, s.117.

⁵⁷ Muharrem Özdemir. Finansal Yönetim. 2. Baskı İstanbul: Türkmen Kitabevi. 1999, s.372.

⁵⁸ Denzil Watson ve Anthony Head. Corporate Finance: Principles & Practice. Third Edition. FT Prentice Hall. Harlow. 2004, s.315

- Kurların genel gidişatından anlaşılan borsanın eğilimi
- Belirli ekonomik sektörlerdeki beklentiler

b. Mikro ekonomik veriler:

- Şirketin tarihsel gelişimi
- Şirketin örgütlenmesi
- Şirketin pazardaki konumu
- Şirketin faaliyet alanı
- Sermayesinin rantabilitesi (verimliliği/kârlılığı)
- Sermayenin yapısı (özsermaye/yabancı sermaye arasındaki oran; borçların vadeleri)
- Firmanın malvarlığı/likiditenin yapısı
- Hisse senedinin sahipleri (halka açık anonim şirket/ aile tipi anonim şirket)
- İdarenin/yönetimin niteliği
- Kurlardaki gelişim
- Kar payı/Kâr dağıtım politikası**⁵⁹ (Görülüyor ki hisse senedinin değerlendirilmesinde kâr/kar payı dağıtım politikası mikro ekonomik faktörlerden biri olarak karşımıza çıkmaktadır)

Şirketin değerinin tespitine bakacak olursak, şirket değeri kavramının genel olarak, hisse senetlerinin toplam değeri kavramı ile aynı anlama geldiği değerlendirilmektedir. Fakat finans literatüründe, bu iki kavram aynı anlamda değerlendirilmediğinden, şirket değeri ile hisse senetlerinin toplam değeri arasındaki farkların vurgulanması gerekmektedir. Ayrıca, şirket değerlendirme yöntemlerinin pek çoğunun direkt olarak hisse senedi değerinin bulunmasına yönelik olması bu farklılığın önemini daha da arttırmaktadır.

Bu kapsamda incelendiğinde, bir şirketin sahibinin yalnız hissedarlardan oluşmadığı belirtilmektedir. Bunun en önemli nedeni, hissedarların dışında şirkete finansal borç veren kreditorlerin bulunmasıdır. Dolayısıyla, firmanın tasfiyesi gündeme geldiğinde, kreditorlerin alacağı hissedarların sağladığı sermayeye göre önce ödenmektedir.

⁵⁹ **Max Boemle.** Papiers- valeurs, titres et documents bancaires. Zurich. 1981, s. 208-209.

Şirket değeri kavramı, şirketin operasyonlarının değeri olarak tanımlanabilir. Buna örnek olarak, tek aktifi bir fabrikadan oluşan firmanın değerinin, fabrikanın piyasa değerine eşit olması gösterilebilir. Fakat fabrikanın tek sahibinin hissedarlar olmaması şirket değerinin, hazır değerler ve menkul kıymetler çıkarılması ile elde edilen net finansal borcu ve hisse senetlerinin değerinin toplanması ile bulunmasını gerektirir. Başka bir deyişle, hisse senetlerinin toplam değeri, şirket değeri ile net finansal borç arasındaki farka eşittir.⁶⁰

Hisse senetlerinin fiyatları, borsadaki arz ve talebe göre oluşmaktadır. Arz ve talepteki değişimler, hisse senetlerinin fiyatlarını artırmakta veya azaltmaktadır. Hisse senetlerinin talebinin yükselmesi fiyatlarını da olumlu etkilemektedir. Bu çerçevede, yeni bir ürün veya teknolojinin tüketicilerin kullanımına sunulması hisse senedinin fiyatında yükselişi beraberinde getirecektir. Bunun en önemli nedeni, gelecekte bu ürünün veya teknolojinin kullanımı nedeni ile firma kârlılığının artacak olmasıdır.⁶¹

Hisse senedi fiyatları genel anlamda şirketin gelir seviyesi, kâr payları, riski, sermaye maliyeti ve gelecekteki büyüme oranınca belirlenir. Dolayısıyla, şirket değerlendirme modellerinde bu unsurların göz önünde bulundurulması gerekir.⁶² Şirket değerlendirme modelleri, indirgenmiş nakit akımları yaklaşımı ve firma çarpanlarını kullanan modeller olmak üzere iki türdür.

1.6.1. İndirgenmiş Nakit Akımları Yaklaşımı

İndirgenmiş nakit akımları yaklaşımı, hisse senetlerinin gelecekte ödeyeceği kâr paylarının belirli bir iskonto oranı ile bugünkü değere indirgenmesi ve özsermaye sahiplerinin serbest nakit akımlarının bugünkü değere indirgenmesi yöntemlerini içerir. İndirgenmiş nakit akımları yönteminde, gelecekteki yatırımlardan beklenen nakit

⁶⁰ Türkiye Sermaye Piyasası Aracı Kuruluşları Birliği (2007a), a.g.e, s. 116.

⁶¹ Frank ve Bernanke, a.g.e, s. 677.

⁶² Edwin J. Elton, Martin J. Gruber, Stephen J. Brown ve William N. Goetzmann. Modern Portfolio Theory and Investment Analysis. Sixth Edition. John Wiley and Sons: USA, 2003, s. 444.

akışları, paranın zaman değeri, risk ve verimlilik faktörleri çerçevesinde değerlendirilmektedir.⁶³

1.6.1.1. Kâr Paylarının İndirgenmesi Yaklaşımı

Kâr paylarının indirgenmesi yaklaşımına göre, hisse senedinden beklenen kâr paylarının bugünkü değerinin toplamı hisse senedinin değerini verir. Bu modelde, hisse senedinden sağlanan net nakit akımlarının minimum karlılık oranına göre bugünkü değerinin, hisse senedinin satın alınması için gerekli harcamalardan fazla olması veya bu nakit akımlarının harcama miktarına eşitlenmesini sağlayan iç verim oranının minimum karlılık oranına göre fazla olması arzu edilir.⁶⁴

Modelde kâr paylarının bugünkü değerinin bulunmasında yararlanılan iskonto oranı öz sermaye maliyeti olarak ifade edilmektedir. Gelişme dönemindeki veya hızla büyüyen firmalar, pay senedi sahiplerinin beklentilerini karşılamakta zorlanmaktadırlar. Bunun en önemli nedeni, fonların verimlilik sağlayan yatırımlar için kullanılması sonucu az kâr payı dağıtılması veya alıkonan kârların tamamının yatırımlar için kullanılmasıdır. Dolayısıyla, kâr paylarının indirgenmesi yaklaşımı, büyüme hızının yüksek, kâr payı dağıtımının olmadığı firmalarda uygulanamamaktadır. Bu yöntemin kullanılacağı firmalar, olgunluğa erişmiş, kararlı ve istikrarlı firmalardır.⁶⁵

Bu yaklaşıma göre hisse senedinin gerçek değeri:

$$V = \frac{D_1}{(1+k)} + \frac{D_2}{(1+k)^2} + \dots + \frac{D_\infty}{(1+k)^\infty}$$

formülü ile hesaplanır.⁶⁶

⁶³ **Figen Zaif.** Firma Değeri Açısından Kâr ve Nakit Kavramı: İMKB’de Deneysel Bir İnceleme. Muhasebe ve Denetime Bakış. 2005, s. 42.

⁶⁴ “İç verim oranı, projenin beklenen nakit akımlarının bugünkü değerini, nakit çıkışına eşitleyen iskonto oranıdır. İç verim oranı, aynı zamanda yatırım projesinin beklenen getirisidir. Bu getiri, projenin finansmanında kullanılan fonların maliyetinden büyükse, firma bir artık değere sahip olmaktadır. Bu artık değer, hissedarların refahını artırmaktadır.” Bkz. **Scott Besley ve Eugene F. Brigham.** Essentials of Managerial Finance. 13th Edition. USA: Southwestern College Publishing. 2005, ss. 260-261.

⁶⁵ **Konuralp (2005)**, a.g.e, s. 192.

⁶⁶ **Anthony Saunders ve Marcia Millon Cornett.** Financial Markets and Institutions. 3rd Edition. NewYork: McGraw Hill. 2006, (Appendix 3A Equity Valuation) s.2.; Yabancı hisse senetlerine yapılan yatırımlarda kâr paylarının indirgenmesi yaklaşımı kullanılırken, kurlardaki hareketin göz önünde bulundurulması gerektiği belirtilmektedir. Kurların çok belirsiz olduğu ülkelerde yapılan hisse senedi yatırımlarının daha dikkatli bir şekilde analiz edilmesi gerektiği belirtilmektedir. Bkz. **Jeff Madura.** International Financial Management. Abridged 8th Edition. Mason: Thomson South-Western. 2007, s. 93.

Kâr paylarının sabit oranda büyümesi (g) durumunda, hisse senedinin değerinin hesaplanmasında yukarıda belirtilen kâr paylarının büyüme oranı ile çarpılarak belirli bir iskonto oranı (k) ile bugünkü değerlerinin bulunması gerekir. Bu nedenle yukarıdaki formül

$$V = \frac{D_0 \times (1+g)}{(1+k)} + \frac{D_0 \times (1+g)^2}{(1+k)^2} + \dots + \frac{D_0 \times (1+g)^\infty}{(1+k)^\infty}$$

şeklinde ifade edilir.⁶⁷

Bu model, finans literatüründe Gordon büyüme modeli olarak da bilinmektedir. Bu modelin geçerliliği çeşitli varsayımlarla sağlanmaktadır. Bu varsayımlar aşağıdaki gibi sıralanmaktadır:⁶⁸

- İşletmenin faaliyet süresinin sonsuz olarak kabul edilmesi
- Vergilerin dikkate alınmaması
- Değerleme için kullanılan iskonto oranının değişmemesi
- İç verim oranı “ r ” nin değişmemesi
- İşletmenin borçlanarak veya sermaye artırarak ilave finansman sağlayamaması
- Kar payı politikasının ve oto finansman oranının değişmemesi

Şirketlerin kâr payları her zaman sabit oranda büyümektedir. Genel olarak, ilk büyüme aşamasında düşük kâr payı ödenmekte veya hiç kâr payı dağıtılmamaktadır. Daha sonra, kârlardaki artışa bağlı olarak kâr payları da arttırılmaktadır. Olgunluk döneminde de, kâr paylarının firmanın ortalama büyüme oranına veya endüstrinin ortalama büyüme seviyesine eşit olarak gerçekleşmektedir. Dolayısıyla, kâr paylarının büyüme oranının sürekli dalgalanması, yukarıda ilk olarak açıklanan sabit büyüme modelinin sabit olmayan büyüme modeli biçimine dönüştürülmesini gerektirmektedir.

⁶⁷ **Zvi Bodie, Alex Kane ve Alan J. Marcus.** Investments. 6th Edition. New York: McGraw Hill International Edition. 2005, s. 611.

⁶⁸ **Mehmet Bolak.** Sermaye Piyasası: Menkul Kıymetler ve Portföy Analizi. 4. Bası. İstanbul: Beta Basım. 2001, s. 198.

Yeni modele göre, hisse senetlerinin değeri beş aşamada hesaplanmaktadır. Bu aşamalar, sabit olmayan büyüme dönemindeki kâr paylarının belirlenmesi ve bugünkü değerinin hesaplanması, sabit olmayan büyüme döneminin sonundaki tüm kâr paylarının bugünkü değerinin bulunması, gelecek dönemin beklenen fiyatının bugünkü değerinin hesaplanması ve sabit olmayan kâr paylarının ve beklenen fiyatın bugünkü değerinin toplanarak hisse senedinin bugünkü değerinin hesaplanması olarak sıralanabilir.⁶⁹

%12 beklenen getiriye sahip hisse senedi 0,25 TL kâr payı dağıtmakta ve gelecek 4 yıl boyunca kâr paylarının iki kat artması düşünülmektedir. 4. yıldan sonra bu artışın sabit olacağı ve %8 olarak gerçekleşeceği düşünülürse, 4. yılın fiyatı aşağıdaki tabloya göre

Tablo 1: Büyüme ve Kâr Payları Arasındaki İlişki

	1.yıl	2.yıl	3.yıl	4.yıl	5.yıl ve sonrası
Büyüme	100%	100%	100%	100%	%8
Kâr payları	0.50	1.00	2.00	4.00	4.32

Kaynak: McGuigan, Kretlow ve Moyer, a.g.e, s. 284.

$$P_4 = \frac{D_5}{r - g} = \frac{4.32}{0.12 - 0.08} = 108TL \text{ olarak hesaplanır.}$$

Dolayısıyla 4. yılın sonunda hisse senedinin bugünkü değeri

$$P_0 = \frac{0.50}{1.12} + \frac{1.00}{1.12^2} + \frac{2.00}{1.12^3} + \frac{4.00 + 108}{1.12^4} = 73.85TL \text{ olacaktır.}$$

Hisse senetlerinin vadesi olmadığından, kâr paylarının bugünkü değeri sonsuza kadar hesaplanabilir. Buna en uygun örneği, her dönem belirli bir kâr payı ödeyen imtiyazlı hisse senetleri oluşturmaktadır. İmtiyazlı hisse senetlerinin belirli bir vadesinin

⁶⁹ Eugene F Brigham ve Philip R. Daves. Intermediate Financial Management. 8th Edition. South Western College Publishing: USA, 2004, s.169.

olmaması, yatırımcıya sabit bir kâr payı sağlaması ve büyüme oranının olmaması hisse senedinin değerinin

$$P_t = \frac{D_t}{r} \text{ formülü ile hesaplanmasını gerektirmektedir.}^{70}$$

Her dönem 3 TL kâr payı sağlayan imtiyazlı hisse senedinin beklenen getirisi %9 olursa satış fiyatı $3\text{TL}/0,09=33,33$ TL olacaktır. Yukarıda açıklanan formül yardımı ile kâr payı ve fiyatı belli olan hisselerin beklenen getirileri de bulunmaktadır.⁷¹

Fakat belli bir dönem için elde tutulan ve sonra satılan hisse senetlerinde bu problem ortadan kalkmaktadır. Hisse senedinin bir dönem elde tutulması durumunda dönem sonundaki kâr payı ile hisse senedinin satış fiyatının bugünkü değerinin toplamı hisse senedinin değerini verecektir. Dolayısıyla, hisse senedinin değeri

$$P_t = \frac{D_{t+1}}{(1+k)} + \frac{P_{t+1}}{(1+k)}$$

şeklinde ifade edilebilir.⁷²

Değerleme modellerinde enflasyonun etkisi göz ardı edilmiştir. Fakat, enflasyonun varlığı durumunda, ekonomik değişkenlerin fiyatları değişeceğinden, değerlendirme modelinde kullanılan iskonto oranının da değişmesi gerekmektedir. Enflasyonun etkisini dikkate alan iskonto oranı

$k^* = [(1+k) \times (1+i)] - 1$ formülü ile ifade edilmektedir.⁷³

⁷⁰ Formülde D_t , t döneminde dağıtılan kâr payını, r ise hisse senedinin beklenen getirisini göstermektedir. Bkz. **Akgüç (1998)**, a.g.e, s. 848-849.

⁷¹ **Vance**, a.g.e, ss.132-133.

⁷² **Elton ve diğerleri**, a.g.e, s. 445; Ayrıca bkz ve karşı. **Ross, Westerfield ve Jordan (2006)**, a.g.e, s. 234.

⁷³ Formülde, k^* gerçek iskonto oranını, k nominal iskonto oranını ve i enflasyon oranını temsil etmektedir.

Nominal iskonto oranı %10, enflasyon oranı %6 ve beklenen büyüme oranı %6 iken dönem sonu beklenen kâr payı 1,06 YTL olursa, sabit büyüyen kâr payı iskonto modeline göre hisse senedinin bugünkü değeri

$$P_0=1,06/(0,166^{74}-0,06)= 10 \text{ YTL olmaktadır.}$$

Bu örnekte, kar payı getirisi $1,06/10=\%10,6$ ve sermaye kazancı $(1,06-1)/1=0,06$ olarak hesaplanabilir. Sermaye kazancındaki %6'lık artışın nominal getirideki %6,6'lık artışın büyük bölümünü oluşturduğu söylenebilir. Enflasyonun, hisse senedinin gerçek değerini etkilememesi için, sermaye kazancının artması normal karşılanmalıdır.⁷⁵

Hisse senetlerine yatırım yapılabilmesi yatırımcılar için belirli bir değer taşımaya bağlıdır. Bunun için hisse senedinin gerçek değeri ile piyasa değerinin karşılaştırılması gerekmektedir. Gerçek değer piyasa değerinin altında olması, ilgili hisse senedinin aşırı değerli olduğunu ve fiyatının düşmesi gerektiğini göstermektedir. Bu hisse senetlerini alan yatırımcıların hisse senetlerini satmaları gerektiği belirtilmektedir.

Örneğin piyasa fiyatı 50 TL olan hisse senedinin gelecek 3 yıl boyunca beklenen kâr payları 1.55, 1.65 ve 1.80 TL olarak sıralanmaktadır. 3. yılsonunda fiyatı 65 olması beklenen hisse senedi için uygulanacak iskonto oranı %10 olursa, ilgili hisse senedinin değeri:

$$P_0 = \frac{1.55}{1+0.10} + \frac{1.65}{(1+0.10)^2} + \frac{1.80+65}{(1+0.10)^3} = 52.95 \sim 53$$

53>50 olduğu için;

Hisse senedi düşük değerlendirildiği ve fiyatının yükselmesinin beklendiği belirtilebilir.⁷⁶

⁷⁴ $k^*=[(1+0,10) \times (1+0,06)-1]=0,166$.

⁷⁵ **Bodie, Kane ve Marcus**, a.g.e, s. 636; “Yatırımcıların şimdi sağlayacakları 1 TL’yi gelecek dönemde elde edecekleri 1 TL’ye tercih etmelerinin üç nedeni bulunmaktadır. Bunlar, enflasyon, risk ve tüketim tercihleri olarak sıralanmaktadır.” Bkz. **Glen Arnold**. The FT Guide to Investing. London: FT Prentice Hall. 2004, ss. 201-202.

⁷⁶ **Hirschey ve Nofsinger**, a.g.e, ss.294-297, “Bir ülkede yatırımcılar açısından düşük değerlendirilmiş hisse senedi, başka bir ülkedeki yatırımcılar açısından aşırı değerlendirilmiş kabul edilebilir. Bu farklılığı yaratan nedenler beklenen getiri, kur riski ve vergi oranlarındaki farklılıklar olarak sıralanmaktadır.” Bkz. **Madura (2007)**, a.g.e, ss. 94-95.

1.6.1.2. Özsermayeye Serbest Nakit Akımlarının İndirgenmesi Yaklaşımı

Hisse senedine yatırım yapan kişi veya kurumlar açısından hisse senedi ile ilgili değerlemede özsermayeye serbest nakit akımları önem taşır. Özsermayenin serbest nakit akımı, borç fonların ödemelerinin indirilmesiyle elde edilen nakit akımlarını ifade eder. Yatırımcılar açısından, bu nakit akımının önemi, borçla ilgili anapara ve faiz geri ödemesinin bir nakit çıkışına neden olmasıdır.⁷⁷

Firmaların ortakları genel olarak özsermayeye serbest nakit akımının tutarından daha düşük miktarda kâr payı alırlar. Bununla beraber, kâr payı dağıtım oranı da dönemler itibariyle değişmemektedir. Bu nedenle, özsermayenin serbest nakit akımlarının değişkenliğinin, kâr paylarına göre yüksek olacağı belirtilmektedir.⁷⁸

Özsermayenin serbest nakit akımı (ÖSNA) ile ilgili önemli bir nokta da hisse başına kâr payı ile hisse başına özsermayenin serbest nakit akımı arasında fark olmasıdır. Fakat işletmeler, özsermayenin serbest nakit akımının tümünü kâr payı olarak hissedarlara dağıtırlarsa, bu fark oluşmaz. Bu çerçevede, kâr payı dağıtım oranı, bu değerlendirme yaklaşımında kâr paylarının özsermayenin serbest nakit akımına bölünmesi ile elde edilir. Bu oran, 1'e yaklaştıkça, özsermayenin serbest nakit akımının tamamına yakınının kâr payı olarak dağıtıldığı anlaşılır. Buna karşı, oranın 1'den uzaklaşması, daha az bir bölümünün kâr payı olarak dağıtıldığını gösterir.

ÖSNA=Net kâr-(Sermaye Harcamaları-Amortismanlar)-Nakit dışı çalışma sermayesi değeri+(Yeni borçlanılan tutar-Eski borcun anapara ödemesi)

formülü ile hesaplanır. ÖSNA çerçevesinde, hisse senedinin gerçek değeri ise;

$$V = \frac{\text{ÖSNA}}{\text{ÖK} - g_{\text{ÖSNA}}} \quad \text{formülü ile bulunur.}^{79}$$

Özsermaye karlılığı firmanın sermaye maliyetini gösterir. Burada, borç fonların özsermaye sahiplerinin finansal riskine olan etkisinin yansıtılması gerekmektedir.

⁷⁷ Brealey, Myers ve Allen, a.g.e, s. 512.

⁷⁸ Konuralp (2005), a.g.e, s. 208.

⁷⁹ Konuralp (2005), a.g.e, ss. 208,211.

ÖSNA'lardaki büyüme oranı ise, özsermayenin yeniden yatırım oranının ve düzeltilmiş özsermaye kârlılığının çarpılması ile elde edilir. Özsermayenin yeniden yatırım oranı, kâr payı değerlendirme modellerindeki dağıtılmayan kârların oranı gibi kabul edilmekte olup; düzeltilmiş özsermaye kârlılığı da hazır değerlere göre düzeltilmiş özsermaye kârlılığını ifade eder.⁸⁰

1.6.1.3. Firmaya Serbest Nakit Akımlarının İndirgenmesi Yaklaşımı

Büyüme oranı yüksek olan firmaların bu oranı sürdürebilmeleri sermaye ihtiyacının karşılanmasına bağlıdır. Bu nedenle, hızlı büyüyen firmaların kârlarını alıkoydukları görülmektedir. Alıkonan kârların, yatırım fırsatlarının finansmanı için kullanıldığı görülmektedir. Bu kapsamda, kar payı dağıtım oranı 0 olan firmalar için değerlendirme oranı olarak indirgenmiş nakit akımları yöntemi kullanılabilir. Bu yöntemde, değerlendirme konusu olan unsur, faaliyetler sonucu elde edilen serbest nakit akımlarıdır.⁸¹

Bu yaklaşım, firmanın tamamının değerlendirilerek, borç ödemeleri için gerekli nakit çıkışlarının değerinin çıkarılması ile özsermayenin değerinin hesaplanması gerektiğini ileri sürmektedir. Firmanın serbest nakit akımı, borç verenler ve öz sermaye sahiplerinden oluşan tüm sahipleri için kullanılabilir faaliyet geliri olarak tanımlanmaktadır. Bu gelir, aşağıdaki formül yardımı ile hesaplanmaktadır:

$$FSNA = FVÖK(1 - VO) + AG - SH - \Delta İS^{82}$$

Formülde FSNA, firmanın serbest nakit akımını, FVÖK, faiz ve vergi öncesi kârı, VO, vergi oranını, AG, amortisman giderlerini, SH, sermaye harcamalarını ve $\Delta İS$ de işletme sermayesindeki değişimi ifade etmektedir. Diğer bir ifade ile formüle göre firmaya serbest nakit akımı, şirketin devam eden faaliyetlerini yürütmek için duran varlıkları ve çalışma sermayesine yaptığı tüm yatırımlardan sonra yatırımcılara dağıtılabilir nakit

⁸⁰ **Aswath Damodaran**. Free Cash Flow to Equity Discount Models. <http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/pdfiles/valn2ed/ch14.pdf>, ss.13-15

⁸¹ **Hirschey ve Nofsinger**, a.g.e, s. 342.

⁸² **Konuralp (2005)**, a.g.e, s. 203.

akımı olarak da tanımlanabilir⁸³. Serbest nakit akımı, borç verenlere faiz ödemesi, borç geri ödemesi, hissedarlara kâr payı ödemesi, hisse senedi geri alımı ve pazarlanabilir menkul kıymet veya faaliyet dışı varlıkların alımı için kullanılmaktadır.⁸⁴

Firmaya serbest nakit akımı yaklaşımında, yabancı kaynak ve öz sermaye sağlayan yatırımcılar dikkate alındığından, nakit akımlarının bugüne indirgenmesinde, şirketin ağırlıklı ortalama sermaye maliyetinin (*AOSM*) kullanılması zorunludur. Bu durumda, firmanın değeri

$$V = \sum_{i=1}^{\infty} \frac{FSNA_t}{(1 + AOSM)^t} \text{ formülüne göre hesaplanacaktır. }^{85}$$

Sermaye gereksinmesinin borçlanma ile karşılanması durumunda, firma değeri toplam firma değerinden, borçların pazar değerinin çıkarılması ile bulunan rakamın dolaşımdaki hisse senedi sayısına bölünmesi ile elde edilmektedir. Bu durumda, firma değeri:

$$P_0 = \frac{\sum_{i=1}^{\infty} \frac{FSNA}{(1 + AOSM)^t} - \text{Borçların pazar değeri}}{\text{Hisse senedi sayısı}}$$

Formülü ile açıklanabilir. Gelecek dönemlerde faaliyetlerden beklenen nakit akımları yukarıda açıklanan formülden elde edilen rakamı etkilemektedir.

Bu yöntemin uygulanmasında firmanın özelliklerinin serbest nakit akımlarının sonsuza kadar sabit bir oranda büyümesi varsayımı ile uyumlu olmasına dikkat edilmelidir.⁸⁶

⁸³ **Aswath Damodaran**. Corporate Finance: Theory and Practice. 2nd Edition. John Wiley and Sons International Edition. 2001, s. 667.

⁸⁴ **Brealey, Myers ve Marcus**, a.g.e, s.590.

⁸⁵ **Konuralp**, a.g.e, s. 204.

⁸⁶ **Hirschey ve Nofsinger**, a.g.e, s. 342.

1.6.2. Firma Çarpanlarını Kullanan Modeller

Firma çarpanlarını kullanan modeller, işletmenin piyasa değeri ve satışlar, defter değeri ve kârlar gibi temel göstergelerini karşılaştırarak değerlendirme işleminin gerçekleşmesine yardımcı olurlar.

Bu yöntem, nakit akımlarının indirgenmesinde kullanılan varsayım ve bilgileri dikkate almadan değerlendirme yapılmasına olanak vermekte ve hisse senetlerinin gerçek değerinin yanında piyasanın durumunu da yatırımcıya yansıtarak uygun bir değerlendirme yöntemi sunmaktadır. Buna karşın, bu yöntemin bazı dezavantajları da bulunmaktadır. Bu dezavantajlar, firmaların risk, büyüme ve nakit akım potansiyelinin ihmal edilmesi ve fiyatların piyasanın durumuna göre düşük veya yüksek çıkmasıdır.

Dolayısıyla, firma çarpanları yönteminin istenen sonuçları vermesi için, firma çarpanlarının devamlı olması ve karşılaştırılan hisseler için aynı olması, piyasa için çarpan değerlerinin standardının oluşması çarpanın değişkenlerinin uygun bir şekilde belirlenmesi ve çarpanın firma karşılaştırmasına olanak sağlaması gerekir.⁸⁷

1.6.2.1. Fiyat/Kazanç Çarpanı Yaklaşımı

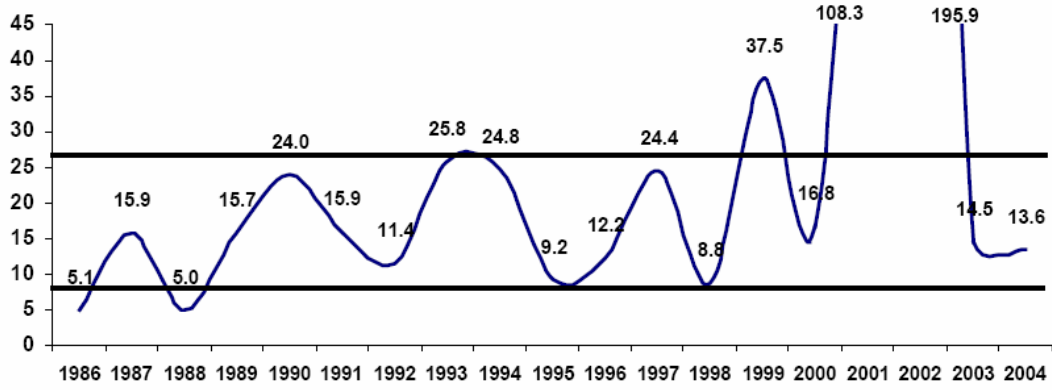
Fiyat/Kazanç oranı, hisse senedinin piyasa fiyatının hisse başına kâra bölünmesi ile bulunur.⁸⁸ Bu oran, hisse senedinin 1 birimlik kazancı için ödenmek istenen fiyatı gösterir. Hisse senedinin piyasa fiyatı, firma ile ilgili finansal bilgilerden elde edilebilir. Hisse başına kâr ise, işletmenin son dönemdeki mali tabloları yardımı ile çıkarılır. Yatırımcılar açısından, hisse senetlerinin gelecekteki hisse başına kârları önem taşıdığından fiyat/kazanç oranının, piyasa fiyatının beklenen hisse başına kâra bölünerek bulunması daha uygun olmaktadır.⁸⁹

⁸⁷ Konuralp (2005), a.g.e, ss. 191, 212, 213.

⁸⁸ Benton E. Gup ve James W. Kolari. Commercial Banking. 3rd Edition. New Jersey: John Wiley and Sons Limited. 2005, s. 101

⁸⁹ Ayrıntılı bilgi için bkz ve karşı. Konuralp (2005), a.g.e,s 213; Jordan, Westerfield ve Ross (2005), a.g.e, ss. 58-59.

Şekil 4: İMKB'de 1986–2004 Yılları Arasındaki Ortalama Fiyat/Kazanç Oranı



Kaynak: Gedik Yatırım. Avrupa Birliği Katılım Öncesi Ekonomik Program ve 2005 Yılı Beklentileri. http://www.gedik.com/Analiz/2005_beklentileri.pdf, 2004, s.2.

Türkiye’de fiyat/kazanç oranının 1986–2004 yılları arasındaki gelişimi incelendiğinde, dalgalı bir seyrin olduğu görülmektedir. Bu çerçevede, fiyat/kazanç oranının olağanüstü yıllar dışında 9–25 aralığında gerçekleştiği ifade edilebilir.⁹⁰

Yüksek büyüme potansiyeli olan firmalar, diğer koşullar sabitken yüksek bir fiyat/kazanç oranına sahipken, daha riskli firmalar düşük bir fiyat/kazanç oranına sahiptirler. Yatırımlar ile fiyat/kazanç oranı arasındaki ilişkiyi inceleyen çeşitli çalışmalar yapılmaktadır. Bu çalışmaların New York Borsası üzerindeki kısmı 1957–1971 döneminde en düşük fiyat/kazanç oranına sahip hisse senetlerinin en yüksek ortalama getiriyi sağladıkları gözlemlenmiştir.⁹¹

Hisse senetlerinin fiyat/kazanç oranı açısından analiz edilmesinde bazı noktaların göz önünde bulundurulması gerekmektedir. İlk olarak, fiyat/kazanç oranının paydasını amortismanların ve stokların tarihi maliyetlerini esas alan muhasebe karlarının oluşturması durumunda, yüksek enflasyon dönemlerinde, şirketlerin gerçek değeri tam

⁹⁰ Gedik Yatırım (2004), a.g.e, s.2.

⁹¹ Christian Dunis ve Declan Reilly. Alternative Valuation Techniques for Predicting UK Stock Returns. Journal of Asset Management. Vol 5, 4, 2004, ss. 231, 233.

hesaplanamamaktadır. Bunun en önemli nedeni, malların ve sermaye mallarının yenileme maliyetlerinin enflasyona göre ayarlanmamasıdır. Sermaye piyasaları ile ilgili yapılan analizlerde enflasyonun arttığı dönemlerde fiyat/kazanç oranının düştüğü görülmektedir. Bu da, ilgili dönemde elde edilen kârların gerçeği yansıtmamasından kaynaklanmaktadır.⁹²

Fiyat/kazanç oranı ile ilgili ikinci önemli nokta iş döngüsü/konjonktür dalgalanmalarıdır. Normal fiyat/kazanç oranı, hisse senedinin bugünkü fiyatı ve gelecek dönemki kârların trendi kullanılarak hesaplanmaktadır. Buna karşılık, bu oranın geçmiş dönemdeki en son kâr rakamı dikkate alınarak hesaplanması da söz konusudur. Mevcut dönem kârının gelecek dönemlerdeki kârlardan farklı olması, hisse senedini aynı zamanda gelecek dönemde sağlayacağı kârlar için satın alan yatırımcıları etkilemektedir. Konjonktür dalgalanmalarında fiyat/en son dönem kârı önemli ölçüde değişikliğe uğramaktadır. Bunun en önemli nedeni, muhasebe kârlarının ve ekonomik kârların eğilim değeri arasındaki farkın önemli ölçüde büyümesi veya azalmasıdır.

Genel olarak, bu ilişkiyi daha iyi incelemek için aşağıdaki denklemden faydalanılabilir. Bu denklemde, hisse senedinin fiyatı, gelecek dönemdeki kâr payı, hisse senedinin beklenen getirisi ve kâr payı büyüme oranının bir fonksiyonu olarak ifade edilmektedir. Kârların sabit bir yüzdesinin kar payı olarak dağıtıldığı varsayılırsa, hisse senedinin değeri

$$P_0 = \frac{D \times E_1}{r-g} \text{ formülü ile tanımlanabilir. } D \text{ kâr payı dağıtım oranı ve } E_1 \text{ gelecek}$$

dönemdeki hisse başına kâr olursa $D \times E_1 = D_1$ olarak bulunabilir. Yukarıdaki denklemde her iki tarafın E_1 'e bölünmesi ile fiyat/kazanç oranı elde edilir ve formül

$$\frac{P_0}{E_1} = \frac{d}{r-g} \text{ şekli ile yeniden ifade edilebilir.}^{93}$$

⁹² **Ali Ceylan ve Turhan Korkmaz.** Sermaye Piyasası ve Menkul Değer Analizi.2. Baskı. Bursa: Ekin Yayınevi. 2004, s. 218; Ayrıntılı bilgi için bkz. **Bodie, Kane ve Marcus,** a.g.e, s. 627.

⁹³ **Scott B Smart, William L. Megginson ve Lawrence J. Gitman.** Corporate Finance. 2nd Edition. USA: South Western College Publishing. 2006, s. 162.

Denklemden büyüme oranındaki (g) artışın, fiyat/kazanç oranında bir artışa neden olacağı belirtilebilir. Bu, aynı zamanda fiyat/kazanç oranı yüksek olan hisse senetlerinin büyüme potansiyelinin de yüksek olabileceğinin bir göstergesi olarak değerlendirilebilir. Ancak, denklemden fiyat/kazanç oranının sadece büyüme oranına bağlı olarak değil, kar payı dağıtım oranının artması veya hisse senedinin beklenen getirisinin düşmesi ile yükseldiği görülmektedir. Bu nedenle, fiyat/kazanç oranının yüksekliği, büyüme potansiyeli olacağını göstermeyebilir. Buna ilaveten, kârların negatif olması veya 0'a yaklaşması fiyat/kazanç oranını anlamsız kılabilmektedir. Bu çerçevede, Amerika Birleşik Devletleri'nde hisse başına kârı 0.37 olan bir firmanın fiyat/kazanç oranının 163 olarak gerçekleştiği ve analizciler açısından karmaşık bir tablonun oluştuğu görülmüştür.

Özetle, fiyat/kazanç oranı, hisse senedinin değerinin yaklaşık olarak tahmin edilmesinde kullanılmaktadır. Bu kapsamda, her sektör için belirlenen standart fiyat/kazanç oranı, hisse senedinin aşırı değerli olup olmadığını göstermektedir. Örneğin, herhangi bir hisse senedinin fiyat/kazanç oranı, sektörün fiyat/kazanç oranından büyükse, hisse senedinin aşırı değerli olduğu söylenebilir.⁹⁴

Sonuç olarak, fiyat/kazanç oranı, geçmiş ve gelecek dönemdeki firma performansı için kullanılmakta olup, likidite, varlık yönetimi, borç yönetimi ve kârlılık oranlarının yüksekliğinden olumlu etkilendiği söylenebilir.⁹⁵

1.6.2.2. Piyasa Değeri/Defter Değeri Yaklaşımı

Piyasa değeri/defter değeri yaklaşımı, şirketin yatırımcılarca nasıl değerlendirildiğinin bir göstergesidir. İşletmelerin defter değeri, özsermaye kârlılığından olumlu etkilenir. Dolayısı ile özsermaye kârlılığı arttıkça işletmelerin defter değeri de artmaktadır. İşletmelerin defter değeri, özsermayenin dolaşımdaki hisse senedi sayısına bölünmesi ile elde edilir. Piyasa değeri/defter değeri çarpanı da, hisse başına fiyatın hisse başına defter değerine bölünmesi ile bulunur.

⁹⁴ Smart, Megginson ve Gitman, a.g.e, s. 162.

⁹⁵ Eugene F. Brigham ve Michael C. Ehrhardt. Financial Management: Theory and Practice. 11th Ed. USA: Southwestern College Publishing. 2005, ss. 454-455.

“Defter değeri, isteğe bağı muhasebe kurallarının uygulanması sonucu varlıkların satın alma maliyetlerinin belirli yıllara yayılması ile elde edilirken; piyasa değeri gelecek dönemlerdeki nakit akımlarının bugünkü değeri ile bulunmaktadır. Dolayısıyla, hisse senedinin pazar değerinin teorik olarak defter değerine eşit olmayacağı belirtilebilir.”⁹⁶

Bu çerçevede, defter değerinin hisse senedi fiyatları için bir taban noktası oluşturup oluşturmayacağı tartışma konusudur. 2002 yılında Amerika Birleşik Devletleri’nde bazı büyük şirketlerin hisse başına defter değerlerinin piyasa fiyatına göre düşük çıktığı gözlemlenmiştir. Bu da, genel olmamakla beraber, hisse senetlerinin defter değerinin aşağısında fiyatlarla işlem görebildiğini göstermektedir.⁹⁷

Piyasa değeri/defter değeri bulunurken, öz sermayenin defter değeri, imtiyazlı hisse senetlerinin defter değerini kapsamamaktadır. Bunun en önemli sebebi, öz sermaye piyasa değerinin yalnızca piyasada işlem gören hisse senetlerinin değerini kapsamasıdır. Formülün paydası, gelecek yılsonu itibariyle öz sermayenin defter değerinden de oluşabilir. Piyasa değeri/defter değeri yaklaşımında dikkat edilmesi gereken nokta, firmaların karşılaştırılmasında yararlanılacak oranların aynı şekilde hesaplanmış olmasıdır.⁹⁸

Piyasa değeri/defter değeri çarpanı, yatırımcıların hisse senetlerinin defter değerine oranla ne kadar ödemeye hazır olduklarını gösterir. Diğer bir ifadeyle, yatırımcıların firma analizi için önemli bir gösterge olarak kabul edilmektedir. Bu yöntemle göre, hisse senetlerinin piyasa fiyatının, özsermayenin defter değerine göre düşük veya yüksek olması, hisse senetlerinin düşük veya yüksek değerlendirilmesi sonucunu doğurmaktadır.⁹⁹

⁹⁶ Bodie, Kane ve Marcus, a.g.e, s.607.

⁹⁷ Bodie, Kane ve Marcus, a.g.e, s.607.

⁹⁸ Konuralp (2005), a.g.e, s. 220.

⁹⁹ Brigham ve Ehrhardt, a.g.e, ss. 455-456.

1.6.2.3. Piyasa Değeri/Satışlar Yaklaşımı

Satış hâsılatı, işletmenin büyüme potansiyelini ölçmede önemli bir araç olarak kabul edilmektedir. Bunun en önemli nedenleri, satış hâsılatı ile ilgili verilerin diğer bilânço ve gelir tablosu verilerine göre güvenilirliğinin fazla olması ve düşük dalgalanmaya sahip olmasıdır. Bu nedenle, piyasa değeri ve satışlar arasındaki ilişki hisse senedi değerlemesinde kullanılmaktadır. Buna karşı, piyasa değeri/satışlar yaklaşımı, zarar eden firmaların satışlarının artması durumunda firma değerinin yüksek hesaplanmasına, maliyet ve kâr marjları gibi değişkenlerin dikkate alınmamasına neden olduğundan önemli eksiklere de sahiptir. Zarar eden firmaların satışlarının artması durumunda firma değerinin yüksek çıkması yatırımcıların sağlıklı karar vermelerini engellemektedir. Diğer bir ifade ile firmanın değeri için karar verilebilmesi ancak elde ettiği gelir veya nakit akımı ile mümkün olmaktadır.¹⁰⁰

Hisse senedi değerlemesinde nakit akımlarının veya kârların seçimi önemli bir konu olarak ön plana çıkmaktadır. Muhasebe kârlarının, yaratıcı muhasebe teknikleri, birleşmeler ve benzeri yöntemler yardımı ile manipülasyona açık olması, nakit akımlarının daha güvenilir bir kıstas olarak kullanılmasını sağlamaktadır.¹⁰¹ Bu çerçevede, firmaların nakit akım tabloları incelenerek finansal açıdan durumu değerlendirilebilmektedir. Firmaların kârlarının pozitif ve nakit akımlarının negatif olarak gerçekleşmesi, nakit kaybının bir göstergesi olarak yorumlanmaktadır. Bunun nedenleri, nakit çıkışlarının nakit girişlerine göre fazlalığı ve projelerin finansman yöntemlerinin seçimi olarak sıralanabilir. Buna karşılık, yeni projelerin finansmanında, firmanın hesaplarının iyi incelenmesi gerekmektedir. Bu sayede, firmaların hisse senetlerinin değeri doğru bir şekilde hesaplanmış olacaktır.¹⁰²

¹⁰⁰ **Konuralp**, a.g.e, s. 221-222; **Ben Mc Clure**. Use Price to Sales Ratios to Value Stocks. <http://www.investopedia.com/articles/fundamental/03/032603.asp>, s.1.

¹⁰¹ “Çeşitli ülke mevzuatlarında, doktrinde ve yargı kararlarında yapılan manipülasyon tanımlamalarında genellikle, piyasaların işleyişine dışarıdan yapılan müdahaleler üzerinde durulmaktadır. Söz konusu tanımlamalarda manipülasyon, insanları kandırarak bir menkul kıymeti almaya veya satmaya sevk etmeye veya menkul kıymetin fiyatını yapay bir seviyede tutmaya yönelik davranışlar olarak ifade edilmektedir.” Bkz. http://www.spk.gov.tr/yatirimcikosesi/hisse_senedi_manipulasyon.pdf, s. 2.

¹⁰² **Dunis ve Reilly**, a.g.e, s. 236.

Firma değerinin belirlenmesinde kullanılan yaklaşımlar incelendiğinde, indirgenmiş nakit akımları yaklaşımının, firmanın gelecek dönemdeki kazanma gücü, mevcut varlıklarla birlikte diğer varlıkların etkinliği, kaynak yapısı, yönetim, organizasyon, finansman şeklindeki unsurları göz önünde bulundurması nedeniyle ön plana çıktığı görülmektedir. Yapılan araştırmalarda, indirgenmiş nakit akımlarına göre hesaplanan firma değeri ile işletmenin piyasa değeri arasında güçlü bir korelasyonun olduğu belirlenmiştir.¹⁰³

1.6.2.4. Fiyat/Serbest Nakit Akımı Yaklaşımı

Fiyat/Serbest Nakit Akımı, fiyat/kazanç oranı ile beraber değerlendirilmektedir. Serbest nakit akımı, borçların ödenmesi, kar payı dağıtılması ve diğer faaliyetler için kullanılabilir nakit akımı olarak tanımlanmaktadır. Bu çerçevede, kârların, tahakkuk esasına göre gerçekleşmesi, serbest nakit akımının menkul kıymet analizi için kullanılabilirliğini göstermektedir. Amerika Birleşik Devletleri'nde kârları iyi olmasına rağmen, nakit akımlarının pozitif olmaması nedeni ile iflasa sürüklenen firmaların olduğu gözlenmiştir.¹⁰⁴

1.7. Kâr Payı Dağıtım Politikası

Kâr payı dağıtım politikası, firmaların kâr payı dağıtım biçimi ve miktarını belirleyen politikadır. İşletmelerin faaliyet dönemi sonunda elde ettikleri net kâr sermaye gereksinimi ve büyümeyi büyük ölçüde belirlemektedir. Bunun nedeni, dönem sonu kârının işletme bünyesinde alıkonması veya hissedarlara dağıtılmasının stratejik bir karar niteliğinde olmasıdır. Dolayısıyla, işletme özelliklerine, yatırımcı beklentilerine ve diğer koşullara uygun olarak belirlenmeyen kâr payı dağıtım kararlarının işletmenin geleceğini olumsuz etkileyeceği belirtilmektedir.¹⁰⁵

¹⁰³ Bu konu ile ilgili yapılan araştırma için bkz. **Zaif**, a.g.e, ss. 41-42.

¹⁰⁴ **McGuigan, Kretlow ve Moyer**, a.g.e, s. 80.

¹⁰⁵ **Peter S. Rose ve Sylvia C. Hudgins**. Bank Management and Financial Services. 6th Edition. New York: McGraw Hill International Edition. 2005, s. 507.

Kâr dağıtım politikası ile yatırım politikası arasında çok önemli bir ilişki söz konusudur. Kâr dağıtım politikasının oluşturulmasında devlet, kamu ve sermaye piyasalarının gelişimine destek olmak ve tasarruf sahiplerinin beklentilerinin karşılanması gibi unsurların büyük önemi bulunmaktadır.¹⁰⁶

Kar payı dağıtım politikasının oluşturulmaması durumunda, üç önemli sonuç ortaya çıkabilmektedir. Birincisi, özel kâr payları dışında hisse başına kâr payının geçmiş dönemki seviyesini korumasıdır. Bunun için, kar payı karşılığının yüksek olması ve kâr paylarının kesilmemesi gerekmektedir. İkincisi, işletmelerin kâr payı dağıtım oranını geçmiş dönemlerde sabit tutmasının, gelecekteki politikaları hakkında bilgi vermesidir. Bu çerçevede, sabit bir kâr payı dağıtım politikasının, gelecek dönemlerde de aynı şekilde devam edeceği söylenebilir. Üçüncüsü, kâr payı karşılama oranının miktarı firmanın kâr paylarının büyümesi hakkında yatırımcıyı bilgilendirmesidir. Bu kapsamda, kâr payı karşılama oranının yüksek olması, kâr paylarının büyüme şeklinin istikrarını sağlamaktadır.¹⁰⁷

1.7.1. Kâr Payı Dağıtım Politikasının İşletmeler Açısından Önemi

İşletmeler açısından kâr payı dağıtım politikasının önemi dört başlık altında incelenebilir. İlk olarak, kâr payı dağıtım politikaları yatırımcıların davranışını belirleyen en önemli unsurlardan biridir. Kâr paylarının firma bünyesinde alıkonması veya yatırımcıların beklentilerini karşılamaması işletmeleri olumsuz etkiler. Bunun nedeni, pay senetlerinin satılması sonucu işletmenin piyasa fiyatının düşmesidir.

İkinci olarak, işletmelerin finansman programı ve sermaye bütçesi kâr payı dağıtım politikalarınca belirlenir. Bu çerçevede, firmaların kârlarını dağıtmayıp yatırımlarının finansmanında yeni bir kaynak olarak kullandıkları görülmektedir.

Kâr payı dağıtım politikasının diğer önemli bir etkisi de işletmelerin nakit akımları ile ilgilidir. Bu kapsamda, nakit akımlarının düzensizliği veya yetersizliği nedeni ile

¹⁰⁶ Ümit Ataman. Tekdüzen Hesap Planı ve Mali Tablolar. İstanbul: Türkmen Kitabevi. 1997a, s. 450.

¹⁰⁷ Moneyterms. Dividend Policy. <http://moneyterms.co.uk/dividend-policy>. 2006.

likidite sıkıntısının doğması kâr payı ödemelerinin sınırlandırılmasına ve dönen varlıkların alıkonan kârlarla finanse edilmesine neden olur.¹⁰⁸

Son olarak, dağıtılmayan kârların kâr payı ödemesinde kullanılması, ortakların varlıklarında azalışa ve borç/öz sermaye oranında yükselişe neden olmaktadır. Dolayısıyla, işletmelerin gelecek dönemlerde elde edecekleri kâr payları olumsuz etkilenmektedir.¹⁰⁹

1.7.2. Kâr Payı Dağıtım Politikasını Etkileyen Faktörler

İşletmelerin kâr dağıtım politikasını etkileyen birçok faktör bulunmaktadır. Bu faktörler yasa ve şirket sözleşmesi hükümleri, imtiyazlı pay sahiplerinin varlığı, likidite durumu, benzer işletmelerde uygulanan kâr payı dağıtım politikası, kontrol, vergi oranları, enflasyon, yeni yatırımlar, finansman olanakları ve borsa konumu olarak sıralanmaktadır.

1.7.2.1. Kanun ve Sözleşme Hükümleri

Kanunlar ve sözleşme hükümleri kâr payı dağıtım politikasını etkileyen en önemli faktörlerden biridir. Bu nedenle, kâr dağıtım politikası ile ilgili sözleşme hükümlerinin, kanun hükümlerine uygun olması gerekir.

Kâr dağıtımının yasal çerçevesi Türk Ticaret Kanunu ve Sermaye Piyasası Kanunu tarafından belirlenmiştir. Bu yasal çerçeveye göre kâr dağıtımında üç temel ilke uygulanır. Bu ilkeler, net kâr ilkesi, esas sermayenin korunması ilkesi ve şirketin borçlarını ödeme gücüne sahip olma ilkesi olarak sıralanır.¹¹⁰

¹⁰⁸ Likidite, “herhangi bir menkul kıyemtin veya varlığın değerinde bir düşüş olmadan hızlı bir şekilde nakde dönüşme kabiliyeti” olarak tanımlanmaktadır.

<http://www.investorwords.com/2837/liquidity.html>

¹⁰⁹ Berk, a.g.e, s. 315.

¹¹⁰ Semih Büker ve Doğan Bayar. Finansal Yönetim. Anadolu Üniversitesi Yayınları No: 875. Eskişehir: 2001, s. 232; Ayrıca bkz ve karşı. Güven Sevil. İşletme Finansmanı. Eskişehir. Anadolu Üniversitesi Yayınları No:780.1996, s.134.

Net kâr ilkesi, kâr payının dağıtılabilmesi için, hesap dönemi sonunda net kârın gerçekleşmesini ya da geçmiş yıllardaki kârların yedek akçeler olarak alıkonmasını gerektiğini ifade eder. Esas sermayenin korunması ilkesi, hesap dönemi sonunda kârın gerçekleşmemesi ya da geçmiş yıllara ait yedek akçelerin olmaması durumunda kâr payının dağıtılmaması gerektiğini açıklar. Son olarak, borçların ödenme gücü ilkesi, kâr dağıtımının yapılabilmesi için borç tutarının işletmenin net aktifinden düşük olmasını gerektirir. Buna ilaveten, anonim şirketlerde geçmiş yıl zararlarının kapatılması ve kanuni yedek akçelerin ayrılması kâr dağıtımı için diğer önemli şartlar olarak ön plana çıkar.¹¹¹

Sermaye Piyasası Kanununun düzenlemesine göre firmaların esas sözleşmede birinci kar payı oranının bulunması gerekir. Birinci kar payı oranı, en az Sermaye Piyasası Kurulu'nun belirlediği oran kadar olabilir. Sermaye Piyasası Kanunu kapsamında yer alan firmalar, kanuni yedek akçe ve ortaklar için birinci kar payı ayırarak kâr dağıtımı yapabilmektedir.¹¹²

Sermaye Piyasası Kurulu'nun, 05.05.2006 tarih ve 21/537 sayılı kurul ilke kararına göre, SPK mevzuatının 8. bölüm (8.3) 252/34 numaralı sayfında, halka açık anonim şirketlerin yedek akçe ayırmasından sonra dağıtması zorunlu kâr payı oranı minimum %30 olarak belirlenmiştir.¹¹³

1.7.2.2. İmtiyazlı Pay Sahiplerinin Varlığı

İmtiyazlı hisse senetleri, kâr payı ya da tasfiye ve benzeri konularda adi hisse senetlerine göre üstünlükleri olan hisse senetleri olarak tanımlanmaktadır. Türk Ticaret Kanunu'na göre, anonim şirketler imtiyazlı veya imtiyazsız hisse senedi çıkarma hakkına sahiptir.¹¹⁴

¹¹¹ Sevil, a.g.e, s. 135.

¹¹² Sermaye Piyasası Kanunu, m.15. http://www.spk.gov.tr/mevzuat/mevzuat_index.html.

¹¹³ Ayrıntılı bilgi için bkz. **Mehmet Pekkaya**. Kar Payı Dağıtımının Şirket Değeri Üzerine Etkisi: İMKB 30 Endeks Hisselerine Bir Analiz. ZKÜ Sosyal Bilimler Dergisi, Cilt 2, Sayı 4, 2006, s.187.

¹¹⁴ **Ali Sait Yüksel, Aşlı Yüksel ve Ülkü Yüksel**. Banka Yönetimi El Kitabı. İstanbul, 2002, s. 471.

İmtiyazlı hisse senetleri, normal hisse senetlerinden iki açıdan ayrılmaktadır. İlk olarak, işletmeler kâr paylarını öderken imtiyazlı hisse senetlerine öncelik tanırırlar. İkinci olarak, şirketin iflasıyla gündeme gelen tasfiyede imtiyazlı pay sahiplerinin, varlıkların dağıtımında öncelik hakkının bulunduğu belirtilmektedir. İmtiyazlı hisse senetlerinin kâr payları tahvil faizleri ile aynı özelliklere sahip değildir. Bununla birlikte, imtiyazlı pay senetlerinin kâr payları çeşitli nedenlerle ödenmeyebilir. Bu durumun, mevcut net kâr ile herhangi bir ilgisinin bulunmadığı belirtilmektedir.

Vergi matrahının hesaplanması bakımından, imtiyazlı hisse senetlerinin kâr payları önemli dezavantajlara sahiptir. Bunun en önemli göstergesi, imtiyazlı hisse senetlerinin kâr paylarının vergi matrahından indirilememesidir. Ayrıca, söz konusu kâr paylarının vergiden sonraki kâr üzerinden hesaplanması, imtiyazlı hisse senedi ihracını zorlaştırmaktadır.¹¹⁵

İmtiyazlı hisse senetlerinin kâr payları, birikimli olarak veya ilgili yılda ödenmektedir. Anonim şirketler, söz konusu kâr paylarını ilgili yılda ödemezse, gelecek dönemlerde bakiye olarak öderler. Normal hisse senetlerinin kâr payları, birikimli kâr payları ve ilgili dönemin imtiyazlı kâr payının ödenmesine bağlıdır.

Firmaların dönem sonunda kâr sağlayamaması ya da yönetimin kârları alıkoyması, imtiyazlı hisse senedi sahiplerinin dağıtılmamış kârlarının işletme hesaplarında birikmesine yardımcı olur. Buna karşı, dönem kârı sağlandığında ve yönetimin kâr paylarını dağıtması durumunda, ilk olarak imtiyazlı hisse senedi sahiplerinin geçmiş yıllardaki toplam kâr ödemeleri yapılmaktadır. Dağıtılan kârların kalan kısmı ise, adi hisse senedi sahiplerine verilmektedir. Bu nedenle, imtiyazlı hisse senetlerinin birikimli kâr payı özelliğinin olması, hissedarların riskini düşürmesini sağlamaktadır. İmtiyazlı hisse senedinin birikimli kâr payı alma özelliği bulunmuyorsa, alıkonan kâr payı tutarları gelecek dönemlerde de dağıtılmamaktadır.¹¹⁶

¹¹⁵ **McGuigan, Kretlow ve Moyer**, a.g.e, ss. 249-250.

¹¹⁶ **Turhan Korkmaz ve Ali Ceylan**. Sermaye Piyasası ve Menkul Değer Analizi. Gözden Geçirilmiş 3.Baskı. Bursa: Ekin Kitabevi. 2006, s. 195.

Firma tarafından çıkarılan imtiyazlı hisse senetlerinin büyük çoğunluğu, adi hisse senedine çevrilebilmektedir. Bu kapsamda, imtiyazlı hisse senetleri, ihraç edilirken belirlenmiş bir oran çerçevesinde adi hisse senedi ile değiştirilebilmektedir. İmtiyazlı hisse senetlerinin adi hisse senetlerine çevrilmesinde, adi hisse senedi fiyatlarının yükselmesi ile hissedarların kâr elde etmeye başlaması önem taşımaktadır.¹¹⁷

İmtiyazlı kâr paylarının ödenmemesi, anonim şirketin borcu olarak değerlendirilmemektedir. Bu kapsamda, imtiyazlı kâr paylarının belirsiz bir zamana kadar ertelendiği görülebilir. Buna karşı, normal kâr paylarının da ödenmemesi gerekmektedir. Ayrıca, işletmeler, imtiyazlı kâr paylarını belirli bir süre içinde ödemesi bile, imtiyazlı hisse senetlerinin oy hakkı ve benzer haklarının geçerliliğini koruduğu belirtilmektedir.¹¹⁸

1.7.2.3. İşletmenin Likidite Durumu

Yüksek kârlar ile gerçek nakit seviyesi finans bilimi açısından farklı anlamlar taşımaktadır. Bu çerçevede, bilânçoda yer alan yüksek kârların, likidite durumu için güvenilir bir gösterge olarak değerlendirilmediği görülebilir. Ancak, kâr paylarının nakit olarak ödenmesi, likidite seviyesi ile yakından ilişkilidir. Dolayısıyla, kâr rakamlarının yüksekliği, nakit durumunun ölçüsü kabul edilmemektedir.¹¹⁹

İşletmeler açısından likiditenin iyi olması nakit dengesinin sağlanmasıyla mümkün olmaktadır. Ayrıca, nakit dengesi finansman ve yatırım kararları açısından büyük önem taşımaktadır. Bu çerçevede;

“Nakit dengesi, firmaların gelecek dönemde muhtemel nakit ihtiyacı olduğunda, yeni sermaye bulunması ile ilgili işlem giderlerini azaltmasına yardımcı olmaktadır. Buna

¹¹⁷ **Korkmaz ve Ceylan (2006)**, a.g.e, s.196.

¹¹⁸ **Ross, Westerfield ve Jordan (2006)**, a.g.e, s. 246.

¹¹⁹ **Bener Güngör**. Muhasebe Karları ve Kar Payı Politikalarının Hisse Senedi Fiyatlarıyla İlişkisi: İMKB’de İşlem Gören Şirketler Üzerine Bir Uygulama. Doktora Tezi. Atatürk Üniversitesi, İşletme ABD, 2003, s. 85; **Özdemir**, a.g.e, s. 329.

karşı, yatırımcılar açısından gelecek dönemdeki yatırım ihtiyaçları dışında nakit bulunduran firmalar faydalı kabul edilmemektedir.”¹²⁰

Karlılığı yüksek işletmelerin likidite problemleri yaşaması, faaliyetlerini olumsuz etkileyerek, iflasa kadar giden sürecin başlangıcı olabilmektedir. Kâr payı dağıtım kararları açısından dönem içinde sağlanan kâr miktarı ve kâr paylarının ödenmesini sağlayacak nakit miktarı büyük önem taşımaktadır. Bu çerçevede, hızlı büyüme oranına ve yüksek karlılığa sahip firmalarda sürekli nakit ihtiyacı nedeniyle, kâr payı ödemelerinin sınırlandırıldığı belirtilebilir. Nakit darlığı durumunda ise, kâr paylarının ödenmesi için yapılan borçlanma, sermaye maliyeti ve sermaye yapısı kararlarının olumsuz etkilenmesine neden olur.¹²¹

1.7.2.4. Benzer İşletmelerde Uygulanan Kâr payı Dağıtım Politikası

İşletmeler finansal açıdan incelenirken, kâr payı dağıtım politikasının etkinliği de araştırılır. Bunun gerçekleşmesi için işletmenin bulunduğu sektöre ait standartların olması gerekir. Bu konuda firmanın bulunduğu sektördeki diğer işletmelerin kâr payı dağıtım politikaları yol göstericidir. Ancak, analizlere göre belirli bir kâr dağıtım politikasının benimsenme zorunluluğu bulunmamaktadır. Diğer bir ifade ile aynı sektörde faaliyet gösteren firmaların kâr payı dağıtım politikaları aynı olmayabilir. Ancak, hisse senetlerinin gerçek değerinin belirlenmesi için diğer işletmelerin kâr payı dağıtım politikasının önemli bir referans oluşturacağı da gözden kaçırılmamalıdır.¹²²

1.7.2.5. Kontrol

İşletmelerde yönetimin, kontrolü elinde bulundurmak istemesi, yeni hisse senedi çıkarılmasını engelleyebilir. Bu durumda, daha fazla kâr işletme bünyesinde bırakılır.

¹²⁰ http://wps.aw.com/aw_berk_cf_1/0,12223,3496414-,00.html, 2007

¹²¹ **Tao Zeng**. What Determines Dividend Policy: A Comprehensive Test. Journal of American Academy of Business. Vol. 2, No.2, 2003, s. 305.

¹²² **Selimler**, a.g.e, s. 23; Ayrıca bkz ve karşı. **Büker ve Bayar**, a.g.e, s. 235-236.

Ancak, şirket, yatırımcıların tercihlerini göz önünde bulundurmaya karar verirse, kâr payı dağıtım kararı tekrar gözden geçirilir.¹²³

Kontrol kavramının geçerli olduğu şirket türlerine en iyi örneği kapalı aile şirketleri (küçük firmalar) oluşturmaktadır. Küçük firmaların kâr payı dağıtım politikası, büyük firmalara göre farklılık göstermektedir. Bu kapsamda, küçük firmaların ortakları açısından, kâr paylarının bilgi etkisinin bulunmadığı belirtilmektedir. Buna ilaveten, belirli bir getiri düzeyinde riskin azaltılması gibi profesyonel yatırımcıların stratejilerinden farklı stratejilere sahip oldukları ifade edilmektedir. Özetle, sahip-yönetici özelliği bulunan küçük firmaların sahiplerinin parasal gelir sağlamak, kârı maksimize etmek yerine ödenecek vergileri azaltmaya çalışmak gibi farklı amaçlarının olması nedeni ile kârların alıkonmasını benimsedikleri söylenebilir.¹²⁴

Büyük firmalar açısından konu incelendiğinde farklı bir tablo ortaya çıkmaktadır. Özellikle, firmaların bir holding kuruluşunun parçası olması, holding tarafından daha önceden belirlenmiş kâr payı dağıtım politikasının göz önünde bulundurulmasına neden olmaktadır. Bu nedenle, firmaların, ana şirketin kâr payı dağıtım politikasına uyum göstermesi gerektiği ifade edilmektedir.¹²⁵

İsviçreli firmaları konu alan bir araştırmaya göre, ortaklık yapısı ile kar payı getirisi veya kâr payı dağıtımının birbiri ile ilişkisinin önemsiz olduğu belirtilmiştir. Ayrıca, firma kar payı politikasının firma büyüklüğü ile önemsiz kabul edilebilecek bir ilişkisinin bulunduğu görülmüştür. Bu kapsamda, İsviçreli firmaların kapalı şirketler ve ortaklığın paylaşıldığı büyük şirketler olarak ayrıldığı göz önünde bulundurulursa, her

¹²³ **Van Horne ve Wachowicz**, a.g.e, ss.477-478.

¹²⁴ **Metin Türko**. Finansal Yönetim. İstanbul: Alfa Yayınları. 2002, s. 673; İspanya’da hisse senetleri borsaya kote olmuş 135 firmanın 1990-1999 dönemindeki verileri kullanılarak yapılan araştırmada, yatırım, finansman ve kâr payı kararları temel alınarak sahiplik yapısının oluşumunda etkili faktörler incelenmiştir. Sonuçların geçerliliğinin, hisse senedi ihracı ve hisse senedi geri alımlarının etkisi sabit tutularak elde edildiği ifade edilmiştir. Buna göre, “borçlardaki artış, yöneticilerin (insiders) riski sınırlamak için elde bulundurduğu hisseleri azaltmalarına neden olmaktadır. Firma dışındaki büyük ortakların kontrolü, borçların firmayı disipline sokan rolü yerine geçmektedir. Son olarak, firma içindeki ve dışındaki hisse senedi sahipleri yüksek kâr payı beklentisiyle şirket içindeki paylarını artırmaktadır.” Bkz ve karşı. **Julio Pindado ve Chabela de la Torre**. The Role of Investment, Financing and Dividend Decisions in Explaining Corporate Ownership Structure: Empirical Evidence from Spain. European Financial Management, Vol. 12, No. 5, 2006, ss. 661,668.

¹²⁵ **Pekkaya**, a.g.e, s.188; Ayrıca bkz ve karşı. **Güngör**, a.g.e, s. 93.

iki tür şirketin kâr dağıtım politikalarının önemli derecede farklılık göstermediği görülebilir.¹²⁶

İşletmenin yatırım ve finansman kararları ise hissedarların dışında sendikalar, devlet, çevre örgütleri, üreticiler ve benzeri grupları da ilgilendirmektedir. Bu çerçevede, hissedarlar dışındaki grupların kar payı dağıtım kararlarını örtülü talepler yolu ile etkiledikleri belirtilmektedir. Firmanın örtülü taleplerinin değeri, satılan malların fiyatlarını etkileyen önemli faktörlerden biridir. Örtülü talepler için yapılan fedakârlık arttıkça, firmanın ürünleri için yapılacak ödemeler olumlu yönde etkilenmektedir. Böylece, firmanın değerinin yükselmesinin kolaylaşacağı belirtilmektedir.¹²⁷

1.7.2.6.Vergi Oranları

Vergi oranlarının miktarı, firmaların kâr dağıtım politikalarını belirler. Pay sahipleri, yüksek oranda vergiye tabi ise, kârlar dağıtılmaz. Bununla birlikte, gelir ve kurumlar vergisinin miktarını dikkate alarak işletmeler sermaye artırım kararı alabilmektedir. Vergi oranları ile ilgili diğer önemli konu sermaye kazançlarıdır. Buna göre “işletmeler, cari gelirler için yüksek oranda vergi uygulanırken, sermaye kazançlarının vergilendirilmediği ya da düşük oranda vergilendirildiği durumlarda, kârların alıkonması”¹²⁸ kararını vererek, kâr dağıtım politikalarını değiştirirler. Buna ilaveten, ortakların gelir seviyesi dikkate alınarak oluşturulan gelir dilimleri de kâr payı dağıtım politikasını etkileyen önemli unsurlardan biridir. Bu kapsamda, alıkonan kârlar daha az vergi oranına tabi ise, yüksek gelir diliminde fazla vergi ödenmemesi için kârların alıkonması tercih edilmektedir.¹²⁹

¹²⁶ **Bogdan Stacescu**. Dividend Policy in Switzerland. Financial Markets and Portfolio Management, Vol. 20, No. 2, 2006, s. 155.

¹²⁷ Örtülü talepler, finans literatüründe yatırımcı sinyalleri olarak tanımlanmaktadır.Bkz. **İlker Mahmut Kahn**. Borsalarda Açılış Sistemleri. SPK Yeterlik Etüdü. İstanbul 2002. http://www.spk.gov.tr/yayinlar/kye/2002_ilkermahmutkalin.pdf, s.4; **Mark E. Holder, Frederick W. Langrehr and J. Lawrence Hexter**. Dividend Policy Determinants: An Investigation of the Influences of Stakeholder Theory. Financial Management. Vol.27, No. 3, 1998, s. 80.

¹²⁸ **Berk**, a.g.e, s. 321.

¹²⁹ **Michael C. Ehrhardt ve Eugene F. Brigham**. Corporate Finance: A Focused Approach. 2nd Edition. (Chapter 3 Web Extension: Individual Taxes). USA: South Western College Publishing. 2006, s. 2; Ayrıca bkz. **Özdemir**, a.g.e, s. 330.

Vergilerin kar payı politikasını yönlendiren önemli bir faktör olmasına rağmen, kâr payı ödemelerinin ve hisse senedi geri alımlarının teşvik edilmesi veya engellenmesine yönelik bir etkisinin bulunmadığı belirtilmektedir. Normal olarak, vergi oranlarının fazla artması, sonunda kâr payı ödemelerinin yapılmamasına neden olmaktadır. Ancak, Amerika Birleşik Devletleri'nde kâr payları üzerinden vergi alınmaya başlanan 1936 yılından önce ve II. Dünya Savaşı sırasında %90'ın üzerinde marjinal vergi oranının¹³⁰ olmasına rağmen, kar payı ödemelerinin yapıldığı belirtilmektedir. Dolayısıyla, kar payı dağıtım oranlarının her zaman vergilerden çok fazla etkilenmediği söylenebilir.¹³¹

Türkiye'de, kâr payı dağıtımından sağlanan kazanç %10 (stopaj) oranında vergilendirilmektedir. Buna karşılık, şirketler için herhangi bir vergi kesintisi bulunmamaktadır. Hisse senetlerinin değer artışından sağlanan gelir (sermaye kazancı)/kârlar ise, yalnızca hisse senetlerinin elden çıkarıldığı zaman %12–15 olarak vergilendirilmektedir.¹³²

1.7.2.7. Enflasyon

Enflasyon, ülkelerin muhasebe sistemi çerçevesinde, kâr payı dağıtım politikasını etkilemektedir. Ekonomide enflasyonun hüküm sürmesi, normal faaliyet kârının genel ve özel fiyat değişimlerinden etkilenmesine neden olmaktadır. Dolayısıyla, bilâncoda yer alan kâr rakamı, gerçek faaliyet kârı, elde tutma kârı ve fiktif (gerçek olmayan) kâr rakamlarını içermektedir. Bu duruma örnek olarak, Türkiye'de %50–70 enflasyon oranlarının yaşandığı dönemler verilebilir.¹³³

¹³⁰ “Marjinal vergi oranı, son birim gelir üzerindeki vergi olarak tanımlanmaktadır. Marjinal vergi oranı, bireylerin bulunduğu vergi dilimi ile ifade edilir.” Ayrıntılı bilgi için bkz. **Besley ve Brigham (2005)**, a.g.e, s. 474.

¹³¹ **Smart, Megginson ve Gitman**, a.g.e, s. 542.

¹³² **Pekkaya**, a.g.e, s. 188.

¹³³ Enflasyon hesabında Tüketici Fiyat Endeksi (TÜFE) ve Toptan Eşya Fiyat Endeksi (TEFE) yöntemleri kullanılmaktadır. Tüketici fiyat endeksinde, tüketim mallarının fiyatlarının yıl içinde ne kadar arttığı belirtilirken, toptan eşya fiyat endeksinde, ülkede üretimi yapılan mallar yer almaktadır. Bu yüzden, üreticilerin esas aldığı enflasyon hesabı yöntemi olarak bilinmektedir. Türkiye'de 2005 yılı ile beraber, toptan eşya fiyat endeksinin yerini üretici fiyat endeksi almıştır. Bkz: **Seyidoğlu (2006)**, a.g.e, s. 436.

Bilânçoda enflasyon nedeniyle oluşan yüksek kârlar, dağıtılan kârların ve ödenen vergilerin yükselmesine neden olarak öz kaynakların azalmasına, işçi ücret ve primlerinin artmasına, işletme faaliyetlerinin doğru analiz edilememesine, yatırım, üretim, satış ve fiyatlandırma stratejilerinin aksamasına, yönetim politikalarının etkinliğini azaltarak verimliliğin olumsuz etkilenmesine ve nakit darlığına neden olabilmektedir.¹³⁴

Enflasyon nedeniyle yapılması gerekli olan düzeltme işleminin duran varlıkların fiyatlarında yaşanan artışın belirli bir kısmı ile sınırlı olması, kazançların aşırı derecede yükselmesine neden olmaktadır. Bu nedenle, vergilerin düşük ödenmesi için gelir bildiriminin azaltılması gerekmektedir. Kâr payları açısından bakıldığında, bu strateji önemli dezavantajlar içermektedir. Bunun en önemli nedeni, şirketin ödeyeceği kâr paylarının azalmasıdır.¹³⁵

Enflasyon muhasebesi uygulaması bakımından duran varlık değerlerinin enflasyon etkisini yansıtacak şekilde ayarlanması şirket gelirlerinin gerçek seviyesini belirleyerek kâr payı dağıtım politikalarının en iyi şekilde düzenlenmesine yardımcı olmaktadır. Bu çerçevede, Yeniden değerlendirme hesabına karşı çıkarılan hisse senetleri kâr payı ödemesinde kullanılabilir. Yeni çıkarılan hisse senetleri, sermaye piyasasında faaliyet gösteren firmaların hisse senetlerinin fiyatının düşmesine neden olmaktadır.¹³⁶

1.7.2.8.Yeni Yatırımlar

Yeni yatırımlar yapmak firmaların önemli amaçlarından birini oluşturur. İşletmeler, bu yatırımlar için gerekli kaynakları kârlarını dağıtmayarak elde ederler. Kârların dağıtılmamasının temel nedeni, yeni yatırımların gelecekte işletmenin piyasa değerini ve hissedarların kazançlarını olumlu etkilemesi olarak ifade edilmektedir. Ancak, yeni yatırımların olmaması durumunda kâr paylarının dağıtılmaması yatırımcıları olumsuz etkileyebilmektedir.¹³⁷

¹³⁴ **Türkiye Sermaye Piyasası Aracı Kuruluşları Birliği**. Muhasebe, Denetim ve Etik Kurallar. 2007b. http://www.tspakb.org.tr/docs/egitim_notlari/muhasebe_denetim_ileri.pdf, ss. 83-84.

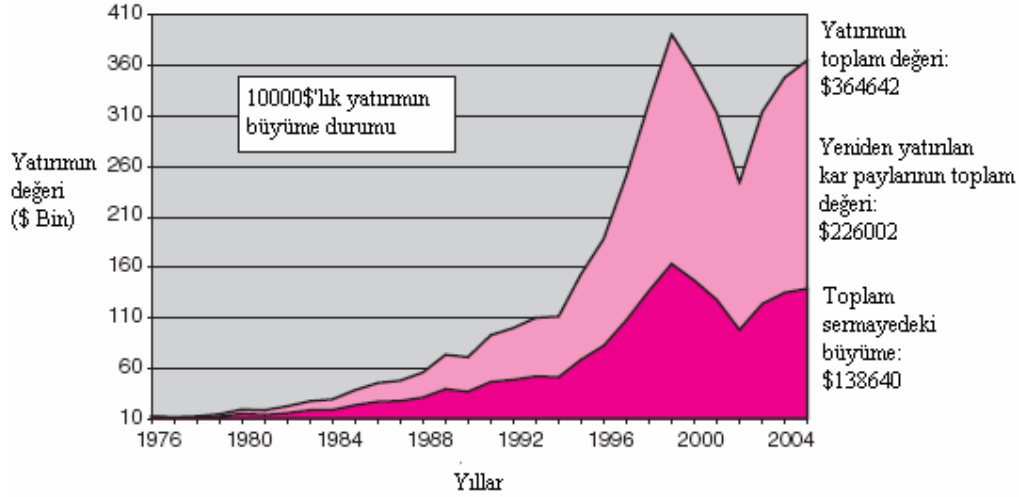
¹³⁵ **Selimler**, a.g.e, s. 24.

¹³⁶ **Selimler**, a.g.e, s. 24; **Berk**, a.g.e, s. 27.

¹³⁷ **Aydın ve diğerleri**, a.g.e, s. 294.

Amerika Birleşik Devletleri'nde 1976–2005 döneminde Standart & Poors 500 hisse senedi endeksinde kâr payları nakit olarak dağıtılsaydı, yatırımcıların yaptığı 10000\$'lık yatırım, 138640\$'a ulaşacaktı. Bu dönemdeki kar paylarının yeniden yatırılması, ilgili yatırımın değerinin 364642\$ olmasını sağlamaktadır. 1976–2005 döneminde, yatırımcıların yeniden yatırdıkları kâr paylarının tutarı 226002\$ olmuştur.

Şekil 5: ABD'de 1976–2005 Döneminde Kâr Paylarının Değerlendirilmesi ile Elde Edilen Yatırım Tutarları



Kaynak: Hirschey ve Nofsinger, a.g.e , s. 309

Şekil 5'e göre, ilgili dönemde yeniden yatırılan kâr payı gelirleri, uzun dönemli yatırımların toplam getirisinin yarıdan fazlasını olumlu yönde etkilemiştir. Bu çerçevede, uzun dönemli getiriler kapsamında, yüksek ve büyüyen kâr payı gelirinin öneminin arttığı görülmektedir.¹³⁸

Yatırım fırsatları ile kâr payı ödemeleri arasında ters yönlü bir ilişki bulunmakla beraber, Hindistan'da hisse senetleri menkul kıymetler borsası'nda işlem gören şirketlerin, 1991–2001 döneminde kâr payı trendini inceleyen çalışmada farklı bir ilişki gözlemlenmiştir. Bunun nedeni, gelişmekte olan piyasalarda kâr paylarının asimetrik bilginin ve bununla ilgili maliyetlerin oluşmasını engelleyici bir rol oynamasıdır. Bu

¹³⁸ Hirschey ve Nofsinger, a.g.e, s. 309.

nedenle, yatırım fırsatlarının bulunmasına rağmen kâr paylarının ödenebileceği ifade edilebilir.¹³⁹

1.7.2.9.Finansman Olanakları ve Borsa Konumu

İşletmelerin para ve sermaye piyasalarından finansman sağlaması kâr dağıtım politikasını önemli ölçüde etkilemektedir. Halka açık olmayan işletmelerde, finansman imkânları kısıtlı olmaktadır. Bununla birlikte bu işletmeler, işletme sermayesi ve yatırımlar için gerekli finansmanı para piyasası ve elde ettikleri kârlardan sağlayabilmektedirler. Bu nedenle, kapalı işletmelerde, kâr dağıtım açısından çeşitli zorluklar yaşanmaktadır. Buna karşılık, halka açık anonim şirketlerin fon bulmaları halka açık olmayan şirketlere göre daha kolay olmaktadır. Bu çerçevede, bu şirketlerin kâr payı dağıtım imkânlarının, müşteri ve piyasa koşulları nedeni ile daha fazla olabileceği belirtilmektedir.¹⁴⁰

Firmalar için her finansman kaynağının farklı bir maliyeti bulunmaktadır. Yatırımların finansmanı çerçevesinde, ihraç maliyetlerinin yüksekliği, alıkonan kârların maliyetinin yeni hisse senedi ihraç maliyetinden düşük olmasını sağlamaktadır. Böylece, yatırımların finansmanı için firma içinden sağlanan kaynaklar daha uygun kabul edilmektedir. Buna ilaveten, borç/varlıklar oranının sermaye maliyeti olumsuz etkilenmeden ayarlanabilmesi durumunda, istikrarlı bir kâr payı dağıtım politikası da izlenebilmektedir.¹⁴¹

Firmalar, vadesi gelen borçların ödenmesinde borçlanma veya dağıtılmayan kârları kullanırlar. Bu kapsamda, küçük işletmelerin borçlanma imkânlarının sınırlı olması ve yüksek faizli borçlanma zorunluluğunun bulunması oto finansman seçeneğini tercih etmelerine neden olmaktadır. Ayrıca, uzun vadeli borç veren kurumların durumunu

¹³⁹ **Y.Subba Reddy ve Subhrendu Rath.** Disappearing Dividends in Emerging Markets? Evidence from India. Emerging Markets, Finance and Trade. Vol.41. No.6, 2005, s.80.

¹⁴⁰ **Akgüç (1998)**, a.g.e, s. 786.

¹⁴¹ **Scott Besley ve Eugene F. Brigham.** Principles of Finance. 3rd Edition. USA: Southwestern College Publishing. 2006, s. 550.

dikkate alan sözleşmelerin de kâr dağıtım politikalarının belirlenmesinde önemli rol oynadığı belirtilmektedir. Bu sözleşmelerin, alıkonan kârlardan kâr payı ödenmemesi; net çalışma sermayesinin belirli bir tutarın altına inmesi durumunda kâr payı dağıtımı yapılmaması gibi hükümler getirerek kâr payı dağıtım politikasını etkilediği ifade edilebilir.¹⁴²

Türkiye’de 38 değişik ilde bulunan KOBİ ve büyük ölçekli 438 işletmenin 2005 Ekim-Kasım dönemindeki verileri kullanılarak yapılan araştırmada yabancı kaynak kullanımının büyük ölçüde firma kazancı ve nakit akışlarının değişkenliği tarafından belirlendiği vurgulanmıştır. Yabancı kaynak kullanımında etkili olan diğer faktörler ise, finansal esneklik, iflas riski, üst yönetimin etkin çalışmasını teşvik etmek, faiz giderlerinin vergi avantajı, kredi değerliliğinin iyileştirilmesine yönelik olarak borçlanma oranının düşük tutulması, firmanın müşterilerinin finansal istikrara yönelik olarak yabancı kaynak konusundaki talepleri şeklinde sıralanmıştır.¹⁴³

Kâr payı ödeyen firmaların özellikleri ile ilgili yapılan çalışmalarda firma büyüklüğü, kârlılık ve yatırım imkânlarının kâr payı ödeme kararını belirlediği görülmektedir. Firmaların büyüklüğü ve kârlılığı arttıkça ödenen kâr payı ödemelerinin arttığı, buna karşılık yatırım imkânları arttıkça kâr payı ödemelerinde düşüş görüldüğü belirtilmektedir. Dağıtılacak nakit fazlasının varlığı durumunda, yeni kâr payı seviyesinin korunamayacağı anlaşılırsa düzenli kâr paylarının miktarı arttırılmamaktadır.¹⁴⁴

Kanada’nın en önemli bankalarından biri olan Montreal Bankası’nın 1817’den günümüze kadar izlediği kar payı politikasında, kar payı ödemeleri finansal kriz dönemleri dışında aksama göstermediği ve hissedarlar ile piyasa beklentilerine uygun biçimde oluşturulduğu ifade edilmiştir.¹⁴⁵

¹⁴² **Pekkaya.**, a.g.e, s. 187.

¹⁴³ **Mehmet Erkan ve Oğuzhan Aydemir.** İşletmelerin Finansman Kararları ve Yabancı Kaynak Kullanımı: Türkiye’de Bir Uygulama. Analiz. Cilt:6. Sayı: 15. 2006, s. 137.

¹⁴⁴ **Kelly Brunarski, Yvette Horman ve James B. Kehr.** Agency Costs and The Dividend Decision. Corporate Ownership & Control. Vol. Issue 3, Spring 2004, s. 45.

¹⁴⁵ **Stephen R. Foester ve Stephen G. Sapp.** The Changing Role of Dividends: A Firm-Level Study From the Nineteenth to the Twenty-First Century. The Canadian Journal of Economics. Nov 2006. Vol. 39, s. 1321.

Kâr payları, işletme karlılığının belirlenmesinde önemli bir ölçüt olarak kullanılmaktadır. İşletme kârları, zorunlu olmadıkça hissedarlara dağıtılmamaktadır. Dolayısıyla, nakit olarak dağıtılan kâr payları işletme kârlılığını gösteren bir araçtır. Kâr paylarının nakit olarak dağıtılması, dönem kârı, işletme varlıklarının satılması ve borçlanma ile mümkün olmaktadır. Varlıkları satmadan veya ilave borç almadan yapılan nakit kar payı ödemesi, işletme kârlılığının ihtiyatlı bir şekilde değerlendirilmesini gerektirir. Bunun nedeni, yalnızca kârlılığın yüksek olduğu firmalarda kar payı ödemelerinin yüksek düzeyde gerçekleşmesidir. Böyle bir durumda, firmanın gelecekteki performansına yönelik olumlu beklentilerin olduğu anlaşılabilir.

Kâr paylarındaki artışın, kârların yükseleceğini gösterdiği durumlarda, kar payı ödemeleri devamlı artan firmaların hisse senetlerinin fiyatları yükselmektedir. Bunun için kâr payı getirilerinin incelenmesi de faydalı olmaktadır. Kâr payı getirileri açısından, göreceli olarak güvenli ve karşılaştırmalı olarak yüksek olanların belirlenmesi önem taşımaktadır. Bu çerçevede, Amerika Birleşik Devletleri'nde sanayi sektöründeki firmaların çoğunluğunun nakit kâr payı dağıtım oranı toplam karların %50'sinden az olarak gerçekleştiği, kalan kısmın gelecekteki büyümenin finanse edilmesi için duran varlıklara yeniden yatırıldığı görülmektedir. Yetersiz büyüme imkânlarına sahip kamu kurumlarında ise, toplam kârın %60-%70 arasındaki miktarının kâr payı geliri olarak dağıtıldığı görülmektedir.¹⁴⁶

Kâr payı dağıtım politikasını etkileyen faktörler ile ilgili yapılan ilk çalışmada, kâr payının miktarının şirketin kârlarının değişmesinden etkilendiği belirtilmektedir. Bu kapsamda, kâr payı dağıtım rasyosu hedef alınan rasyoya göre dönemsel olarak ayarlanmaktadır. Bunun en önemli nedeni de yatırımcıların istikrarlı kâr paylarını, dalgalanan kâr paylarına göre daha önemli kabul etmeleridir. Konu ile ilgili yapılan ikinci çalışmada da benzer sonuçlara ulaşılmıştır. Buna ek olarak, hisse başına kâr

¹⁴⁶ Hirschey ve Nofsinger, a.g.e, s 309.

payının değişmesinin hedef kâr payı dağıtım rasyosu, mevcut veya ertelenen kârlar ve en son ödenen kâr payına bağlı olduğu gözlemlenmiştir. ¹⁴⁷

Üçüncü olarak New York Borsası'ndan 198 şirketi konu alan araştırma, kâr payı ödemelerinin, gelecek dönemdeki kârların beklenen seviyesi ve geçmiş dönemdeki kâr paylarının trendinden etkilendiğini belirtmektedir. Ayrıca, hisse senedinin değerinin, kâr payı dağıtım politikasından etkilendiği, kâr payı ödemelerinin firma açısından önemli olduğu da açıklanmaktadır. Firma yöneticileri ile ilgili yapılan araştırma ise kâr payı dağıtım politikasının hisse senedi fiyatının belirlenmesinde etkili olduğunun ve kâr paylarının istikrarının önemini vurgulamaktadır. Amerika Birleşik Devletleri'nde firmaların yatırım, finansman ve kâr payı kararları arasındaki etkileşimi ele alan diğer çalışma, firmaların ödediği kâr paylarının geçmiş dönem ve mevcut dönem kârları, seneden seneye kârların değişkenliği, kârların büyüme oranı ve geçmiş dönemin kâr paylarına göre belirlendiğini göstermektedir. Buna ilaveten, kâr paylarının firmalar ve yatırımcılar açısından önemi, kâr payı kararlarının yatırım ve finansman kararlarından bağımsız oluşturulmasına neden olmaktadır. ¹⁴⁸

2001 yılında Amerika Birleşik Devletleri'nde Nasdaq Borsası'na¹⁴⁹ kayıtlı 651 firma üzerinde yapılan anket çalışması, kâr payı dağıtım politikasını belirleyen en önemli iki unsurun geçmiş dönemki kâr paylarının seyri ve kârların istikrarı olduğunu göstermektedir. Diğer iki önemli unsur da mevcut kârların ve gelecek dönemdeki beklenen kârların seviyesi olarak belirlenmiştir. Bu çerçevede, kârların artması, ödenecek kâr paylarını artırmaktadır. Kâr paylarının azalması da sürekli büyümenin finansmanı için elde edilen kârın büyük bir kısmının alıkonması ile gerçekleşmektedir. Ayrıca, gelecek dönemki beklenen kârların yüksekliği, kâr paylarının ödenmemesi ihtimalini azalttığından, nakit olarak dağıtılan kâr paylarının artmasına neden olmaktadır.

¹⁴⁷ **H. Kent Baker, Theodore E. Veit ve Gary E Powell.** Factors Influencing Dividend Policy Decisions of Nasdaq Firms. The Financial Review (38). 2001, ss.21-22.

¹⁴⁸ **H.Kent Baker ve Gary E Powell.** Determinants of Corporate Dividend Policy: A Survey of NYSE Firms. Financial Practice and Education. Spring/Summer 2000, ss.31,39.

¹⁴⁹ "NASDAQ, (National Association of Securities Dealers Automated Quotations) resmi bir düzenleyicisi olmayan tezgah üstü piyasalarda işlem gören menkul kıymetler için alım-satım fiyatlarının gösterildiği otomatik bilgi ağı olarak New York'ta kurulmuş olan özel borsadır." Bkz.

<http://tr.wikipedia.org/wiki/NASDAQ>

Bazı piyasaların mükemmel olmaması, yukarıda sayılan faktörlerin tüm firmalar için geçerliliğini ortadan kaldırmaktadır. Bazı firmalar açısından en uygun kâr payı dağıtım politikasından söz edilebilirken, diğer firmalar açısından farklı faktörlerin kâr payı dağıtım politikasını belirlediği ortaya çıkmaktadır. Firma yöneticilerinin kâr payı dağıtım politikasının yönetimi ile ilgili görüşleri de genel eğilimin, kâr payı politikasının her sene gözden geçirilmesi ve firma değerinin hissedarların refahı açısından çok önemli bir unsur olarak değerlendirilmesi yönünde olduğu belirtilmiştir.

150

2004 yılında Amerika Birleşik Devletleri'nde çeşitli sektörlerdeki firmaların finans yöneticilerinin kar payı politikaları hakkındaki görüşlerini inceleyen çalışma kâr dağıtım politikalarının muhafazakâr nitelikte olduğunu göstermektedir. Yöneticilerin görüşlerine göre, kâr paylarının muhafazakâr olması, piyasada kâr paylarının artması ve azalmasına gösterilen asimetrik tepki ile yakından ilişkilidir. Bu nedenle, kâr paylarının kesilmemesi ve kar payı ödemelerinin istikrarlı olması gerektiği belirtilmektedir. Kâr dağıtım politikalarının özelliği, bu politikayı uygulamayan şirketleri de ilgilendirmektedir. Bunun nedeni, bu şirketlerin kar payı politikalarını oluşturmaya başlamasıyla esnek olmayan kuralların devreye girmesidir.

İlgili araştırma, firmaların kâr payı ödeme konusunda çok istekli olmadıklarını; geri alımları alternatif kar payı dağıtım yöntemi olarak tercih etmeyi yeğlediklerini göstermektedir. Bunun en önemli nedeni olarak geri alımların firmalara esneklik sağlaması gösterilmektedir. Bu çerçevede, uygun yatırım fırsatları doğrultusunda kar paylarının ayarlanması, hisse senedi opsiyonu sonucu fiyatların düşüşünün dengelenmesi ve yatırımcılara sermayelerinin kazandırılması kolaylaşmaktadır.

Kar payı politikalarının oluşturulması konusunda ise, finans yöneticilerinin benimsedikleri kurallar, kâr paylarının ödenmemesi durumunda ağır bir tepkinin beklenmesi, kâr payı ödemesi konusunda rakip şirketlerden çok farklı olunmaması, kredi değerlendirme oranının yüksek tutulması, geniş ve çeşitlendirilmiş yatırımcı

¹⁵⁰ Baker, Veit ve Powell, a.g.e, ss. 35-36.

gruplarına öncelik verilmesi, esnekliğin ve hisse başına kârın korunması olarak sıralanmaktadır.¹⁵¹

Almanya’da şirketlerin kâr payı dağıtım politikasını konu alan bir araştırmaya göre de net kârların miktarı ve zararın gerçekleşmesi kâr payı dağıtım politikasında değişime neden olan en önemli iki faktör olarak belirlenmiştir. Bu çerçevede, geçmiş dönemlerde kârları ve kâr payları sürekli artan ve daha sonra zarar eden firmaların %80’inin zarar edilen dönemde kâr payı dağıtımını yapmadıkları belirtilmektedir. Zarar edilen dönemden sonra mevcut kâr payı dağıtım politikalarının tekrar uygulanmaya başladığı da ifade edilmektedir. Dolayısıyla, kâr payı dağıtım politikasının değişmesi için firmaların kârlarının sürekli bir şekilde azalmasına ihtiyaç bulunmamaktadır.¹⁵²

Kâr payı dağıtım politikasını etkileyen faktörler değerlendirildiğinde şirketlerin içinde buldukları sektörün önemli rol oynadığı görülmektedir. Bu kapsamda, kâr payı dağıtım politikalarının sektörler arasında farklılıklar gösterdiği belirtilmektedir. Avustralya ve Japonya’daki şirketler ile ilgili 2003 yılındaki çalışma, kâr payı dağıtım politikasının niteliği ile sektörler arasında önemli bir ilişkinin bulunduğunu belirtmektedir.¹⁵³ Kar payı politikalarının finansal yönetim teorisi açısından değerlendirildiği ilk çalışma, aynı sektördeki şirketlerin kâr payı dağıtım politikalarının satış hacmi, dönem kârı ve içsel nakit akımı gibi faktörlerden etkilendiğini ve kâr payı dağıtım politikalarının benzerlik gösterdiğini belirtmektedir.

John Lintner’in 1956 yılındaki çalışması işletme yöneticilerinin kâr payı dağıtım politikalarını incelemektedir. Bu çalışmanın sonuçlarına göre:

¹⁵¹ **Alon Brav, Graham, John R. Harvey, Campbell R. ve Roni Michaely.** Payout Policy in the 21st Century. Journal of Financial Economics. 2004, ss.520,523.

¹⁵² **Marc Goergen, Luc Renneboog ve Luis Correia da Silva.** When do German Firms Change Their Dividends? Journal of Corporate Finance. 2005, s. 397.

¹⁵³ **Mustafa Kemal Yılmaz.** Hisse Senetleri İMKB’de İşlem Gören Şirketlerin Kar payı Politikaları Üzerine Bir Analiz: Nakit Kar payı-Sektör Davranışı İlişkisi. İMKB Dergisi: Cilt 7. Sayı 25-26. Ocak-Haziran 2003, s. 19.

“1. İşletmelerin uzun dönemli kar payı dağıtım oranları bulunmaktadır. Kârları fazla değişim göstermeyen olgunlaşma dönemindeki firmaların kar payı dağıtım oranı yüksek olurken; büyüme amacıyla olan firmaların kâr payı dağıtım oranları düşük olmaktadır.

2. Yöneticiler kâr payı değişimlerine daha fazla önem vermektedirler.

3. Kâr payı değişimleri, uzun dönemli sürdürülebilir kârlara göre oluşmaktadır. Yöneticiler kâr paylarını pürüzsüz olarak kabul etmektedirler. Geçici kâr değişimleri kar payı dağıtımını etkilemesi normal kabul edilmemektedir.

4. Yöneticiler olumsuz yöndeki kâr payı değişimleri konusunda isteksizdirler.”¹⁵⁴

Yukarıdaki açıklamalar ışığında kâr payı davranışı aşağıdaki denklemde gösterilmektedir:

$$\Delta Div_{it} = a_i + c_i(Div_{it}^* - Div_{i,t-1}) + u_{it},$$

ΔDiv_{it} = Kâr paylarındaki değişim

c_i = Hedef kâr payı dağıtım oranı ile geçen dönemin kâr payı ödemesi arasındaki farka uyum hızının katsayısı

Div_{it}^* = Mevcut dönemin kârlarının yüzdesi olarak ifade edilen hedef kâr payı dağıtımı

$Div_{i,t-1}$ = Geçen dönemin kâr payı dağıtımı

a_i, u_{it} = Sabit ve normal dağılımlı rassal hata terimi

İnceleme konusu şirketlerin kâr paylarındaki değişimlerin %85'i yukarıdaki model yardımı ile ifade edilmektedir. Hedef kâr payı dağıtımı, kârların %50'sini oluştururken, yıllık ortalama uyum hızı yaklaşık %30 oranında gerçekleşmiştir.¹⁵⁵

Lintner'in (1956) yılındaki çalışmasına göre kâr payı ödemeleri geçmiş dönemdeki kâr payları ile mevcut dönemin kârlarından etkilenmektedir. Buna göre, “kâr payı ödemeleri önemli ölçüde düzgünlük (dividend smoothing) göstermektedir. Bu kısmi düzeltme

¹⁵⁴ Linda Canina, Rajesh Advani, Aaron Greenman ve Ifigenia Palimeri. Dividend Policy in the Lodging Industry. *Journal of Hospitality & Tourism Research* 2001;ss. 74-75.

¹⁵⁵ Canina, Advani, Greenman ve Palimeri, a.g.e, s. 74.

modeli, firmanın kar payı ödemelerini, bugünün kazançlarına dayanan hedef bir seviyeye göre, kar payıların mevcut ve geçmiş dönemdeki kârların geometrik ağırlıklı ortalama oluşturacak şekilde ayarlandığını telkin etmektedir. Bu çerçevede, yöneticiler, kar payı değişikliklerini giderek uzun vadede kazançlarla uyumlu olacak hedef bir kar payı düzeyine doğru düzeltmektedirler.”¹⁵⁶ Ayrıca, işletme yöneticileri açısından hisse başına kâr payı ödemelerindeki değişimler hissedarları olumsuz etkilemektedir.

Bu konu ile ilgili 2003 yılındaki çalışma, kâr payı dağıtım politikasının şirketlerin kârlılığı, büyüklüğü ve borç yapısına göre belirlendiğini açıklamaktadır. Bu kapsamda, Kore, Hindistan, Malezya, Tayland, Zimbabve, Ürdün, Pakistan ve Türkiye’deki firmalar ile Amerika Birleşik Devletleri’ndeki işletmelerin kâr payı dağıtım politikaları karşılaştırılarak banka temelli sistemlere sahip söz konusu ülkelerin kar payı politikalarının farklılığı vurgulanmıştır. Sekiz ülkenin kendi aralarındaki karşılaştırmada, Türkiye’deki işletmelerin 1981–1990 yılları arasında ortalama %60 oranında kâr payı dağıttığı ve bu oranın diğer ülkelere göre yüksekliği gözlemlenmiştir. Bu farklılık, ilgili dönemde Türk firmalarının kârlarının minimum %50’sini veya ödenmiş sermayesinin %20’sini dağıtma zorunluluğundan kaynaklanmıştır.¹⁵⁷

Norveç’te firmaların kar payı dağıtım politikasını belirleyen unsurlar arasında en önemlilerin kârların istikrarı ve mevcut ve gelecek dönemki karların seviyesi olduğu ifade edilmiştir. Finansal kaldıraçın mevcut derecesi ve likidite sınırlamaları, firmaların önem verdiği diğer unsurlar arasında yer almaktadır. Araştırmanın sonuçlarına göre, bütün firmaların kar payı kararları belirtilen faktörlerden aynı derecede etkilenmediği vurgulanmıştır.

Norveç firmalarının yöneticileri, Amerika’daki firmalara paralel olarak karların kar payı dağıtımını üzerinde göreceli etkisinin bulunduğunu düşünmektedirler. Fakat ilgili araştırmada kâr payı dağıtımını etkileyen diğer unsurlar hakkında farklı yaklaşımlara

¹⁵⁶ **John Goddard, David G. McMillan ve John O.S. Wilson.** Dividend Smoothing vs Dividend Signalling: Evidence from UK Firms. *Managerial Finance* Vol. 32, No. 6, 2006, ss.493-494.

¹⁵⁷ **Varouj Aivazian, Laurence Booth ve Sean Cleary.** Do Emerging Market Firms Follow Different Dividend Policies from US Firms? *The Journal of Financial Research*. Vol XXVI. No.3, 2003, ss. 371,375,378.

sahip oldukları belirtilmektedir. Bu çerçevede, Norveç'teki firmaların yasal düzenlemeler ve sınırlamaları daha fazla dikkate aldıkları söylenebilir. Amerikalı yöneticilerin ise, geçmiş dönemki kar paylarının seyrini temel aldıkları belirtilebilir.¹⁵⁸

1995 yılında gelişmekte olan ülkelerin kâr payı dağıtım politikasını konu alan araştırma, bu ülkelerin kar payı politikaları açısından kâr payı dağıtım oranının, kâr payı ödeme tutarına göre daha önemli olduğu ve kâr payı ödemelerinin gelişmiş ülkelere göre daha dalgalandığı belirtilmektedir. Araştırma kapsamındaki firmaların da kâr payı dağıtım kararlarının herhangi bir sektör kriterine göre belirlenmediği ifade edilmektedir.¹⁵⁹

1.7.3. Kâr Dağıtım Politikası Türleri

Yatırım kararları ve işletmenin piyasa değeri kâr payı dağıtım kararından etkilenmektedir. Dolayısıyla, kâr paylarındaki istikrar, hissedarlar açısından önem arz etmektedir. Bu kapsamda, kâr paylarında istikrarın sağlanması ve korunması için kârların yüksek olduğu dönemde yedek akçe ayrılması ve kârların düşük olduğu dönemlerde de geçmiş dönemlerdeki yedek akçelerin kâr payı olarak dağıtılmasının faydalı olacağı belirtilmektedir.¹⁶⁰

Şirketlerin piyasa değeri, kâr payı dağıtım politikasının türüne göre değişmektedir. Bu çerçevede, kâr paylarının her dönem dağıtılması ve devamlı yükseliş göstermesi piyasa değerinin olumlu etkilenmesini sağlar. Kâr payı dağıtım politikası gelişmiş ülkelerde ve Türkiye'de genel olarak dört türdür. Bunlar, sabit miktarda kâr payı dağıtımını, sabit oranda kâr payı dağıtımını, uzlaşmaya dayanan kâr payı dağıtım politikası ve artıklar oranında kâr payı dağıtım politikası olarak sıralanır.¹⁶¹

¹⁵⁸ **H. Kent Baker, Tarun K. Mukherjee ve Ohannes George Paskelian.** How Norwegian managers view dividend policy. Global Finance Journal. Vol. 17. (2006a), s. 175.

¹⁵⁹ **Yılmaz (2003)**, a.g.e, s. 20.

¹⁶⁰ **Ali Ceylan ve Turhan Korkmaz.** İşletmelerde Finansal Yönetim. Güncelleştirilmiş 9. Baskı. Bursa: Ekin Kitabevi.2006, s. 263.

¹⁶¹ **Berk**, a.g.e, s. 319-320; Ayrıca bkz ve karşı. **Büker ve Bayar**, a.g.e, s. 236.

1.7.3.1. Sabit Tutarda Kâr Payı Dağıtılması

Bu politikaya göre, işletme faaliyetleri sonucu sağlanan kârdan her dönem aynı tutarda ortaklara kâr payı dağıtılmaktadır. Aynı zamanda, yatırımcıların tercihi de bu yönde gerçekleşirse, hisse senedinin değeri olumlu etkilenir. Bu politikanın diğer avantajı ise, gelecek dönem kâr paylarının önceden belirlenebilmesidir. Sabit miktarda kâr payı dağıtımı, sabit gelir sağlamayı isteyen ve riskten kaçınan yatırımcıların tercihini oluşturmaktadır. Fakat bu politika önemli dezavantajlara da sahiptir. Bunlar, hisse senetlerinin sabit getirili yatırım araçlarına dönüşmesi, enflasyon dönemlerinde kâr paylarında reel olarak azalışın olması, hisse senetlerinin piyasa değerinin sabitleşmesi, kâr payı ödemelerinin kesintisiz olacağı yönünde yanlış beklentilerin oluşması, kâr paylarının artırılması için uzun dönemli sürdürülebilir kârın sağlanması ve kâr paylarının kesilmesinin hisse senedi fiyatını olumsuz etkilemesi şeklinde ifade edilmektedir.¹⁶²

1.7.3.2. Sabit Oranda Kâr Payı Dağıtım Politikası

Sabit oranda kâr payı dağıtım politikasında, ortaklar dönem kârının belirli bir yüzdesini kâr payı olarak alırlar. Dolayısıyla, ortakların aldığı kâr payı, gerçekleşen kâr miktarına bağlıdır. Bu çerçevede, çok düşük veya çok yüksek kâr payı tutarları söz konusu olmaktadır.

Sabit oranda kâr payı dağıtım politikası, işletme kârlarının azalış içinde olduğu veya işletmenin zarar ettiği dönemlerde önemli problemler doğurmaktadır. Bununla birlikte, alıkonan kârların bulunması pay senedinin pazar değerinin yükseltilmesi zorlaşmaktadır.¹⁶³

¹⁶² **Watson ve Head (2004)**, a.g.e, s. 189.

¹⁶³ **Berk**, a.g.e, s. 319.

1.7.3.3. Uzlaşmaya Dayanan Kâr Payı Dağıtım Politikası

Uzlaşmaya dayanan kâr payı dağıtım politikası, sabit kâr payına ek olarak işletmenin başarısına göre ilave kâr payı dağıtımını öngörür. Burada, yatırımcıların tercihi ilave ödemelerin gerçekleşmesi ve uygulanan bu politikanın esnek olmasıdır. Kârların ve nakit akımlarının her yıl değişmesi durumunda, uzlaşmaya dayanan kâr payı dağıtım politikasının uygulanması firmanın performansını olumlu etkilemektedir.¹⁶⁴

1.7.3.4. Artıklar Oranında Kâr Payı Dağıtım Politikası

Artıklar oranında kâr payı dağıtım politikası, yatırımlar için gereken kaynakların, işletmenin elde ettiği kârlar tarafından karşılanmasından sonra kalan miktarın kâr payı olarak dağıtılmasının uygun olacağını belirtmektedir. Bu politika, işletmelerin yatırım ve finansman politikası ile sermaye yapısından etkilenmektedir. Ayrıca, yatırımcıların elde edeceği kâr payları dönemler itibarı ile farklı olabilmektedir. Bu çerçevede, önem kazanan konu, dağıtılmayan kârların yeniden yatırıma dönüştürülme şeklidir. Dolayısıyla, kârların alıkonarak yeniden yatırıma yönlendirilmesi ile elde edilecek kârlılık oranının, hisse senedi sahiplerinin kârlılık oranları ile karşılaştırılması gerekmektedir. İşletme yatırımları sonucu yüksek bir getiri elde edilmek isteniyorsa, bu durumda kârların dağıtılmaması gerekmektedir.¹⁶⁵

İşletmeler, dönem net kârından gerekli yasal yükümlülüklerini ödedikten sonra geriye kalan kısmını kâr payı olarak hissedarlara dağıtmaktadırlar. Bu dağıtım uygulamada dört türlü gerçekleşmektedir. İlk yöntem göre, dağıtılacak kâr payları nakit şeklinde dağıtılmaktadır. Bunun gerçekleşmesi için işletmenin likiditesinin yeterli olması gerekmektedir. İkinci yöntem göre, işletmenin nakit durumuna göre kâr payı yerine

¹⁶⁴ Besley ve Brigham (2006), a.g.e, s. 547.

¹⁶⁵ Türko, a.g.e, s. 527.

bedelsiz hisse senedi verilmektedir. Hisse senedi olarak dağıtılan kâr payları alıkonan kârlardan sermaye hesabına transfer yapılması anlamına gelmektedir. Bu çerçevede, hisse senetlerinin itibari değerinin değişmediği belirtilmektedir.¹⁶⁶ Alıkonan kârlardan sermaye hesabına yapılan transfer aşağıdaki formül yardımı ile ifade edilebilir:

$$\text{Alıkonan kârlardan yapılan transfer tutarı} = [(\text{Dolaşımdaki hisse sayısı}) \times (\text{Hisse senedi şeklinde kâr payı yüzdesi})] \times \text{Hisse senedi fiyatı}^{167}$$

Dolaşımdaki hisse senedi sayısı 6 milyon ve pazar fiyatı 90 TL olan firmanın %20 oranındaki kâr payını hisse senedi olarak dağıtması durumunda

Alıkonan kârlardan yapılan transfer tutarı = $[6000000 \times 0.2] \times 90 = 108000000$ TL olacaktır. 1200000 tutarındaki hisse senedi, dolaşımdaki hisse senedi sayısına ilave edildiğinde dolaşımdaki hisse senedi sayısı:

$$6000000 + 1200000 = 7200000 \text{ olacaktır.}$$

$108000000 - 1200000 = 106800000$ TL tutarındaki kısım ise ödenmiş sermaye hesabında yer almaktadır.

Hisse senedi şeklinde kar payı dağıtımı öncesi ve sonrası firmanın hisse senedi fiyatındaki değişim aşağıdaki tabloda gösterilebilir:

Hisse senedi şeklinde kar payı dağıtımı öncesi:

Dolaşımdaki hisse senedi sayısı	6000000
(6000000 x 1 TL)	
Ödenmiş sermaye	14000000
Alıkonan kâr	<u>280000000</u>
Toplam	300000000

¹⁶⁶ **Aynur Korgun.** Bir Kar payı Politikası olarak Kar payı Avansı Teorisi ve Türkiye'ye İlişkin Uygulama Önerileri. Sayı: XIV-12/6-4. SPK Denetleme Dairesi. 1999, s. 20.

¹⁶⁷ **Besley ve Brigham (2005).** a.g.e, ss. 430-431.

Hisse senedinin defter değeri = 300000000/6000000= 50 YTL

%20 oranında hisse senedi şeklinde kar payı dağıtımı sonrası:

Dolaşımdaki hisse senedi sayısı	7200000
[(6000000+1200000) x 1]	
Ödenmiş sermaye	120800000
Alıkonan kâr	<u>172000000</u>
Toplam	300000000

Hisse senedinin defter değeri = 300000000/7200000 = 41.6 ~42 TL

Kâr payı dağıtımının hisse senedi olarak yapılmasının nedenleri arasında hisse senedi fiyatlarının yüksekliği, ortak sayısı ve dolaşımdaki hisse senedi sayısının artışına yönelik istekler ve hisse senetlerinin likiditesinin yetersiz oluşu gösterilmektedir. Bununla beraber, şirketlerin kâr payı yerine hisse senedi dağıtması, fon çıkışı gerektirmediğinden kârın değerlendirilmesi konusundaki görüş ayrılıklarını da giderdiği belirtilmektedir. Kâr paylarının hisse senedi olarak dağıtılması, bedelsiz sermaye artırımını şeklinde yorumlanmaktadır. Bu sayede, dolaşımdaki hisse senedi sayısı artarken, hisse senedi fiyatı, kâr payı dağıtım oranı kadar azalmaktadır.¹⁶⁸

Üçüncü yönteme göre, kâr payları hisse senetlerinin geri toplanması ile ödenmektedir. Şirketler, hisse senedi geri alımını üç yolla yapabilirler. İlk olarak, halka açık anonim şirketlerin, aracı kurumlar vasıtası ile geri alım yaptıkları görülmektedir. İkinci olarak, hissedarların verecekleri hisse senetlerine karşılık pay başına belirlenmiş fiyattan hisse senedi satışı olarak adlandırılan satın alma teklifi yolunun tercih edildiği belirtilmektedir. Bu kapsamda, belirli sayıda hisse senedi belirli bir zaman aralığında alınmaktadır. Teklif edilen hisse senedi sayısının alınmak istenen hisse senedi sayısını geçmesi durumunda, şirketler geri alımları orantılı olarak yapmaktadır. Üçüncü olarak

¹⁶⁸ Yılmaz (2003), a.g.e, s. 27; Korgun, a.g.e, ss. 20-21.

da, blok olarak alınmış hisse senetleri pazarlık yolu ile geri alınabilir. Bu, aynı zamanda hedef geri alım olarak da adlandırılmaktadır.¹⁶⁹

Hisse senedi geri alımları risk sermayesi yatırımlarında da görülmektedir. Bu çerçevede, risk sermayesi sahibinin yeniden satın alma hakkı ile yatırımdan çekilmesi mümkündür. Buna göre, risk sermayesi sahibinin elinde bulunan senetler belirli bir süre içinde satılamazsa, risk sermayesi sahibinin hisse senetlerini geri satma opsiyonu bulunmaktadır. Bu durumda, risk sermayesi sahibinin ilişkide olduğu firmanın hisse senetlerini geri alma zorunluluğu bulunmaktadır.¹⁷⁰

Dördüncü yönteme göre ise, işletmeler kar paylarını mal şeklinde dağıtmaktadırlar. Bunun nedeni, talep fazlası nedeni ile işletme mallarının zor elde edilebilmesinin kâr payı dağıtım şekillerini değiştirmesidir. Aynı şekilde, işletme mallarının satılması firma amacına uygun şekilde gerçekleşmiyorsa, kar payları mal olarak dağıtılabılır. Bunun da nedeni, malların satılamamasından kaynaklanan nakit sıkışıklığı olarak gösterilmektedir. Bayileri, ortaklarını oluşturan firmaların mal olarak kâr payı dağıttığı görülmektedir. Bu kapsamda, çeşitli meyve suyu ve halı şirketleri bu politikayı uygulayan firmaları oluşturmaktadır.¹⁷¹

2001 yılında Amerika Birleşik Devletleri'nde şirketlerin hisse senedi geri alımlarını tercih etmelerinin nedenlerini araştıran çalışmaya göre, geri alımların hisse senedi fiyatının yükseltilmesi, sermaye yapısının en uygun hale getirilmesi, vergi etkisi, kârların sulandırılmasının engellenmesi ve atıl nakit tutarının hissedarlara döndürülmesi amaçlarıyla tercih edildiği belirtilmektedir.¹⁷² “Yapılan birçok akademik çalışmada, hisse senedi geri alımlarının geri alımı yapan şirketin hisse senedi fiyatının düşük

¹⁶⁹ **Brigham ve Ehrhardt**, a.g.e, ss. 626-627.

¹⁷⁰ **William L Megginson ve Scott B. Smart**. Introduction to Corporate Finance. 1 st Edition. USA: South Western College Publishing. 2006, s. 581.

¹⁷¹ **Sevil**, a.g.e, s.143, Ayrıca bkz. **Ceylan ve Korkmaz (2006)**, a.g.e, s 271.

¹⁷² **Paul Stonham**. A Game Plan for Share Repurchases. European Management Journal. Vol. 20, No. 1, 2002, s. 38.

değerlendiğini göstermektedir. Buna ilaveten geri alım ile ilgili yapılan duyuruların pozitif olağandışı getiriler ile ilişkili olduğu belirtilmektedir.”¹⁷³

Başka bir akademik çalışmaya göre de kâr paylarının hisse senedi geri alımları yerine tercih edilmesi ters seçim yaklaşımı ile açıklanmaktadır.¹⁷⁴ Hisse senetlerinin geri toplanması, yöneticiler ve büyük blok hissedarları barındıran işletme içi grupların avantaj sağlamasına ve bilgisi olmayan normal hissedarların olumsuz etkilenmesine neden olmaktadır. Dolayısıyla, düşük paya sahip hissedarların tercihi kâr payı yönünde olurken, büyük paya sahip hissedarların tercihi geri alım yönünde olmaktadır.¹⁷⁵

Kâr payları ve hisse senedi geri alımları tercihini etkileyen diğer önemli faktörler vergi ve hisse senedi opsiyonlarıdır. Bu çerçevede, vergi unsuru, daha sık geri alım yönteminin tercih edilmesine neden olmaktadır. Ancak, vergi kanunlarındaki olası değişikliklerin bu seçimi etkilediği belirtilmelidir. Hisse senedi geri alımlarının diğer vergisel avantajları yatırımcı karakterinden etkilenmektedir. Fakat bu konu ile ilgili yapılan ampirik çalışmalarda farklı sonuçlara ulaşılmıştır. Üçüncü olarak, hisse senedi opsiyonları, hisse senedi geri alımlarının tercih edilmesine neden olmaktadır. Şirketlerin kâr payı dağıtması, hisse senedinin fiyatında ve kar payı güvencesiz hisse senedi opsiyonunun değerinde kar payısüz ödeme tarihinde azalışı beraberinde getirmektedir. Buna karşı, işletmelerin hisse senetlerini geri toplaması, hisse senedi fiyatını olumsuz etkilememektedir. Ayrıca, hisse senetlerinin geri alınmasının, opsiyonun paraya çevrilmesi nedeni ile sulandırılan hisse senedi fiyatını koruduğu belirtilmektedir.¹⁷⁶

¹⁷³ **Ming Dong, Chris Robinson ve Chris Veld.** Why Individual Investors Want Dividends. Journal of Corporate Finance. Vol.12.2005, s. 128

¹⁷⁴ “Asimetrik bilgiden kaynaklanan iki önemli piyasa başarısızlığı, ahlaki risk ile ters seçim durumlarıdır. Ters seçim, yüksek riskli insanların, şirketin bunu bilmemesinden yararlanarak en geniş kapsamda sigorta yapturmalarını ifade eder.” Bkz. **Seyidoğlu (2006)**, a.g.e, ss. 385,387.

¹⁷⁵ **Luc Renneboog ve Gregorz Trojanowski.** Patterns in Payout Policy and Payout Channel Choice of UK Firms in the 1990s. ECG Working Paper Series In Finance. 70/2005, s. 6

¹⁷⁶ **Eva Liljebloom ve Daniel Pasternack.** Share Repurchases, Dividends and Executive Options: The Effect of Dividend Protection. European Financial Management. Vol. 12, No.1, 2006, s.8. “Sulandırma, belli nedenler dolayısıyla hisse senetlerinin sağladığı gelirlerin veya bu senetlerin muhasebe değerinin düşüşünü ifade eder. Bu nedenler, şirketin sabit borçları durumunda olan tahvillerin hisse senedine dönüştürülmesi, şirket hisselerini belli fiyattan ve belli sürede satın alma hakkına sahip bulunanların bu haklarını kullanma olasılığı gibi durumlarla ilgili olabilir.” Bkz. **Halil Seyidoğlu.** Ekonomik Terimler: Ansiklopedik Sözlük. Geliştirilmiş 3. Baskı. İstanbul. 2002, s. 581.

İşletmelerin kâr dağıtımı ile ilgili önemli bir kavram da hisse senetlerinin itibari değerinin düşürülmesi ve sayısının artırılması yöntemidir. Bu yöntemde, hisse senedi olarak dağıtılan kâr paylarından farklı olarak yedek akçeler ve sermaye hesabında değişiklik olmamaktadır. Hisse senedi bölünmesiyle pay senetlerinin itibari değerinin belirli bir oranda azalma ile dolaşımdaki hisse senedi sayısında artış amaçlanır. Bu sayede, ortakların firmadaki toplam payında herhangi bir değişiklik olmamaktadır. Kâr payı yerine hisse senedi verilmesi yöntemi gibi bu yöntemde de hisse senedinin likiditesinin sağlanmasına çalışılmaktadır.¹⁷⁷

Kâr payı yerine bedelsiz hisse senedi verilmesi başlığında ele alınan şirketin hisse senetlerini 2/1 oranında çoğaltmayı düşünmesi durumunda nominal değer ve dolaşımdaki hisse senedi sayısındaki değişiklikler aşağıdaki gibi gösterilebilir:¹⁷⁸

Bölünmeden önce:

Dolaşımdaki hisse senedi sayısı	6000000
(6000000 x 1 TL)	
Ödenmiş sermaye	14.000.000
Alıkonan kâr	<u>280.000.000</u>
Toplam	300.000.000

Hisse senedinin defter değeri = $300000000/6000000= 50$ YTL

2/1 oranında bölünmeden sonra:

Dolaşımdaki hisse senedi sayısı	6000000
(12.000.000 x 0.5 TL)	
Ödenmiş sermaye	14.000.000
Alıkonan kâr	<u>280.000.000</u>
Toplam	300.000.000

¹⁷⁷ Korgun, a.g.e, s. 21.

¹⁷⁸ Besley ve Brigham (2005), a.g.e, s. 431.

Hisse senedinin defter değeri = 300000000/12000000= 25 YTL

Örnekte görüldüğü gibi dolaşımdaki hisse senedi sayısı 2 katına çıkarken, itibari değeri (nominal değer) %50 oranında azalmakta, alıkonan kârlar ve ödenmiş sermaye hesabında değişiklik olmamaktadır. Buna karşı, şirketin öz sermaye değerinde bölünme öncesi ve sonrası herhangi bir değişiklik gözlenmemektedir.

Kâr payı ödeme yöntemleriyle ilgili olarak yurtdışında yaygın olarak kullanılan yöntemlerden biri de kar payı yeniden yatırım planıdır. Kâr payı yeniden yatırım planı, eski bir yatırım aracı olarak bilinmektedir. Özellikle, 1940'lı yılların başından itibaren bu yöntemi kullanan firmalar arasında yatırım fonları ve kapalı uçlu yatırım şirketleri bulunmaktadır.¹⁷⁹ 1970'li yıllarda finans dünyasında kullanılmaya yaygın olarak başlayan kâr payı yeniden yatırım planı, kâr paylarının yeni hisse senetleri alımı için kullanılmasına imkân tanımaktadır. Diğer bir ifadeyle, şirket tarafından dağıtılan kar payı anında hisse senedine çevrilebilmektedir. Kâr Payı Yeniden Yatırım Planı, başta Amerika Birleşik Devletleri olmak üzere, birçok gelişmiş ülkede uygulanmaktadır. Amerika Birleşik Devletleri'nde büyük firmaların çoğunluğunun ortaklara bu imkânı tanıdıkları görülmektedir. Bu çerçevede, söz konusu firmaların ortaklarından kâr payı yeniden yatırım planını tercih edenlerin oranı yaklaşık %25'i bulmaktadır.

Kâr payı yeniden yatırım planının iki türü bulunmaktadır. Birincisi, eski hisse senetleri veya mevcut hisse senetlerini konu alan planlar, ikincisi ise yeni ihraç edilen hisse senetleri ile ilgili planlar olarak adlandırılmaktadır. Her iki tür planda da, nakit yerine hisse senedi verilmesi, kâr payları üzerinden ödenen vergileri etkilememektedir. Buna ilaveten, hissedarlar, kâr payı çeklerini almayı sürdürme veya kâr paylarının daha fazla hisse senedi alımı için kullanılması olmak üzere iki seçeneğe sahiptirler.

¹⁷⁹ **Kevin Chiang, George. M. Frankfurter ve Arman Köseadağ.** Exploratory Analyses of Dividend Reinvestment Plans and Some Comparisons. *International Review of Financial Analysis*. Vol 14. 2005, s. 571.

Eski veya mevcut hisse senetlerini konu alan planlarda, kâr paylarının yeniden yatırılması tercih edildiğinde, yeniden yatırım için kullanılması düşünülen fonlar banka aracılığıyla hisse senedi alımı için kullanılır ve elde edilen hisse senetleri ortakların hesabına eşit olarak yatırılır. Bu alım-satım işlemlerinin çok sayıda hisse senedini içermesi, bununla ilgili giderlerin düşük olmasını sağlamaktadır. Bu nedenle, söz konusu planlar acil tüketim için nakit ihtiyacı bulunmadığı zamanlarda faydalı olmaktadır.

Yeni hisse senetleri ile ilgili planlarda, dağıtılması düşünülen kâr paylarından, yeniden yatırım planını tercih edenlerinki dağıtılmamakta, yeni ihraç edilecek hisse senetlerinin karşılığı olarak kullanılmaktadır. Böylece, ihraç maliyetlerinden tasarruf etme olanağı doğmaktadır. Bu kapsamda, Amerika Birleşik Devletleri'nde birçok büyük şirketin özsermaye finansmanı için bu yöntemden faydalandığı görülmektedir. Yeni hisse senedini konu alan yeniden yatırım planında hissedarlar herhangi bir maliyet üstlenmemekte ve hisse senetleri gerçek piyasa fiyatının altında sunulmaktadır. Hisse senetlerinin indirimli olarak satılması, bunların yatırım bankaları aracılığıyla ihracı nedeni ile doğabilecek giderlerin dengelenmesi amacını taşımaktadır. Kâr payı yeniden yatırım planı, kâr payı dağıtım politikalarının yeniden değerlendirilmesini gerektirir. Bu kapsamda, nakit kâr paylarının azaltılmasının, ödenen gelir vergisinden tasarruf yapılmasını sağladığı ifade edilmektedir.¹⁸⁰

1.8. Türkiye’de ve Seçilmiş Ülkelerde Kâr Payı Dağıtımını ile İlgili Oranların Gelişimi

Türkiye’de İstanbul Menkul Kıymetler Borsası’nın 1986 yılında kurulması sermaye piyasaları açısından önemli bir dönüm noktası olarak kabul edilmektedir. Bu yıldan itibaren, işlem hacmi, piyasa kapitalizasyonu, kote edilen şirketler ve yabancı yatırımlar açısından önemli gelişmeler olmuştur. 1999 yılında hisseleri kote edilmiş olan şirket sayısı 285 olurken, günlük işlem hacmi 356 milyon dolar olarak gerçekleşmiştir.¹⁸¹

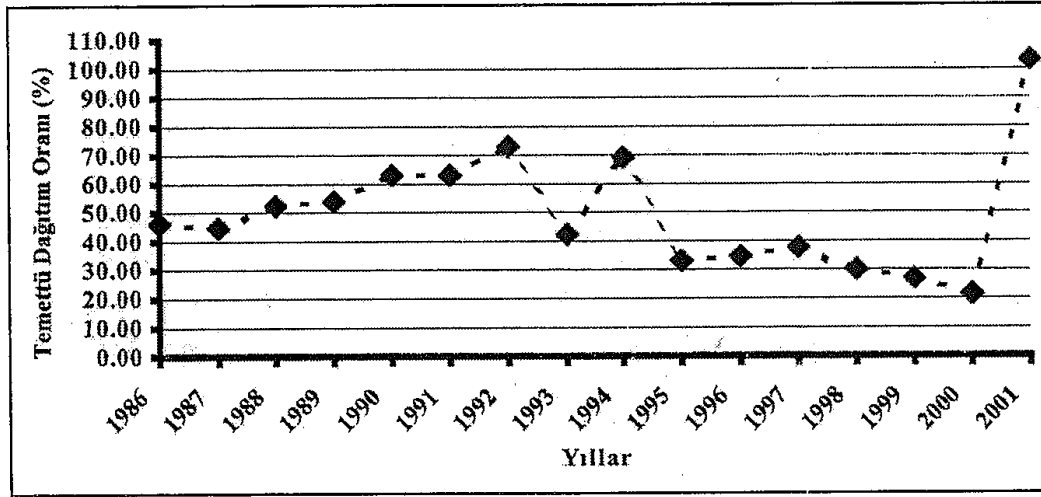
¹⁸⁰ Brigham ve Ehrhardt, a.g.e, ss. 636-637.

¹⁸¹ “Piyasa kapitalizasyonu, şirketin ihraç edilmiş hisse senedi sayısının, ilgili hisse senetlerinin piyasa değeri ile çarpılmasını ifade eder.” Bkz. Denzil Watson ve Anthony Head. Corporate Finance: Principles & Practice. Fourth Edition. FT Prentice Hall. Harlow. 2007, s. 322.

1985–1994 mali yılları arasında menkul kıymetler borsasındaki şirketlerin dağıtılabilir karlarının minimum %50'si nakit olarak dağıtılmaktaydı. Bu düzenlemenin, hissedarlara uygun kar payı sağlama, kar payı haklarının koruma şeklinde avantajlarının bulunduğu belirtilmiştir. Ayrıca, bu dönemde kamu sektöründeki firmaların düşük kar payı dağıtım rasyoları sermaye piyasalarının gelişmesini olumsuz etkileyen faktörlerden biri olarak ön plana çıkmıştır. 1995 yılıyla kar payları ile ilgili önemli düzenlemeler yapılmıştır. Bu düzenlemeler, şirketlerin kâr payı dağıtım politikasının esnek olmasına yardımcı olmuştur. Buna göre, dağıtılabilir karın minimum %50'sinin nakit olarak dağıtılma zorunluluğu ortadan kaldırılmıştır.¹⁸²

Bu kapsamdaki şirketler kâr payı dağıtım oranları açısından değerlendirildiğinde, kâr payı dağıtım oranının yıllar itibariyle dalgalandığı söylenebilir. Bu çerçevede, 1994 ve 2001 krizleri öncesi işletmelerin gelir kalemlerine ait faiz gelirlerinin gereğinden fazla artması, yüksek bir kar payı dağıtımına neden olmuştur. Söz konusu dönemlerde firmalar ortalama %35–40 seviyesinde kâr payı dağıtmışlardır.¹⁸³

Şekil 6: İMKB'ye Kayıtlı Firmaların Ortalama Kâr Payı Dağıtım Oranları



Kaynak: Yılmaz (2003), a.g.e, s. 23.

¹⁸² **Cahit Adaoğlu**. Instability in the Dividend Policy of the Istanbul Stock Exchange (ISE) Corporations: Evidence from an Emerging Market. *Emerging Markets Review*. Vol 1. 2000, ss. 254-255.

¹⁸³ Ayrıntılı bilgi için bkz. **Yılmaz (2003)**, a.g.e, s. 22; Ayrıca bkz ve karşı. **Adaoğlu**, a.g.e, s. 252.

Hisse senetleri İstanbul Menkul Kıymetler Borsası'nda işlem gören firmaların kârlılığı, 2001'deki devalüasyon ve ekonomik krizin ardından endeksteki büyümeye paralel olarak yükselmeye başlamıştır. Hisse Senetleri Piyasası'nın önemli bir parçasını oluşturan Ulusal 100 Endeksi'ndeki şirketler, 2001'de 670,5 milyon YTL kâr elde ederken, 2005 yılında bu rakamı %1335 artırarak 9617,2 milyon YTL' ye yükseltmişlerdir. Bunun nedeni olarak, ilgili dönemdeki ekonomik büyüme gösterilmektedir. Halka Açık Tüm Şirketlerin kâr rakamları incelendiğinde, 2001'de 1068 milyon YTL zarar eden firmaların toplam kâr rakamının 2005'te 10790 milyon YTL' ye ulaştığı görülmektedir.

Tablo 2: İMKB'ye Ait Seçilmiş Göstergeler

	2001	2002	2003	2004	2005
Toplam Kar/Zarar (Milyon YTL)	-1068	2076	7820	9888	10790
Fiyat/Kazanç Oranı	824,42	26,98	12,29	13,27	19,38
Kar payı Verimi	0,95	1,2	0,94	1,37	1,71
Piyasa Değeri/Defter Değeri	3,71	2,01	2,16	1,51	2,11
Nakit Net Kar payı (Milyon YTL)	650	674,5	900,7	1812,5	3726,7

Kaynak: Mustafa K. Yılmaz ve Recep Bildik. İstanbul Menkul Kıymetler Borsası'nda 2005 Yılı Gelişmeleri ve 2006 Yılı Beklentileri.
<http://www.mkylmaz.com/makaleler/makale18.pdf>, 2006, s.134.

Hisse senedi değerlemesinin önemli bir unsuru olan kar payları da ekonomideki gelişmelere paralel olarak ilgili dönemde artmıştır. Ulusal 100 Endeksi'ndeki şirketler kapsamında 2001 yılında dağıtılan net nakit kar payı tutarı 545,4 milyon YTL olurken, 2005 yılında bu tutar 3330,6 milyon YTL' ye ulaşmıştır. Halka açık tüm şirketlerin net nakit kar payları ise 2001 yılında 650 milyon YTL iken 2005 yılında 37267 milyon YTL olmuştur. Bu gelişmede, Sermaye Piyasası Kurulu'nun halka açık anonim şirketlerin 2005 yılı kârlarından minimum %30 oranında kâr payı dağıtılmasına ilişkin düzenlemeleri etkili olmuştur. Toplam kâr payı ile beraber kar payı dağıtım oranının

yükselmesinin, firmaların iş piyasasının geleceği ile ilgili olumlu beklentilerinden kaynaklandığı düşünülmektedir.¹⁸⁴

Diğer gelişmekte olan ülkelere paralel olarak, Türkiye’de de kâr dağıtım politikaları, şirketlerin doğrudan veya dolaylı olarak ilişkide olduğu tüm kişi ve grupları etkilemektedir. İstanbul Menkul Kıymetler Borsası’nda faaliyet gösteren firmaların büyük çoğunluğunun kâr dağıtım politikası, yeni yatırım fırsatlarının finansmanı nedeniyle dağıtılan nakit kar payının hisse senedi ihraç edilerek toplanması şeklinde oluşmuştur.¹⁸⁵

Tablo 3: 1994–2003 Döneminde Kâr Payı Dağıtan Şirketlerin Sayısı

	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003
İMKB’deki Firma Sayısı	176	205	229	252	264	285	297	298	302	295
Dönem Sonunu Karla Kapatan Firma Sayısı	161	196	220	239	213	222	223	166	211	209
Kar Dağıtan Firma Sayısı	155	158	179	169	133	141	118	98	93	70
Hisse Sen. Karşılığı Kar Payı Dağıtan Firma Sayısı	15	27	28	33	28	44	31	24	12	10
Nakit Olarak Kar Payı Dağıtan Firma Sayısı	130	112	132	118	97	86	79	68	79	56
Hem Hisse Sen. Hem de Nakit Olarak Kar Payı Dağıtan Firma Sayısı	10	19	19	18	8	11	8	6	2	4

Kaynak: Adem Anbar. Hisse Senetleri İMKB’de İşlem Gören İşletmelerde Kâr Payı Dağıtım Politikası. Mali Çözüm. Sayı:75. 2006, s.222.

Yukarıdaki tabloya göre, İstanbul Menkul Kıymetler Borsası’ndaki firma sayısı 1994 yılında 176 iken, 2002 yılında 302 olmuştur. Bu yıllar arasında düzenli bir artış dikkati çekmektedir. Buna karşı, 2003 yılında İstanbul Menkul Kıymetler Borsası’ndaki firma sayısı %2 oranında azalarak 295’e inmiştir. Dönem sonunda kâr elde eden şirketlerin sayısının dalgalandığı söylenebilir. Bu çerçevede, 1994–1997 döneminde kâr elde eden şirket sayısında sürekli bir artış gözlenirken, 1997 yılından sonra dalgalı bir seyir izlenmektedir. Kâr dağıtımını yapan şirket sayısı açısından ise dalgalı ve azalan bir seyir

¹⁸⁴ Yılmaz ve Bildik, a.g.e, s. 134.

¹⁸⁵ Mustafa Kemal Yılmaz ve Güzhan Gülay. Dividend Policies and Price-Volume Reactions to Cash Dividends on the Stock Market. Emerging Markets Finance and Trade. Vol.42. No.4. 2006, s.44.

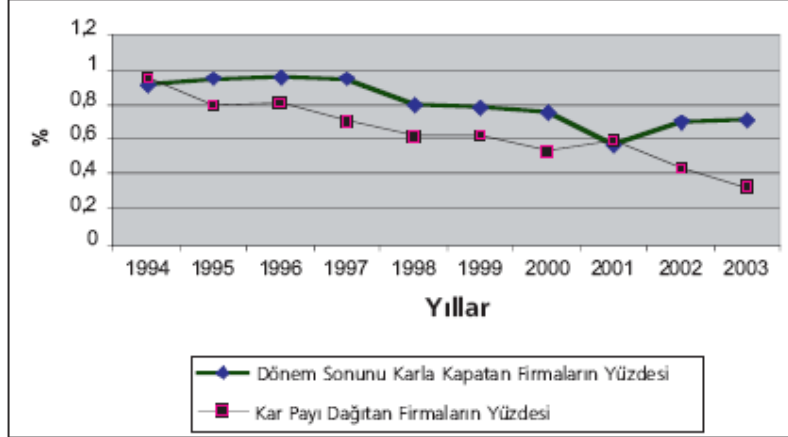
söz konusudur. 1994 yılında 155 firma kâr dağıtımı yaparken, 2003 yılında bu sayı %54,8 azalarak 70'e düşmüştür.

İstanbul Menkul Kıymetler Borsası'nda şirketler, kâr payı dağıtım şekli açısından 3 grupta toplanmıştır. Birinci grupta kâr payı yerine hisse senedi veren şirketler yer almaktadır. İkinci grupta, nakit şeklinde kâr payı dağıtımı yapan firmalar bulunmaktadır. Üçüncü grupta ise, nakit ve hisse senedi şeklinde kâr payı dağıtımı yapan firmalar yer almaktadır.

Kâr payını hisse senedi yolu ile dağıtmayı tercih eden şirketlerin sayısı 1994–1999 dönemi arasında genel olarak artan bir seyir izlemektedir. Buna karşı, 1999 yılından sonra bu grupta yer alan şirketlerin sayısında ciddi bir düşüş gözlenmektedir.

Kâr payını nakit yolu ile dağıtmayı tercih eden firma sayısının küçük artışlar dışında genel olarak azaldığı görülmektedir. Buna karşı, nakit ve hisse senedi şeklinde kâr payı dağıtımı yapan şirketlerin sayısının ilgili dönemde dalgalı fakat azalan bir seyre sahip olduğu ifade edilebilir.

Şekil 7: 1994–2003 Döneminde Kâr Elde Eden ve Kâr Payı Dağıtan Şirketler



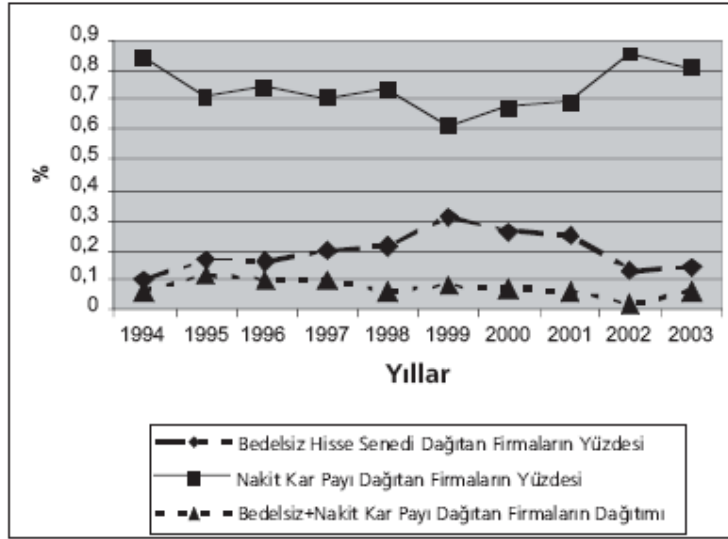
Kaynak: Anbar, a.g.e, s. 223.

Şekil 7 'ye göre, 1994–2003 döneminde, kâr sağlayan şirket sayısının hisse senetleri borsada işlem gören şirketlere oranını ve kâr payı dağıtımı yapan işletmelerin kâr elde eden işletmelerin sayısına oranını göstermektedir.

1994–1997 döneminde kâr elde eden şirketlerin sayısı düşük oranda artmıştır. 1998 yılı ile beraber azalışa geçen şirketlerin sayısı, 2002 yılı itibariyle yükselmeye başlamıştır. Bu çerçevede, 2001'deki ekonomik kriz nedeni ile kârlı şirketlerin sayısının, hisse senetleri borsada alınıp satılan firma sayısına oranının %56'ya düştüğü belirtilmektedir. Aynı şekilde, kâr payı dağıtımı yapan şirket sayısının, dönem sonu kâr elde eden şirket sayısına oranının düştüğü belirtilebilir.

1994'de kâr elde eden firmalardan kâr dağıtımı yapanların oranı %96 iken, 2003'te %33 olmuştur. Kâr dağıtımını tercih eden şirketlerin oranındaki düşüşün nedenleri arasında, artan rekabet, 1998 ve 2001 ekonomik krizleri ve dağıtılmayan kârların yeni yatırımlar için kullanılması sıralanmaktadır.¹⁸⁶

Şekil 8: Kâr Payı Dağıtım Yöntemlerine Göre Şirketlerin Sıralaması



Kaynak: Anbar, a.g.e, s. 224.

Kâr payı yerine bedelsiz hisse senedi veren, nakit kâr payı dağıtımı yapan ve her iki türde de kâr dağıtımını tercih eden firmaların toplam kâr payı dağıtımını yapan şirket sayısına oranı şekil 7'de gösterilmektedir. Buna göre, nakit şeklindeki kâr payı ödemelerinin yaygın olduğu ifade edilebilir. Bu kapsamda, nakit kâr payı dağıtımını uygulayan firmaların ortalamasının %70'e ulaştığı söylenebilir. Kâr payı dağıtımında tercih edilen ikinci yöntem ise bedelsiz hisse senetleridir. Bedelsiz hisse senetleri

¹⁸⁶ Anbar, a.g.e, s. 222.

kullanılarak yapılan kâr payı ödemeleri 1994–2001 döneminde artış, 2001’den sonra düşüş göstermektedir. 1994–2003 döneminde, bedelsiz hisse senedi şeklinde kâr payı dağıtımı yapan firmaların, toplam kâr payı dağıtımı yapan firmaların %19’unu oluşturduğu görülmektedir. Her iki şekilde de kâr payı dağıtımının ise fazla kullanılmadığı belirtilebilir.¹⁸⁷

Tablo 4: Bedelsiz Pay Senetleri Şeklindeki Kâr Paylarına Ait Göstergeler

Yıl	Minimum (ABD \$)	Maksimum (ABD \$)	Ortalama (ABD \$)	Toplam (ABD \$)
1994	0	42.122.999	689.349	106.849.088
1995	0	38.398.365	1.273.605	197.408.712
1996	0	20.071.685	867.578	137.077.247
1997	0	23.186.301	1.424.742	240.781.396
1998	0	65.384.615	2.847.930	378.774.639
1999	0	366.666.666	8.203.973	1.156.760.223
2000	0	59.275.642	3.091.374	364.782.090
2001	0	20.000.000	1.822.479	178.602.915
2002	0	54.647.887	2.872.199	267.114.562
2003	0	79.248.953	3.852.097	269.646.816

Kaynak: Anbar, a.g.e, s. 225.

Bedelsiz hisse senedi şeklindeki kâr payı dağıtımı ile ilgili veriler incelendiğinde, 1999 yılında ortalama ve toplamda en yüksek rakama ulaşıldığı görülmektedir. Bu dönemdeki bedelsiz hisse senetleri 1.2 milyar dolar olarak gerçekleşmiştir.¹⁸⁸

Tablo 5: Nakit Şeklindeki Kâr Paylarına Ait Göstergeler

Yıl	Minimum (ABD \$)	Maksimum (ABD \$)	Ortalama (ABD \$)	Toplam (ABD \$)
1994	0	74.955.495	5.355.769	830.144.252
1995	0	283.165.857	7.398.210	1.168.917.248
1996	0	166.589.542	7.412.542	1.326.844.940
1997	0	197.730.059	7.141.357	1.206.889.315
1998	0	206.014.351	7.997.255	1.063.634.937
1999	0	316.570.495	7.144.151	1.007.325.270
2000	0	191.540.759	4.857.087	573.136.284
2001	0	106.869.557	4.822.957	472.649.811
2002	0	91.407.587	6.461.034	600.876.161
2003	0	261.732.774	18.093.587	1.266.551.113

Kaynak: Anbar, a.g.e, s. 226.

¹⁸⁷ Anbar, a.g.e, s. 223.

¹⁸⁸ Anbar, a.g.e, s. 224.

1994–2003 döneminde nakit şeklindeki kâr payı dağıtımını dalgalı bir seyir izlemektedir. 2000, 2001 ve 2002 yıllarında nakit şeklindeki kâr payı dağıtım oranında yükseliş görülmekle beraber, tutar olarak bir azalış söz konusudur. Bunda, 2000 ve 2001 yıllarındaki ekonomik krizlerin rolünün büyük olduğu belirtilmektedir.¹⁸⁹

Tablo 6: Kâr Payı Dağıtımına Ait Veriler

Yıl	Toplam (ABD \$)
1994	936.993.340
1995	1.366.325.960
1996	1.463.922.187
1997	1.447.670.711
1998	1.442.409.576
1999	2.164.085.493
2000	937.918.374
2001	651.252.726
2002	867.990.723
2003	1.536.197.929

Kaynak: Anbar, a.g.e, s. 226.

1994–2003 dönemindeki kâr dağıtımına ilişkin toplam rakamlar incelendiğinde de dalgalı bir seyrin olduğu görülmektedir. 1994 yılında yaklaşık 937 milyon dolar tutarındaki kâr payı dağıtımını, 1999 yılında 2164 milyon dolar olmuştur. 2001 yılında ise kâr payı dağıtımını %70 azalarak 651.2 milyon dolara gerilemiştir.¹⁹⁰

Son dönemlerde yabancı yatırımcıların borsaya olan ilgisinin artması ile kar payı dağıtımını önem kazanmaya başlamıştır. Bunun hisse senetlerinin uzun vadeli performansları açısından faydalı olduğu ifade edilmektedir. İstanbul Menkul Kıymetler Borsası'nın yabancı takası yüksek şirketleri incelendiğinde, kâr payı dağıtımının önemli niteliklerinden birini oluşturduğu belirtilebilir.¹⁹¹

İşletmelerin kâr payı dağıtım politikası çerçevesinde, kâr payı verimi ve fiyat/kazanç oranı farklı yönde hareket ederler. Çünkü kâr payı verimi düşüken, büyümenin ölçüsü olan fiyat/kazanç oranı yükselmektedir. Başka bir deyişle, kâr paylarının azalması ile

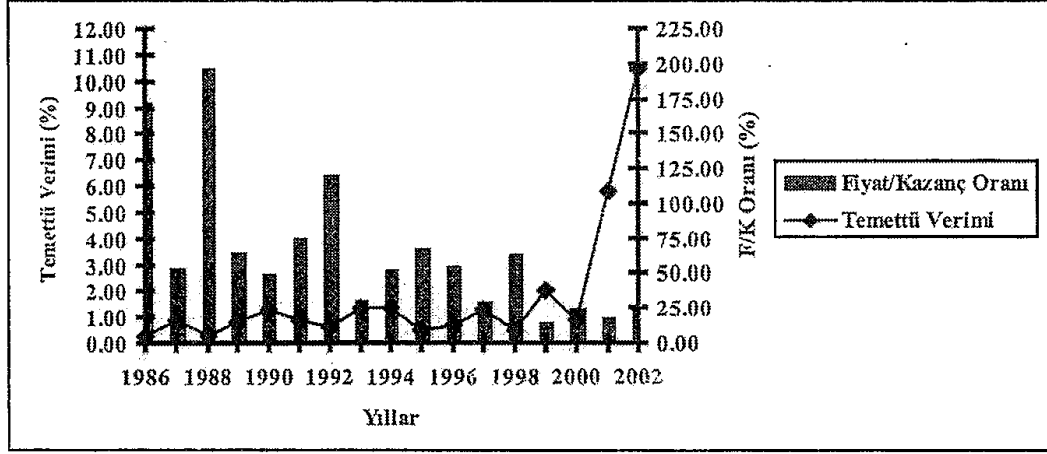
¹⁸⁹ Anbar, a.g.e, s. 225.

¹⁹⁰ Anbar, a.g.e, s. 226.

¹⁹¹ Yılmaz (2007), a.g.e, s. 17.

alıkonan kârlar yeni yatırımlar için kullanılmaktadır¹⁹². Türkiye’de de 1986–2002 yılları arasında benzer bir tablo şekil 9’de görülmektedir.

Şekil 9: 1986–2002 Yılları Arasında Türkiye’de İMKB’ye Kayıtlı Şirketlerin Kâr Payı Verimi ile Fiyat/Kazanç Oranları



Kaynak: Yılmaz (2003), a.g.e, s. 22.

İstanbul Menkul Kıymetler Borsası’nda hisse senedi fiyatlarının ortalama düzeyi, önemli bir kıstas olan fiyat/kazanç oranı incelenerek belirlenmektedir. Sektörler çerçevesinde değişen fiyat/kazanç oranının tüm piyasa için 10’dan düşük olması, yatırımcılar açısından ucuz piyasanın ve uygun hisse senedi fiyatlarının varlığını göstermektedir. Buna karşı, fiyat/kazanç oranının 25’ten fazla olması, piyasanın pahalılığının bir göstergesi olarak değerlendirilmektedir.

Halka açık anonim şirketlerin fiyat/kazanç oranları 2001 yılında 824,42 olurken, 2005 yılında 19,38’e kadar gerilemiştir. Aralık 2005 sonunda fiyat/kazanç oranının ortalaması 17- 19 arasında gerçekleşmiştir. Kar payı verimi ve piyasa değeri/defter değeri oranları kapsamında Aralık 2005 sonunda İMKB Hisse Senedi Piyasasının genel fiyatlarının normal düzeyde gerçekleştiği görülmektedir.¹⁹³

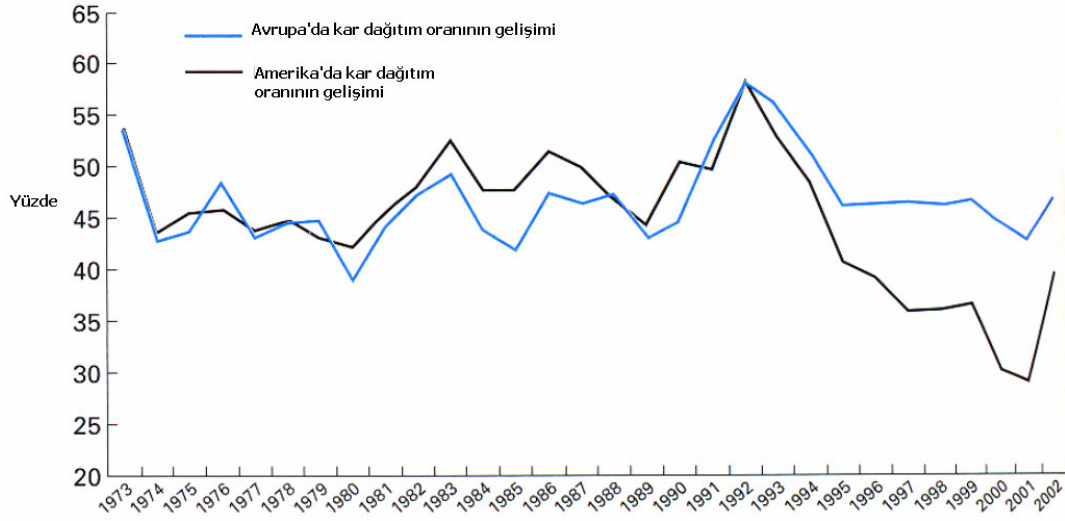
Dünya’da kâr payı dağıtımı genel olarak dalgalı bir seyir izlemektedir. Bu çerçevede, 1973 ile 2002 yılları arasında özellikle Amerika Birleşik Devletleri ve Avrupa’da kâr

¹⁹² Yılmaz (2003), a.g.e, s. 21-22

¹⁹³ Yılmaz ve Bildik, a.g.e, ss.134-135

payı dağıtımları önem arz etmektedir. 1976 ile 1979 yıllarında Avrupa'da kâr dağıtım oranları Amerika'ya göre artış göstermiştir. Aradaki bu fark 1992 yılından itibaren artış göstermiş ve 2001 yılında tepe noktasına ulaşmıştır.

Şekil 10: Amerika ve Avrupa'da 1973–2002 Yılları Arasında Kâr Dağıtım Oranı



Kaynak: Vernimmen ve diğerleri, a.g.e, s. 774.

1993 yılında her iki bölgede kar payı dağıtım oranı en yüksek seviyeye ulaşarak %60 düzeylerine ulaşmıştır. Bunun en önemli nedeni, düşük gerçekleşen kârlara rağmen, şirketlerin hisse başına kâr paylarını azaltmak istememeleridir. Bu durum aynı zamanda 2002'deki kâr paylarının artması için de geçerlidir.¹⁹⁴

Şekil 11: Avrupa'da Ortalama Kâr Dağıtım Oranı



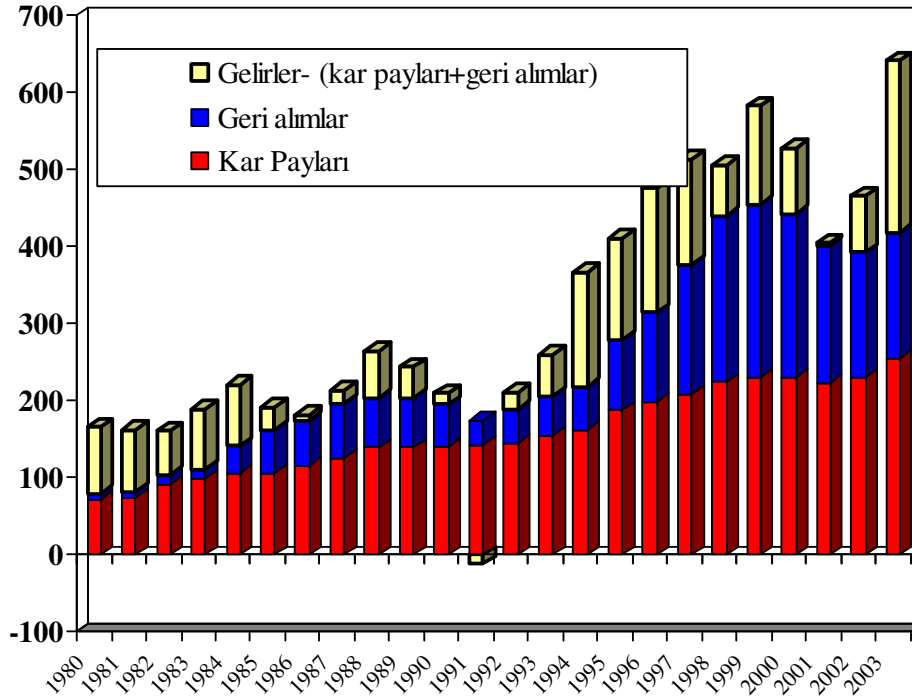
Kaynak: The Vernimmen.Com Newsletter, http://www.vernimmen.com/letter/pdf/letter_12.pdf, January 2006, s.6

¹⁹⁴ Vernimmen ve diğerleri, a.g.e, s. 774.

Avrupa’da hisse başına kâr payının artmasına rağmen, kâr payı dağıtım rasyosunun 2003 yılından itibaren azalış içinde olduğu belirtilmektedir. Bu düşüşün, fiyatların yüksek oranda artmasından kaynaklandığı vurgulanmaktadır.¹⁹⁵ İngiltere’de kâr payı dağıtım politikası ile ilgili yapılan çalışmaya göre, 1988–2002 yılları arasında kâr payı ödeyen firma yüzdesinde azalma görülmektedir. Buna karşı ilgili dönemde, Japonya’da kâr payı dağıtımının %89.7’de kaldığı görülmektedir. Japonya ve İngiltere’de ele alınan dönem itibarı ile toplam kâr paylarının miktarında artış yaşanmıştır. Ancak, Amerika Birleşik Devletleri ile kıyaslandığında, artışların yüksek düzeyde olmadığı belirtilmektedir.¹⁹⁶

Şekil 12: Amerika Birleşik Devletleri’nde 1980 – 2003 Yılları Arasında Kâr Payı ve Hisse Senedi Geri Alımları

Milyar
Dolar



Kaynak: Brealey, Myers ve Marcus, a.g.e, s. 432.

¹⁹⁵ The Vernimmen.Com Newsletter, a.g.e, s.6.

¹⁹⁶ Stephen P. Ferris, Nilanjan Sen ve Ho Pei Yui. Are Fewer Firms Paying More Dividends? The International Evidence. Journal of Multinational Financial Management. 2005, ss.3-4.

Şekil 12'ye göre, elde edilen kârların büyük bir kısmının kâr payları ve hisse senedi geri alımlarından oluştuğu görülmektedir. Bu çerçevede, 1999–2003 yılları arasında kârların %46'sı kâr payı olarak ödenirken; %35'i hisse senedi geri alımı ile ödenmiştir. Burada önemli nokta, 1983 senesinden önce az tercih edilen geri alımların öneminin artmaya başlamasıdır. Bu çerçevede hisse senedi geri alımlarının 1998 yılında en yüksek seviyesine ulaştığı görülmektedir. 1999 ve 2000 yıllarında geri alımların sayısında azalışla beraber farklı bir döneme girildiği gözlemlenmektedir.¹⁹⁷

2003 yılında geri alımların hızı yavaşlamakla beraber, Amerika'nın en önemli beş firması 4 milyar dolar'ın üzerinde hisse senedi geri alımı yapmışlardır.¹⁹⁸ Amerika Birleşik Devletleri'nde şirketlerin gerçekleştirdikleri hisse senedi geri alımları da kâr paylarına paralel olarak dalgalı bir seyir izlemektedir. 1980–1995 yılları arasında şirketler, gelirlerinin önemli bir bölümünü kâr payı olarak dağıtırken, 1995 yılından sonra hisse senetlerinin geri alınması yöntemi ile dağıtılan kâr paylarının oranında önemli artışlar meydana gelmiştir. Bu, Amerika Birleşik Devletleri'ndeki şirketlerin kâr payı dağıtım politikalarında önemli değişikliklerin olduğunun bir göstergesidir.¹⁹⁹

Hisse senedi geri alımları ile ilgili olarak İngiltere ve Kıta Avrupa'sında da Amerika Birleşik Devletleri'ne benzer bir durum söz konusudur. İngiltere hisse senedi geri alımları ve geri alımlardaki büyüme açısından önemli bir konuma sahiptir. Bu kapsamda, 1993–1997 yılları arasında Avrupa Birliği'ndeki geri alımların % 80'den fazlasının İngiltere'de yapıldığı belirtilmektedir. 1998 yılında Kıta Avrupa'sında öne çıkan liberalleşme hareketi nedeniyle bu oranda ciddi düşüşler meydana gelmiştir.²⁰⁰

Amerika Birleşik Devletleri'nde özellikle 1978–1999 yılları arasında kaybolan kâr fenomeninin geliştiği gözlemlenmektedir. Söz konusu dönemde kâr payı ödeyen firmaların oranlarında %45.7'lik bir azalma olmuştur. Bunda kamu sektöründeki

¹⁹⁷ **Stonham**, a.g.e, s. 37; Ayrıca bkz ve karşı. **Brandon Julio ve David L. Ikenberry**. Reappearing Dividends. Journal of Applied Corporate Finance. Vol. 16, No.4, 2004, s. 92.

¹⁹⁸ **Brealey, Myers ve Marcus**, a.g.e.,s. 432

¹⁹⁹ **Dong, Robinson ve Veld**.a.g.e, s. 122

²⁰⁰ **Stonham**, a.g.e, s. 37.

firmaların özelliklerinin değişmesi ile kâr payı ödeme eğilimlerindeki azalmalar etkili olmuştur.²⁰¹

Yapılan diğer bir araştırmaya göre ise 1978–1999 yılları arasında kâr payı ödemelerinde artış yaşandığı belirtilmektedir. Bu kapsamda, az kâr payı ödeyen firmaların büyük çoğunluğunda kâr payı dağıtımının yapılmadığı; buna karşı büyük oranda kâr payı ödeyen firmalarda kâr payı dağıtımındaki artışın, kâr payı yoğunlaşmasını beraberinde getirdiği vurgulanmıştır.²⁰²

Seçilmiş ülkeler bazında 1965–2004, 1973–2004 ve 1990–2004 dönemlerini kapsayan kâr payı dağıtım rasyosunu ele alan güncel bir çalışmaya göre ise İngiltere kâr payı dağıtım rasyosu açısından Amerika Birleşik Devletleri, Japonya ve diğer gelişmiş Avrupa ülkelerine kıyasla sıralamada birinci konumda yer almıştır. Bunun nedeni ilgili ülkede kâr payı dağıtımının firmalar ve yatırımcılar açısından daha ön planda olmasından kaynaklanmaktadır. Amerika Birleşik Devletleri, kâr payı dağıtım rasyosu açısından sıralamada İngiltere’den sonra gelmekle beraber, kârlardaki birikimli yıllık reel büyüme açısından İngiltere ile aynı özellikler göstermektedir. Japonya ise, kâr payları ve kârlardaki yıllık reel büyüme açısından sıralamada İngiltere ve Amerika Birleşik Devletleri’nin gerisinde kalmaktadır.

1973–2004 döneminde Fransa, kâr payları ve kârlardaki yıllık reel büyüme açısından birinci sırada yer almıştır. Yunanistan ise 1990–2004 döneminde kâr payları ve kârlardaki birikimli yıllık reel büyüme açısından diğer ülkeleri geride bırakmıştır. Ayrıca, araştırma ile Yunanistan, İsviçre ve Almanya’da kâr payı dağıtım rasyosunun ve hissedar güvencesinin düşük olduğu gözlemlenmiştir.²⁰³

²⁰¹ **Stephen A. Haggard ve John.S. Howe.** Bank Dividends: Increasing, Decreasing and Unresponsive. University of Missouri. January 2005, s. 4

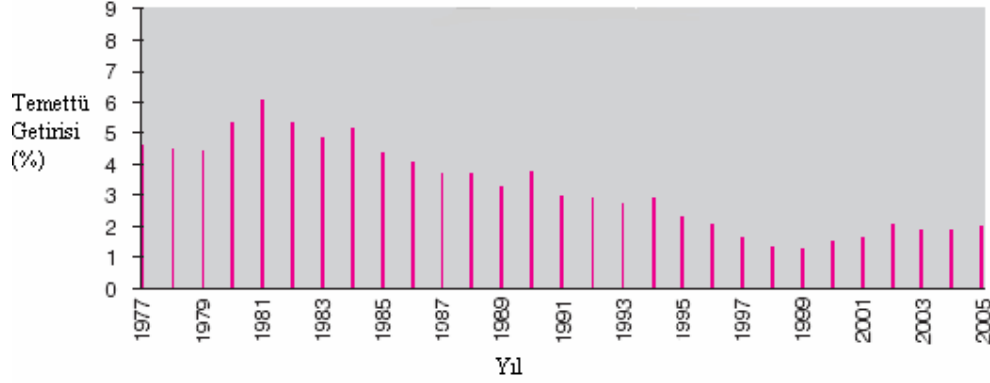
²⁰² **Harry De Angelo, Linda De Angelo ve Douglas J.Skinner.** Are dividends disappearing? Dividend Concentration and The Consolidation of Earnings. Journal of Financial Economics 72 (2004), ss. 425 – 456.

²⁰³ **Owain Ap Gwilym, James Seaton, Karina Suddason ve Stephen Thomas.** International Evidence on the Payout Ratio, Earnings, Dividends and Returns. Financial Analysts Journal. Vol 62. No 1. 2006, ss.38-39.

Kâr payı ödeyen hisse senetleri, zamanla kâr payı gelirinin artmasını sağlamaktadır. Amerika Birleşik Devletleri'nde Standart & Poor's 500 endeksi kapsamında, kâr payı gelirindeki artış oranının, enflasyon oranından daha yüksek olduğu görülmektedir. Dolayısıyla, kâr payı gelirinin satın alma gücü korunmuş ve artırılmıştır. Gelire göre hareket eden yatırımcıların fiyat dalgalanması konusundaki yaklaşımı olumluysa, kâr payı geliri için hisse senedi almaları uzun dönemli stratejileri açısından uygun kabul edilmektedir.²⁰⁴

Kar payı getirilerinin Amerika Birleşik Devletleri'ndeki gelişimi incelendiğinde, piyasanın tüm önemli bölümlerinde azalmakta olduğu görülmektedir. Piyasa perspektifi açısından bakıldığında, uzun dönemli kâr payı getirilerinin azalmasının, hisse senetlerinin uzun dönemli getirileri açısından önemli bir dezavantaj olduğu belirtilmektedir.

Şekil 13: 1977–2005 Yılları Arasında ABD'de Kar Payı Getirilerinin Dağılımı
Standart & Poors
500 Endeksi



Kaynak: Hirschey ve Nofsinger, a.g.e, s. 307

19. yüzyıl boyunca Amerika Birleşik Devletleri'nde hissedarların toplam getirilerinin yaklaşık %45 ile %50'sinin kar payı getirilerinden oluştuğu görülmektedir. II. Dünya Savaşı'ndan sonraki dönemde ise, toplam getirilerin yaklaşık %25'inin kar payı getirisinden oluştuğu vurgulanmıştır. Tarihsel gelişim içerisinde, Amerika Birleşik

²⁰⁴ Hirschey ve Nofsinger, a.g.e, s. 306-307.

Devletleri’nde kar payı getirilerinin ortalamasının üzerinde olduğu dönemlerde, hisse senetlerinin alındığı görülmektedir. Ortalamasının altındaki uzun dönemli getirilerin ise, ortalamasının altındaki kar payı getirilerine paralel bir gelişim gösterdikleri görülmüştür. 2000–2002 döneminde, hisse senedi piyasasının düşmesinden sonra, kar payı getirilerinin yükselmediği görülmektedir. Bu çerçevede, ilgili dönemde Standart&Poor’s 500 Endeksi’ndeki kar payı getirisinin ortalama %2 olarak gerçekleşmesi, gelecekteki hisse senedi getirileri açısından olumsuz bir durum olarak değerlendirilmektedir.²⁰⁵

İsviçre’de kâr dağıtım rasyosu ve kar payı getirilerinin 1986–2003 yıllarındaki gelişimi incelendiğinde, ortalama kâr dağıtım oranının %30,99, kar payı getirisinin de %1,96 olduğu görülmüştür. Kâr dağıtım oranlarının incelenen dönem içinde azaldığı belirtilmektedir. Bu durumun, Amerika Birleşik Devletleri’nde firmaların kar payı dağıtım oranlarının gelişimi ile aynı özellikler taşıdığı vurgulanmıştır. Buna karşı, kar payı getirilerinin seyrinin farklılık arz ettiği belirtilmektedir. Bunun nedeni olarak da, kâr paylarındaki değişimler ve hisse senedi fiyat hareketlerinin kar payı getirilerini etkilemesi gösterilmiştir.²⁰⁶

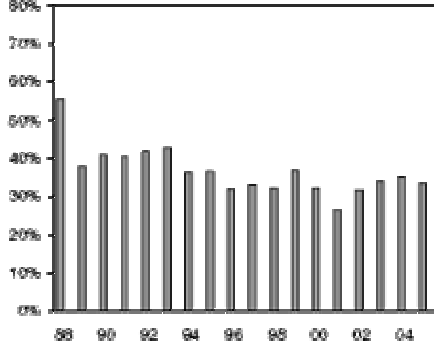
Amerikan çok uluslu şirketlerinin kâr dağıtım politikaları, mevcut kârlar ve kâr transferlerinin doğurduğu vergi maliyetleri ile yakından ilişkilidir. Kâr transferlerinin vergiden etkilenmesine rağmen, farklı vergiye tabi olan kuruluşların benzer kâr dağıtım politikalarına sahip olması dikkati çekmektedir. Kâr transferleri, ana şirketin finansman kaynaklarının önemli bir bölümünü oluşturmaktadır. Bunun nedeni, hissedarlara yapılacak yüklü miktarda kâr payının olması ve kârlı yatırım fırsatlarının bulunmasıdır. Sonuç olarak, çok uluslu şirketlerin kâr transferlerine yönelik politikalarının vergiler, ana şirketin finansman maliyetinin yüksekliği ve temsil problemleri gibi unsurlardan etkilendiği belirtilmektedir.²⁰⁷

²⁰⁵ Hirschey ve Nofsinger, a.g.e, s. 307.

²⁰⁶ Stacescu, a.g.e, s. 159.

²⁰⁷ Mihir A. Desai, C. Fritz Foley ve James R. Hines Jr. Dividend Policy inside the Multinational Firm. 2006, ss.18-19.

Şekil 14: Gelişmekte Olan Piyasalarda Ortalama Kâr Payı Dağıtımı (1988–2004)



Kaynak: MSCI and Bernstein Analysis. Applied Global Quantitative Strategy — April 2005, s.136.

1986–1994 yılları arasında kâr payı dağıtım oranı ve alıkonan kârların oranını ele alan bir çalışmaya göre, gelişmekte olan piyasalarda faaliyet gösteren firmaların alıkonan kârlarının oranının gelişmiş ülkelerdeki firmalara göre daha yüksek olduğu gözlemlenmiştir. Buna karşı, kâr payı dağıtım oranı açısından, gelişmiş piyasalarda faaliyet gösteren firmaların daha iyi durumda olduğu görülmüştür. İlgili dönemde, gelişmekte olan piyasalardaki firmaların kâr payı dağıtım oranı %30–40 arasında gerçekleşirken, gelişmiş firmaların kâr payı dağıtım oranı sadece 1993 senesinde % 66 oranına ulaşmıştır. Kârların 1986–1994 yılları arasındaki gelişimi incelendiğinde, gelişmekte olan ülkelerin firmalarının istikrarlı bir politika konusunda ısrarcı olmadıkları görülmektedir. Ayrıca, kâr payı dağıtım oranının, kar payı dağıtımını için temel kıstas olduğu ve kârlardaki kısa dönemli dalgalanmalardan etkilenmediği belirtilmektedir. Ancak, kâr payı dağıtım oranı belirli iken, kar paylarındaki dalgalanmalar daha az önemli kabul edilmektedir. Bu nedenle, kâr payı düzeltmesi zaman içinde önemini yitirmektedir. Bu kapsamda, gelişmekte olan piyasalarda kar payı ödemelerinin dalgalandığı görülmüştür.²⁰⁸

²⁰⁸ Justin Robinson. Dividend Policy Among Publicly Listed Firms in Barbados. Journal of Eastern Caribbean Studies. Vol.31, No.1, 2006, s. 9.

Gelişmekte olan piyasalar açısından bakıldığında kâr payı dağıtım oranı 1988 senesinde en yüksek seviyeye ulaşarak ortalama %55 olarak gerçekleşmiştir. Bu yıldan itibaren kâr payı dağıtım oranında ciddi azalışlar olmuştur. 1992–1994 yılları arasında tekrar yükselişe geçen kâr payı dağıtım oranı bu yıldan itibaren dalgalı seyir izlemektedir. 2004 yılında gelişmekte olan piyasalardaki firmaların ortalama kâr payı dağıtım oranı %40 seviyelerine ulaşmıştır.

1992–2004 yılları arasında Hindistan’da Bombay Menkul Kıymetler Borsası’na kayıtlı 590 firmanın kar payı dağıtım yüzdesinin ortalaması incelendiğinde, diğer ülkelerdekine benzer biçimde dalgalı seyir izlediği görülmektedir. 1992’de %25,47 olan kâr payı dağıtım oranı, 1997’de %80,68 artışla %46,02’ye ulaşmıştır. 1997–2000 yılları, kâr payı dağıtım oranının azalan seyir izlediği dönem olarak ön plana çıkmıştır. Kar payı dağıtım oranının en yüksek seviyesi 2004 yılında %67,86 olarak gerçekleşmiştir.

Aynı dönemde, 590 firmanın kâr payı dağıtım politikalarına yaklaşımı da ele alınmıştır. Buna göre, kar paylarının bir bölümünü alıkoyan kalan kısmını dağıtan firmaların araştırma konusu 590 şirketin büyük çoğunluğunu oluşturduğu belirtilmektedir. Fakat 1992 yılında bu kar payı politikasını uygulayan firmaların oranı %75 olurken, 2004 yılında bu oran %25,3 azalışla %56’ya ulaşmıştır. 1992–2004 yılları arasında kar paylarının tamamını firma bünyesinde alıkoyan firmaların oranında %50,7’lik bir artış olmuştur.

Son olarak, diğer kar payı dağıtım politikasını oluşturan kâr paylarının tamamının dağıtımının çok az sayıda firma tarafından uygulandığı belirtilebilir. Bu rakamın, araştırmaya konu 590 firmanın %1’inden daha düşük olduğu vurgulanmıştır. Buna rağmen, 1992–2004 yılları arasında kâr paylarının tamamını dağıtan firmaların sayısında %12,19’luk bir artış meydana gelmiştir.²⁰⁹

Bazı gelişmekte olan ülkelerde, kurlar ile ilgili yapılan düzenlemelerde, kâr paylarının ülke dışına çıkarılması ile ilgili kısıtlamaların olduğu görülmektedir. Bu durumda, yurtdışındaki fonların dışarıya çıkarılması engellenmektedir. Ancak, kaynakların yabancı

²⁰⁹ **Monica Singhanía.** Trends in Dividend Payout: A Study of Select Indian Companies. Journal of Management Research. Vol. 5. No.3. 2005, ss. 138,140.

ülkelere transferinin sınırlanmasının, gelişmekte olan ülkelerin yabancı yatırımlar açısından dezavantajlı bir konuma gelmelerine neden olacağı belirtilmektedir. Doğrudan yabancı yatırımların gelişmekte olan ülkeler açısından öneminin ise, teknolojik gelişmenin hızlandırılması, gelişmekte olan ekonominin desteklenmesi ve işsizliğin önlenmesinden kaynaklandığı belirtilmektedir.²¹⁰

1.9. Anonim Şirketlerde Kâr Dağıtımı ve Vergilendirmesi

Anonim şirketlerde kar dağıtımı ve vergilendirmesi, şahıs şirketlerinden farklı özelliklere sahip bulunmaktadır. Şahıs şirketlerinin tüzel kişilikleri vergi kanunları açısından önemli kabul edilmediğinden vergilemede problem doğmamaktadır. Ancak, sermaye şirketlerinin bir türü olan anonim şirketlerde kâr dağıtımına yönelik karar Türk Ticaret Kanunu, Sermaye Piyasası Kanunu, Kurumlar Vergisi Kanunu, Gelir Vergisi Kanunu, sözleşme, genel kurul kararları ve ilgili diğer düzenlemelere ilişkin hükümler doğrultusunda alınır. Ayrıca, kâr dağıtım kararının alınıp uygulanması ve kâr payı dağıtılmasında ana sözleşmenin emredici hükümleri de dikkate alınır.

Vergi Kanunları, Türk Ticaret Kanunu ve Muhasebe kavram, ilke ve uygulamaları çeşitli kâr kavramlarının doğmasına neden olmaktadır. Bu kavramlar, ticari kâr, mali kâr ve safi kâr kavramlarıdır.²¹¹

Ticari kâr, Muhasebe Sistemi Uygulama Genel Tebliği, Muhasebe Standartları ve Sermaye Piyasası Mevzuatına göre, bir muhasebe dönemindeki tüm gelir ve giderlerin karşılaştırılması sonucu elde edilir. Diğer bir ifade ile dönem sonu öz sermayesinin dönem başı özsermayesinden çıkarılmasıyla bulunan olumlu fark olarak tanımlanır. Mali kâr, Vergi Usul Kanunu'ndaki değerlendirme hükümleri ve Kurumlar Vergisi Kanunu'ndaki indirim, istisna ve kabul edilmeyen giderlere göre bulunan ve üzerinden kurumlar vergisinin hesaplanmasına temel oluşturan tutar olarak tanımlanmaktadır. Safi kâr, Türk Ticaret Kanunu'nun 457. maddesine göre yıllık bilânço temel alınarak

²¹⁰ **Adrian Buckley**. Multinational Finance. 4th Edition. Harlow: Prentice Hall. 2000, ss. 577-578.

²¹¹ **Öztin Akgüç**. Mali Tablolar Analizi. 12. Baskı. İstanbul: Avcıol Basım. 2006, ss. 249, 250, 252, 270; Ayrıca bkz ve karşı. **Bektöre ve diğerleri**, a.g.e,s. 319; Kâr dağıtımı bakımından fazla bilgi için bkz. **Yaşar Karayalçın**. Muhasebe Hukuku. Ankara. 1988, s. 126-145.

hesaplanan kâr olarak tanımlanmaktadır. Safi kârın kanunda dönem kârı olarak kabul edilmesi ve açıkça tanımlanmaması farklı yorum ve hesaplamalara da neden olmaktadır. Bu kapsamda, Kurumlar Vergisi Kanunu'nun 13. maddesi, mali kâr olarak safi kurum kazancını kabul etmektedir. Ayrıca, safi kurum kazancının belirlenmesinde de Gelir Vergisi Kanunu'nun 37 ve sonrasındaki maddelerde bulunan ticari kazanç ile ilgili hükümlerin dikkate alınacağı ifade edilmektedir.²¹²

Kâr dağıtımı, Türk Ticaret Kanunu hükümlerine göre, hesaplanan ticari kâr üzerinden yapılır. Ticari kârdan vergi ve fon kesintilerinin yapılması ve yasal yedekler ile geçmiş yıl zararlarının indirilmesi ile imtiyazlı ve adi pay senedi sahipleri ile şirket personeli ve yönetim kurulu üyelerine kâr dağıtılmaktadır. Anonim şirketlerde dağıtılabilir kâr ve kâr dağıtım tablosu aşağıdaki gibi ifade edilmektedir:

Tablo 7: Anonim Şirketlerde Dağıtılabilir Kâr ve Kâr Dağıtım Tablosu

Dönem ticari kâr
(Ödenecek vergi ve yasal yükümlülükler)
Net dönem kârı
(Geçmiş yıl zararları)
(I. Tertip yedek akçe)
(İşletmede bırakılması gereken fonlar)
Dağıtılabilir net dönem kârı
(Ortaklara I. Temettü)
(Personele temettü)
(Yönetim kuruluna temettü)
(Ortaklara II. Temettü)
(II. Tertip yedek akçe)
(Kâr payı stopajı)
(Statü yedekleri / Sözleşme hükümlerine göre)
(Diğer kâr yedekleri / Genel kurul kararına göre)
(Özel fonlar / Çeşitli mevzuat hükümlerine göre)

Kaynak: Ernst and Young. 2005 Vergi Rehberi. İstanbul. (2005a), ss. 57–59.

600000 TL ödenmiş esas sermayesi bulunan bir aile şirketinin sermayesi 1 TL nominal değerli 600000 adet hisse senedinden oluştuğu, dönem ticari kârının 300000 TL olduğu, faaliyet dönemini kapsayan kabul edilebilir gider, geçmiş yıllar zararları, indirim ve istisnaya tabi gelirlerinin bulunmadığı ve yasal kesinti ve ayrımlar sonucu mevcut kârın

²¹² **Yılmaz Benligiray, Nurten Erdoğan, Sabri Bektöre, Ergun Kaya ve Necdet Sağlam.** Muhasebe Uygulamaları. Eskişehir: Anadolu Üniversitesi Yayınları, 2006, ss. 256-257.

hepsinin dağıtılacağı varsayılırsa, kâr dağıtımı ile ilgili hesaplamalar aşağıdaki gibi oluşacaktır²¹³:

Tablo 8:Örnek Şirketin Kar Dağıtımı ile İlgili Hesaplar

Ticari Kâr (Dönem Kârı)	300000
+Eklenecek Değerler	—
-İndirim ve İstisnalar	—
-Geçmiş Yıl Zararları	—
Kurumlar Vergisi Matrahı	300000
Kurumlar Vergisi (300000 x %20)	(60000)
Dönem Net Kârı	240000
Dağıtılabilir Net Dönem Kârı	240000
I. Tertip Yasal Yedekler (300000 x %5)	(15000)
I. Temettü (600000 x %5)	(30000)
Gelir Vergisi Stopajı (30000 x %10)	(3000)
Kalan Kâr (Dağıtılabilir Kâr- I. Ter. Y. Y- I.Tem)	195000
II. Tertip Yasal Yedekler (195000 x %10)	(19500)
II. Temettü	175500
Gelir Vergisi Stopajı (175500 x %10)	17550
Kâr payı Gelir Vergisi Stopajı Toplamı	
I. Temettü (30000 x %10) =	3000
II. Temettü (175500 x %10) =	17550
Toplam	20550

²¹³ Benligiray ve diğerleri, a.g.e, s. 267.

Bu veriler ışığında ilgili şirketin kâr dağıtım tablosu aşağıdaki gibi düzenlenebilir:

Tablo 9: Dönem Kârının Dağıtılması

	Önceki Dönem	Cari Dönem
Dönem ticari kârı		300000
(Ödenecek vergi ve yasal yükümlülükler)		60000
Net dönem kârı		240000
(Geçmiş yıl zararları)		—
(I. Tertip yedek akçe)		15000
(İşletmede bırakılması gereken fonlar)		—
Dağıtılabilir net dönem kârı		225000
(Ortaklara I. Temettü)		30000
(Personele temettü)		—
(Yönetim kuruluna temettü)		—
(Ortaklara II Temettü)		175500
(II. Tertip yedek akçe)		19500
(Kâr payı stopajı)		20550
(Statü yedekleri / Sözleşme hükümlerine göre)		—
(Diğer kâr yedekleri / Genel kurul kararına göre)		—
(Özel fonlar / Çeşitli mevzuat hükümlerine göre)		—
Hisse Başına Kâr (Net Kâr/Dolaşımdaki Hisse Senedi Sayısı)		0.4
Hisse Başına Kâr Payı (I.Temettü+II.Temettü)/(Dolaşımdaki Hisse Senedi Sayısı)		0.34

Kaynak: Benligiray ve diğerleri (2006), a.g.e, s. 272.

Anonim şirketlerde kâr dağıtım kararı genel kurulca alınır. Yönetim kurulu da kâr dağıtım önerisini kanunlar ve ana sözleşme hükümlerine göre yapar. İşletmelerde dönem kârı üç şekilde paylaşılmaktadır. Buna göre “dönem kârının bir bölümü kurumlar vergisi ve fon payı, gelir vergisi ve fon payı olarak devlete ödenmektedir. Bir bölümü yedek akçe ve fonlar olarak işletmede alıkonmakta ve bir bölümü de temettü olarak ortaklara dağıtılmaktadır.”²¹⁴ Dolayısıyla, dönem kârının paylaşımı devlet, ortaklar ve işletmenin kendisi arasında gerçekleşmektedir.

²¹⁴ Bektöre ve diğerleri, a.g.e, s. 315.

Halka açık anonim şirketlerde kâr dağıtımını açısından Türk Ticaret Kanunu ve vergi kanunlarına ek olarak Sermaye Piyasası Kanununun hükümlerine tabidir.

Özetle, anonim şirketlerin dönem kârının belirlenmesinde, vergi ve benzeri yükümlülüklerinin hesaplanmasında ve kâr dağıtımında Türk Ticaret Kanunu, Sermaye Piyasası Kanunu, Kurumlar Vergisi Kanunu, Gelir Vergisi Kanunu, Fonlarla ilgili kanun, yönetmelik ve Bakanlar Kurulu Kararları, şirket ana sözleşmesi, genel kurul kararları ve benzeri düzenlemeler etkili olmaktadır.²¹⁵

Dönem kârının, dağıtımını ile ilgili olarak işletmenin ödemesi gereken vergi ve yasal yükümlülükler, geçmiş yıllara ait zararlar, birinci tertip yasal yedek akçeler, işletmelerde bulunması zorunlu yasal fonlar, ortaklara birinci temettü, diğer kişilere temettü, ortaklara ikinci temettü, ikinci tertip yasal yedek akçeler, statü yedekleri, diğer yedekler ve olağanüstü yedekler ve özel fonlar gibi kalemler bulunmaktadır. İşletmeler, her yıl dönem kârından ilgi kalemleri ayırarak, vergi ve yasal yükümlülüklerini karşılamakta, ortaklarına kâr payı sağlamakta ve yatırımlar için gerekli finansman kaynaklarını ayırmaktadır.

1.9.1. Dönem Kârı ile İlgili Vergi ve Yasal Yükümlülükler

Bu kalem, işletmelerin dönem kârından ödedikleri vergi ve yasal yükümlükleri ifade eder. Türk Ticaret Kanunu, işletmelerin kâr dağıtımını yapabilmeleri için vergi karşılıkları ve yasal yedek akçeleri ayırmaları gerektiğini ifade etmektedir. Bu çerçevede, vergi ve yasal yükümlülüklerin hesabı son derece önemlidir. Vergi kanunları, bu hesaplama için dönem kârına bazı ilave ve indirimlerin yapılması gerektiğini ifade etmektedir.

1.9.1.1. Dönem Kârı ile İlgili İlaveler

İşletmeler, dönem kârından vergi matrahına ulaşmak için kanunen kabul edilmeyen giderleri, kullanılmamış yenileme fonunu, özel karşılığın zararların kapatılmasında kullanılmayan bölümünü ve işletmeden çekilen değer artış fonunu ilave ederler.²¹⁶

²¹⁵ Benligiray ve diğerleri, a.g.e, s. 256.

²¹⁶ Benligiray ve diğerleri, a.g.e, s. 256.

1.9.1.1.1. Kanunen Kabul Edilmeyen Giderler

Kurumlar Vergisi Kanunu'nun 15. maddesi ve Gelir Vergisi Kanunu'nun 41. maddesine göre, "öz sermayeye yürütülen faizler, örtülü sermaye üzerinden ödenen veya hesaplanan faizler, sermaye şirketlerince dağıtılan örtülü kazançlar, ihtiyat akçeleri, dar mükellefiyeti tabi kurumların bazı harcamaları, her türlü para ve vergi cezaları, menkul kıymetlerin itibari değerlerinin altında satışından doğan zararlar ile ödenen komisyon ve benzeri giderler, kiralama yoluyla edinilen veya işletmede kayıtlı olan yat, kotra, tekne gibi motorlu deniz ve uçak, helikopter gibi hava taşıtlarından işletmenin esas faaliyet konusu ile ilgili olmayanların giderleri ile amortismanları, teşebbüs sahibi ile eşinin ve çocuklarının işletmeden çektikleri paralar veya aynen aldıkları sair değerler ile cari hesap veya diğer alacakları üzerinden yürütülen faizler, teşebbüs sahibinin kendisine, eşine, küçük çocuklarına işletmeden ödenen aylıklar, ücretler, ikramiyeler, komisyonlar ve tazminatlar"²¹⁷ kanunen kabul edilmeyen gider olarak kurum kazancının tespitinde dikkate alınır. Bu giderler, bilânço kârına eklenmesi gereken kalemlerden oluşur.

1.9.1.1.2. Kullanılmamış Yenileme Fonu

Vergi Usul Kanunu'nun 328.maddesi kullanılmamış yenileme fonunu ele almaktadır. Buna göre pasifteki yenileme giderlerinin karşılanması için geçici bir hesapta tutulabilen amortisman tabi varlıkların satış kârlarından üç yıl içinde faydalanılmazsa üçüncü yılın sonunda vergi matrahına ilave edilmektedir.²¹⁸

1.9.1.1.3. Özel Karşılığın Zararların Kapatılmasında Kullanılmayan Bölümü

Özel karşılığın zararların kapatılmasında kullanılmayan bölümü, Vergi Usul Kanunu'nun 324. maddesi'nde açıklanmaktadır. Buna göre, tahsil edilmeyen alacaklar, ilgili yılda özel

²¹⁷ **Öztin Akgüç.** Mali Tablolar Analizi. 10. Baskı. İstanbul: Arayış Basın ve Yayıncılık.2002, s. 247-251.

²¹⁸ Ayrıntılı bilgi için bkz. <http://www.gib.gov.tr/index.php?id=1028>, 2007

bir karşılık hesabına aktarılır. Özel karşılık, bu yılın sonundan itibaren üç yıl içinde zararı karşılamazsa, bunun tamamı veya zararı karşılamayan kısmı kâr hesabına alınır.²¹⁹

1.9.1.1.4. Sermaye Artışı Dışında Başka Bir Hesaba Aktarılan Enflasyon Farkları

Vergi Usul Kanunu'nun 298/5. maddesi enflasyon fark hesaplarının değişik hesaba aktarılması, ortaklara dağıtılması veya işletmeden çekilmesi durumunda, söz konusu işlemlerin gerçekleştiği dönemki kazanca bakılmaksızın vergilendirileceği belirtilmektedir. Buna karşılık, ilgili maddede, öz sermaye ile ilgili enflasyon farklarının sermayeye eklenebileceği belirtilmektedir.²²⁰

1.9.1.2. Dönem Kârından Yapılacak İndirimler

Dönem kârından yapılacak indirimler, vergi istisnaları, yatırım indirimi, diğer indirimler ve zarar indirimi başlıkları altında toplanır.

1.9.1.2.1. Vergi İstisnaları

Dönem kârı ile ilgili vergi istisnaları Kurumlar Vergisi Kanunu'nun 8. maddesinde açıklanmıştır. Bunlar, iştirak kazançları istisnası, kooperatifler risturn istisnası, portföy işletmeciliği kazançları, emeklilik yatırım fonlarının kazançları, rüçhan hakkı kupon satışları ve emisyon primi, yurtdışındaki inşaat, onarma, montaj işleri ve teknik hizmetler ile ilgili yurtiçinde genel netice hesaplarına yatırılan kazançlar gibi istisnalardan oluşmaktadır.²²¹ İşletmelerin, bu istisnalardan faydalanabilmesi için faaliyetlerinin istisnaya giren konulardan oluşması veya bu konularla ilişkili olması gerekir. Vergi istisnaları, işletmelere önemli vergisel avantajlar sağlayarak daha fazla kurum kârının işletmede kalmasına yardımcı olur.

1.9.1.2.2. Yatırım İndirimi

Yatırım indirimi, dönem kârından yapılacak indirimler arasında önemli bir yere sahiptir. Bu çerçevede, "Dar mükellefiyete tâbi olanlar dâhil, ticarî veya ziraî kazançları bilânço

²¹⁹ Akgüç (2002), a.g.e, s. 251-252.

²²⁰ İbrahim Pınar. Tüm Vergi Kanunları. 33. Baskı. Ankara: Seçkin Yayıncılık. 2007, s. 299.

²²¹ Ayrıntılı bilgi için bkz. Pınar (2007), a.g.e, s. 148-152.

esasına göre tespit edilen vergiye tâbi mükellefler (adi ortaklıklar, kollektif ve adi komandit şirketler ile kurumlar vergisi mükellefleri dâhil) “²²² yatırım indirimi kapsamına alınmıştır.

4842 sayılı kanun, yatırım indiriminin konusunu, “mükelleflerin faaliyetlerinde kullanmak üzere satın aldıkları veya imal ettikleri amortismanına tâbi iktisadî kıymetlerin maliyet bedelleri”²²³ şeklinde belirlemiştir.

4842 sayılı kanun, yatırım indirimi için teşvik belgeli ve teşvik belgesiz yatırımlar olmak üzere iki farklı düzenleme getirmektedir. Buna göre, teşvik belgeli yatırımlarda, 24.04.2003 tarihi esas alınarak bu tarihten önceki teşvik belgeli yatırımlarda Gelir Vergisi Kanunu’nun eski hükümlerinin uygulanması veya yeni kanunun 19. madde çerçevesindeki hükümlerinin uygulanması olmak üzere iki seçenek bulunmaktadır.

Teşvik belgesiz yatırımlar için de 24.04.2003 tarihinden sonra harcamalarda değişik bir istisna sistemi söz konusudur. Bu kapsamda, enflasyon düzeltmesinin yapıldığı dönemler için yatırım indirimi istisna tutarı, amortismanına tabi iktisadi kıymetlerin aktife girdiği hesap dönemi sonundaki düzeltilmiş değeri esas alınarak hesaplanacaktır. Buna karşılık, 01.01.2004 tarihine kadar gerçekleşen harcama tutarları için enflasyon düzeltmesi öncesindeki değerleri istisnaya kabul edilecektir.

19. madde ise, kazancın yetersizliği nedeni ile yararlanılmayan istisna tutarının gelecek dönemlerdeki Toptan Eşya Fiyat Endeksi (TEFE) artışına göre endekslenebileceği belirtilmektedir.²²⁴

Yeni yasa, firmaların yararlanacakları yatırım indirimi oranını tüm harcamalar için % 40 olarak tespit etmiştir. Ayrıca, işletmeler, yatırım indirimi istisnasının tutarını, yatırım indirimi oranını, yatırım indiriminden yararlandırılacak amortismanına tabi iktisadi kıymetin maliyet bedeline uygulayarak hesaplayacaklardır.²²⁵

²²² **Ernst and Young**. Yatırım İndirimi Uygulaması ile İlgili Olarak 4842 sayılı Kanunla Yapılan Düzenlemeler. Sirküler No: 64. http://www.vergidegundem.com/circular.asp?circular_id=36# . 2003.

²²³ **Ernst and Young (2003)**, a.g.e, s.1.

²²⁴ **Ernst and Young**. 2005 Vergi Rehberi, İstanbul, s.96.

²²⁵ **Ernst and Young, (2003)**, a.g.e, s.2.

Yeni yasaya göre, yatırım indirimi kapsamına girmeyen iktisadi kıymetler, “Bedeli 5 milyar liradan az olan iktisadî kıymetler, yurt içinde veya dışında daha önce kullanılmış olan iktisadî kıymetler, gayri maddî haklar, mal ve hizmet üretimi ile doğrudan ilgili olmayan; alet, edevat, mefruşat ve büro demirbaşları, bedelsiz olarak iktisap edilen iktisadî kıymetler, satın alma suretiyle iktisap edilen veya inşa edilen binalar, arazi veya arsalar, binek otomobili ve benzeri kara taşıtları, yat, kotra, tekne ve benzeri motorlu deniz araçları ile uçak ve helikopter gibi hava taşıtları, yurt dışındaki yatırımlarda kullanılmak üzere alınan iktisadî kıymetler”²²⁶ olarak sıralanmaktadır.

Vergi sistemi ile ilgili en son tartışılan Gelir Vergisi Kanunu ve 6183 Sayılı Amme Alacaklarının Tahsil Usulü Hakkında Kanunda Değişiklik Yapılması Hakkında Kanun Teklifi, 193 sayılı Gelir Vergisi Kanununun yatırım indirimi istisnasını konu alan 19'uncu maddesini yürürlükten kaldırmayı amaçlamaktadır. Fakat tasarının 24.04.2003 tarihinden önceki hükümleri ile 4842 sayılı Kanun ile değişik 19.madde kapsamında yer alan yatırım indirimi mükelleflerinin 31.12.2005 tarihinde geçerli olan mevzuat hükümlerine göre hesaplayacakları yatırım indirimi istisnası tutarlarının yalnızca 2006, 2007 ve 2008 yıllarına ait kazançlarından indirebilmelerini sağlaması ve uygulamanın usul ve esaslarının Maliye Bakanlığı'nca belirleneceğini ifade etmesi tartışmaya neden olmaktadır. Dolayısıyla, böyle bir sınırlamanın yatırım indirimi ile ilgili olarak geçmişten doğan hakların geriye dönük ihlalini doğurması anayasanın temel ilkeleri ile bağdaşmadığı düşünülmektedir.

Yatırım indirimi istisnası 01.01.2006 tarihinden sonraki kurumlar vergisi hesabında istisna kapsamından çıkarılmıştır.²²⁷

²²⁶ Ernst and Young (2003), a.g.e, s.2.

²²⁷ Zeki Gündüz. Geçmişten Gelen Yatırım İndirimi Hakları Sınırlanıyor, <http://www.vergiportali.com/bulten.asp?kod=189C622408F6E05564BFC4001017522C>, 2006; Ernst and Young (2006) , a.g.e, ss.46-47.

1.9.1.2.3. Zarar İndirimi

Kurumlar vergisi kanununun mükerrer 14. maddesi, geçmiş yıllar zararlarının dönem kârından düşülebileceğini belirtmektedir. Buna göre, “her yıla ilişkin tutarlar ayrı ayrı gösterilmek ve beş yıldan fazla nakledilmemek koşuluyla geçmiş yılların mali bilançolarına göre meydana gelen zararlar”²²⁸ işletme açısından bir indirim unsuru olarak kabul edilmektedir. Bu maddede belirtilen zararlar, 37 ve 39. maddelere göre satın alınan işletmelerin, satın alma tarihinde aktif toplamını aşmayan zararlarını ve 38. maddeye göre bölünme sonucu feshedilen şirketin aktif toplamını aşmayan zararlarını içermektedir.²²⁹

1.9.1.2.4. Diğer İndirimler

Kurum kazancının belirlenmesinde indirilecek diğer giderler Kurumlar Vergisi Kanunu'nun 14. maddesinde açıklanmaktadır. Bu giderler, “hisse ve tahvil senetlerinin ihraç giderleri, genel heyet toplantıları için yapılan giderlerle birleşme, fesih ve tasfiye giderleri, sigorta ve reasürans şirketlerinde bilanço gününde hükmü devam eden sözleşmelere ait karşılıklar, eshamlı komandit şirketlerde komandite ortağın kâr hissesi, mükelleflerin işletmeleri bünyesinde gerçekleştirdikleri münhasıran yeni teknoloji ve bilgi arayışına yönelik araştırma ve geliştirme harcamaları tutarının %40'ı oranında hesaplanan Ar-Ge indirimi ve faizsiz olarak kredi verenlere ödenen kâr payları ile özel finans kurumlarınca kâr ve zarara katılma hesabı karşılığında ödenen kâr payları”²³⁰ olarak belirtilmektedir.

²²⁸ Akgüç (2002), a.g.e, s. 260.

²²⁹ <http://www.gib.gov.tr/index.php?id=1028>, 2007

²³⁰ <http://www.gib.gov.tr/index.php?id=1028>, 2007; İngiltere’de ve diğer gelişmiş ülkelerde, işletme borçları ile ilgili faiz ödemelerinin vergiden indirilebildiği ifade edilmektedir. Buna göre, ilave borçlanma ile vergi yükünün azaltılabilmesi mümkün olmaktadır. Bkz. **Peter Brierly ve Philip Bunn**. The Determination of UK Corporate Capital Gearing. Bank of England Quarterly Bulletin, 2005, s.359.

1.9.2 Kurumlar Vergisi ve Fon Payı

Kurumlar Vergisi Kanunu, anonim şirketlerin 2005 yılı için uygulayacağı kurumlar vergisi oranını %30 olarak belirlemiştir. Buna karşılık, 2006 yılı kazançları için söz konusu oranın %20'ye düşürülmesi ile ilgili yasal düzenlemeler yapılmaktadır.²³¹ Kurumlar ve gelir vergisi üzerinden fon payı kesintisi 4842 sayılı Bazı Kanunlarda Değişiklik Yapılması Hakkında Kanun ile yeniden düzenlenmiştir. Bu çerçevede, kurumlar vergisi ve gelir vergisinden %10 olarak kesilen fon payı uygulaması 01.01.2004 tarihinden itibaren geçerli olmamaktadır. Ayrıca, yeni düzenleme ile aşağıdaki maddeler yürürlüğe girmiştir²³²:

— *Kurumlar vergisinin hesabında istisna kapsamında bulunan kazançlardan hesaplanan stopaj uygulaması kaldırılmıştır.*

— *İşletmelerin istisnadan kaynaklanan veya kaynaklanmayan bütünlük kazançlarını dağıtması durumunda bu kazançların stopaja tabi olacağı belirtilmektedir. Fakat 31.12.2002 tarihinden önceki istisna kazançları stopaja tabi olmamaktadır.*

— *Stopaja tabi olan kişi ve kurumlar, tam mükellef gerçek kişi, dar mükellef gerçek kişi veya kurum ile gelir ya da kurumlar vergisi kapsamında olmayan kişi ve kurumlar olarak belirtilmiştir. Buna karşılık stopajdan muaf olan kurumlar, tam mükellef kurumlar ile yabancı şirketin Türkiye'de kurumlar vergisi mükellefi olan şubesi olarak sıralanmıştır.*

— *Kazançların dağıtımında uygulanacak stopaj oranı şirketlerin türünden etkilenmemektedir. Bu çerçevede, halka açık olan ve olmayan anonim şirketlere aynı oran uygulanır. Bu oran, 2006/10731 sayılı Bakanlar Kurulu Kararı ile 23.07.2006 tarihli Resmi Gazete'de %15 olarak ilan edilmiştir.*

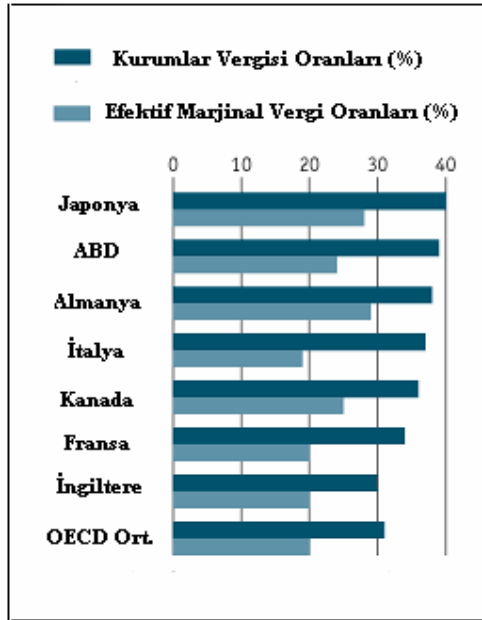
²³¹ Ernst and Young. 2006 Vergi Rehberi. İstanbul. 2006,s. 47.

²³² İstanbul Menkul Kıymetler Borsası (2005), a.g.e, s. 146-147.

—Şirketlerin kârlarını sermayeye eklemeleri kâr dağıtımı kapsamında değerlendirilmemektedir. Bu nedenle, stopaj oranına tabi olmamaktadır.

Gelişmiş ülkelerdeki kurumlar vergisi oranları incelendiğinde en yüksek vergi oranına sahip ülkelerin Japonya, Amerika Birleşik Devletleri ve Almanya olduğu görülmektedir. Efektif marjinal vergi oranları açısından ise, Japonya, Almanya ve Kanada'nın ilk sıralarda yer aldığı görülmektedir. OECD ortalaması ile karşılaştırıldığında, gelişmiş ülkelerin şirket faaliyetlerini yüksek oranda vergilendirdikleri görülmektedir. Ayrıca, bu rakamlar, Türkiye'ye kıyasla vergi oranlarının gelişmiş ülkelerde yüksek olduğunu göstermektedir.

Şekil 15: 2005 Yılında Gelişmiş Ülkelerdeki Vergi Oranları



Kaynak: The Economist. Overhauling the Old Jalopy. August 2007, s. 61.

Avrupa ülkelerinde uygulanan kurumlar vergisi oranları karşılaştırıldığında ise, Almanya, İtalya ve İspanya'nın ilk üç sırayı paylaştığı görülmektedir. En düşük vergi oranına sahip ülkeler ise Finlandiya, Avusturya ve İrlanda olarak sıralanmaktadır.²³³ Dolayısıyla, vergi

²³³ Avrupa ülkelerinde uygulanan kurumlar vergisi oranlarının ayrıntılı karşılaştırması için bkz. **The Economist**. Corporate Tax: A European Picture. March 2007, <http://www.economist.com>

oranlarının ülkeler arasında farklı uygulandığı ve ekonomik duruma göre değiştiği söylenebilir.

Sermaye hareketlerinin ve çok uluslu firmaların faaliyetlerinin arttığı dönemde vergi oranlarının işletme karları ve faaliyetlerine etkisinin incelenmesinin önemli olduğu ifade edilmektedir. Bu kapsamda, gelişmiş ülkelerde vergi oranlarının firma kârlarını olumsuz etkilemeyecek şekilde düzenlenmesi yönünde bir eğilimin olduğu vurgulanmaktadır. Bunun nedeni olarak, öz sermaye üzerinden yapılan ödemelerin iki kez vergilendirilmesi gösterilmektedir. Çifte vergilendirmede, ilk olarak açıklanan kâr rakamı üzerinden vergi ödenmektedir. İkinci olarak da, hissedarların aldığı sermaye kazancı veya kâr payları vergiye konu olmaktadır. Buna karşı, borçların faiz ödemelerinin daha uygun şekilde vergilendirildiği belirtilmektedir.²³⁴

Çifte vergilendirmenin olumsuz yönlerinin aşağıda sıralanan faktörlerden kaynaklandığı ifade edilmektedir:

- “ - Öz sermaye ile finansman yerine borçlanmayı teşvik etmektedir.
- Kârların yüksek oranda alıkonmasını teşvik etmekte ve dolayısıyla piyasanın analizini engellemektedir.
- Öz sermaye ile finansmanın maliyetini artırmakta ve dolayısıyla yatırımları ve sermaye oluşumunu azaltmaktadır.
- Sermaye ve diğer kaynakların şahıs ve sermaye şirketleri arasındaki dağılımını bozmaktadır.”²³⁵

Çifte vergilendirmenin olumsuz etkisinin giderilmesi konusu ile ilgili olarak gelişmiş ülkelerde ortaklıkların veya vergi yönünden avantajlı konuma sahip şirket türlerinin yaygınlaşmaya başladığı vurgulanmaktadır.²³⁶

²³⁴ **The Economist (August 2007)**, a.g.e, s. 62.

²³⁵ **Monica Singhaniania**. Taxation and Corporate Payout Policy. Vikalpa. Vol.31. No. 4, 2006, s.51; Çifte vergilendirme ile ilgili olarak ayrıca bkz ve karşı. **Singhaniania (2005)**, a.g.e, s. 141.

²³⁶ **The Economist (August 2007)**, a.g.e, s. 62.

1.9.3. Dönem Kârı ile İlgili Türk Ticaret Kanunu'na Göre Ayrılması Gerekli

Karşılıklar

Dönem kârı ile ilgili Türk Ticaret Kanunu'nca ayrılması gerekli karşılıklar birinci tertip yasal yedek akçe, yasal fonlar, birinci temettü, diğer ortaklara temettü, ortaklara ikinci temettü, ikinci tertip yasal yedek akçe, statü yedekleri, diğer yedekler, olağanüstü yedekler olarak sıralanır.

1.9.3.1. Birinci Tertip Yasal Yedek Akçe

Türk Ticaret Kanunu'nun 466/1 fıkrası anonim şirketlerin her yıl safi kârın yirmide birinin ödenmiş esas sermayenin beşte birini buluncaya kadar umumi yedek akçe olarak ayırmalarının zorunlu olduğunu açıklamaktadır. Bu maddeye göre kanuni yedek akçe, ödenmiş sermayenin beşte birini geçmemelidir. Fakat bu sınırın istisnaları da madde de belirtilmektedir. Buna göre kanuni sınırdan sonra yasal yedek akçeye hisse senedi ihraç primleri, hisse senedi iptal kârları ve ikinci tertip yasal yedek akçenin ilave edileceği belirtilmiştir.²³⁷

Türk Ticaret Kanunu'nun 466.maddesinde önemli bir kavram da safi kâr kavramıdır. Safi kâr kavramı, Türk Ticaret Kanunu'nda tanımlanmadığından uygulamada farklılıklar gözlemlenmiştir. Bu farklılıklar, safi kârın vergi öncesi veya vergi sonrası kâr olarak alınmasından kaynaklanmıştır. Dolayısıyla, yasal yedek akçe tutarlarında önemli değişiklikler gözlemlenmiştir. Ancak, yargı organlarının konu ile ilgili kararlarında, birinci tertip yasal yedek akçe ayrılmasında safi kâr, kurumlar vergisi çıkarılmadan önceki kâr olarak değerlendirilmektedir.²³⁸

1.9.3.2. İşletmelerde Bırakılması ve Tasarruf Edilmesi Gereken Kanuni Fonlar

İşletmenin yürürlükteki mevzuata göre elde ettiği dönem kârından ayırdığı zorunlu karşılıklar, yenileme fonu ve benzer fonlar bu grubu oluşturmaktadır.²³⁹

²³⁷ İstanbul Menkul Kıymetler Borsası (2005), a.g.e, s.139.

²³⁸ Akgüç (2002), a.g.e, ss. 264-265.

²³⁹ Benligiray ve diğerleri, a.g.e, s. 270.

1.9.3.3. Birinci Temettü

Türk Ticaret Kanunu, pay sahiplerinin %5 oranında kâr payı alabileceğini belirtmektedir. Şirketlerin, ana sözleşmelerinin tanıdığı imtiyazlar yoksa pay sahiplerinin kâra iştirakinde edindikleri pay dikkate alınır. Pay sahiplerine ödenecek kâr payının hesabı için esas sermaye yerine geçen ortağın işletmeye ödediği tutar temel oluşturur. Birinci temettünün dağıtımı ile ilgili önemli husus da kanuni ve ihtiyari yedek akçeler ile kanun ve esas sözleşme hükümlerine göre ayrılması gereken karşılıklar olmadıkça kâr payı verilemeyeceğidir.²⁴⁰

1.9.3.4. Diğer Ortaklara Temettü

İşletme, oy hakkından yoksun hisse senedi, intifa senedi, katılma intifa senedi, kâra iştirakli tahvil ve kâr zarar ortaklığı belgesi çıkarmışsa, kuruculara değişik bir kâr dağıtımı öngörmektedir. Diğer ortaklara kâr payı dağıtılabilmesi için şirketin esas sözleşmesinde hüküm bulunması ve ortaklara birinci temettünün ödenmesi gerekmektedir. Böyle bir kâr dağıtımının, kâr dağıtım tablosunda ayrı bir bölümde yer alması gerektiği belirtilmektedir.²⁴¹

1.9.3.5. Ortaklara İkinci Temettü

Ortaklara genel kurul kararı doğrultusunda, ikinci tertip kâr payı ödenmesi gerekiyorsa, kâr dağıtım tablosunda ilgili bölümde gösterilmelidir.²⁴²

1.9.3.6. İkinci Tertip Yasal Yedek Akçe

İkinci tertip yasal yedek akçe, dönem kârından birinci tertip yasal yedek akçe ve birinci temettü ayrıldıktan sonra mevcut kârın dağıtılan miktarının %10'u olarak ifade edilir.

²⁴³

1.9.3.7. Statü Yedekleri

Statü yedekleri, ana sözleşmeye göre ayrılan yedek akçelerdir. Türk Ticaret Kanunu'nun 467. maddesi esas sözleşmede yedek akçe için safi kârın yirmide birinden

²⁴⁰ İstanbul Menkul Kıymetler Borsası (2005), a.g.e, s.139.

²⁴¹ Akgüç (2006), a.g.e, ss. 250, 274.

²⁴² Ataman (1997a), a.g.e, s. 476; Akgüç (2002), a.g.e, s. 269.

²⁴³ Ernst and Young (2006), a.g.e, s. 50.

yüksek bir tutarın söz konusu olabileceği ve yedek akçenin esas sermayenin beşte birinden yüksek olabileceğini belirtmektedir. Bununla beraber, işletmelerin farklı yedek akçeler ayırması da mümkündür.

İşletmeler, statüye bağlı yedek akçeleri, şirket sözleşmesindeki hükümlere göre ayırmaktadırlar. Bu hükümlerin bağlayıcı olması, yöneticilerce uygulanmasını gerektirmektedir. Statüye bağlı yedek akçeler, kuruluş statüsündeki düzenleyici hükümler çerçevesinde belirlenmektedir. Bu kapsamda, yedek akçe hesabında, yöneticilerin görüş ve düşünceleri etkili olmamaktadır.²⁴⁴

1.9.3.8. Diğer Yedekler

Türk Ticaret Kanunu'nun 468. maddesine göre, şirketler, genel kurul kararı ile farklı yedek akçeler ayırabilirler.²⁴⁵ Bunun temel şartı, işletmenin gelişmesi ve kâr payı dağıtım politikası bakımından bir sakınca oluşturmamasıdır.

1.9.3.8.1. İsteğe Bağlı Yedek Akçeler

İsteğe bağlı yedek akçeler, yasaların ayrılmasını zorunlu tutmadığı yedek akçeler olarak tanımlanmaktadır. İsteğe bağlı yedek akçelerin ayrılması için yönetim kurulunun teklifi ile ortaklar genel kurulunun karar alması gerekmektedir. Türk Ticaret Kanunu'nun 467. maddesinde, isteğe bağlı yedek akçeler ile ilgili olarak, şirket sözleşmesinde hüküm bulunabileceği ifade edilmektedir.²⁴⁶

1.9.3.8.2. Gizli Yedek Akçeler

Gizli yedek akçeler, Türk Ticaret Kanunu'nun 458.maddesinde düzenlenmiştir. Bu madde uyarınca, işletme faaliyetlerinin devamlı olarak gelişmesinin ve kâr paylarında istikrarın sağlanmasına yönelik olarak varlıkların bilanço günündeki değerlerinden daha düşük değerlendirilmesi ya da başka bir yöntemle yedek akçe oluşturulması mümkündür.

²⁴⁴ Ümit Ataman. Şirketler Muhasebesi. 3. Baskı. İstanbul: Türkmen Kitabevi. 1997b s.100.

²⁴⁵ Ayrıntılı bilgi için bkz. Ünal Tekinalp ve Ersin Çamoğlu. Türk Ticaret Kanunu ve İlgili Mevzuat. Güncelleştirilmiş 4. Bası. İstanbul. 2003, s.132.

²⁴⁶ Benligiray ve diğerleri, a.g.e, s. 136.

Gizli yedek akçenin sermaye şirketleri açısından önemi, sermaye oluşumuna yardımcı olmasından kaynaklanmaktadır. Bu kapsamda, Türk Ticaret Kanunu, işletme varlıklarının değerlemesini gizli yedek akçe oluşturacak şekilde düzenlemiştir.²⁴⁷

1.9.3.9. Olağanüstü Yedekler

Olağanüstü yedekler, “şirkette olağanüstü durumlar ve beklentiler dikkate alınarak bırakılan yedekleri veya geçmiş dönem ile ilgili dağıtım konusu yapılamayan kârlar”²⁴⁸ olarak tanımlanır. Olağanüstü yedekler, Türk Ticaret Kanunu’nda ihtiyari yedek akçeler grubunda gösterilmektedir.²⁴⁹

1.9.4. Yedeklerden Dağıtım

İşletmeler, dönem kârı ile ilgili gerekli yedekleri ayırdıktan sonra, yedeklerden dağıtım yapabilir. Firmalar, bu kapsamda, “geçmiş yıllarda ayrılıp bu dönemde dağıtılan yedekler, ikinci tertip yasal yedekler, ortaklara kâr payı, personele kâr payı ve yönetim kuruluna kâr payı”²⁵⁰ şeklinde yedekleri kullanabilirler.

1.9.5. Halka Açık Anonim Şirketlerde Kâr Dağıtım

Halka açık anonim şirketler, hisse senetlerini halka arz eden veya ortak sayısının 250’yi geçmesiyle hisse senetleri halka arz edilmiş kabul edilen anonim şirketlerdir.

Halka açık anonim ortaklıkların kâr payı dağıtım ile ilgili yasal düzenleme Sermaye Piyasası Kanunu’nun Seri IV No.27 sayılı tebliğinde yer almaktadır. Bu tebliğ halka açık anonim şirketlerin kâr dağıtım konusunda Türk Ticaret Kanunu dışındaki yükümlülük ve imkânlarını ele almaktadır. Sermaye Piyasası Kurulu’nun 27.01.2006 tarih ve 4/67 sayılı kararına göre halka açık anonim şirketlerin kâr dağıtım politikaları kurumsal yönetim ilkeleri çerçevesinde yıllık faaliyet raporlarına dâhil edilmiş ve kamuya açık bir duruma

²⁴⁷ Ataman (1997a), a.g.e, ss. 459-460.

²⁴⁸ Akgüç (2002), a.g.e, s. 271.

²⁴⁹ Tekinalp ve Çamoğlu, a.g.e, ss.132-133; Yedek akçeler bakımından fazla bilgi için bkz ve karş.

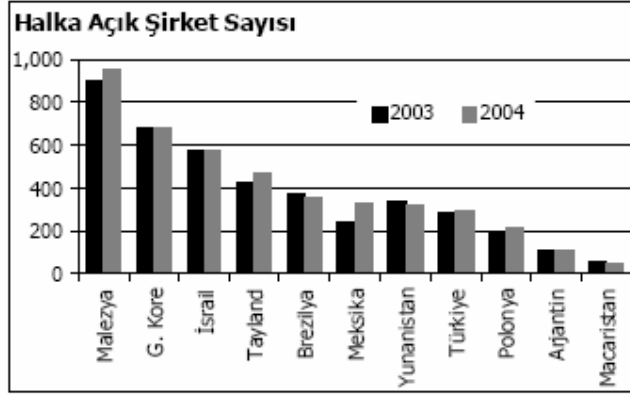
Karayalçın, a.g.e, s. 112-125.

²⁵⁰ Benligiray ve diğerleri, a.g.e, s. 271.

getirilmiştir. Ayrıca, kâr dağıtım politikası konusunda ortakların ilk olağan genel kurul toplantısında bilgilendirilmesi ilgili kararlar zorunlu tutulmuştur.²⁵¹

Halka açık şirket sayısının yükselmesi, hisse senedi ihraç ederek sermaye piyasasından varlıklarını finanse eden şirket sayısının çoğalmasının bir göstergesi olarak değerlendirilmektedir. Buna karşı, halka açık şirket sayısının düşmesi de farklı nedenlerle borsa kotundan silinen şirketleri tanımlamaktadır.

Şekil 16: 2003–2004 Döneminde Seçilmiş Ülkelerde Halka Açık Şirket Sayıları



Kaynak: Türk Sermaye Piyasası Aracı Kuruluşları Birliği (2004), a.g.e, s. 35

Bu kapsamda, ulusal ve uluslar arası borsalar incelendiğinde, 2003 yılında yabancı borsaların halka açık şirket sayısı düşük oranda yükseldiği belirtilebilir. Meksika’da işlem gören şirket sayısının %38 oranında yükselmesinde yabancı firmaların bu piyasaya olan ilgisi büyük rol oynamıştır. Tayland, Malezya, Polonya ve Türkiye’de de halka açık şirket sayısında yükseliş görülmüştür. Güney Kore ve İsrail’de değişim göstermeyen şirket sayısı, diğer ülkelerde düşüş göstermiştir.²⁵²

1.9.5.1. Halka Açık Şirketlerde Kâr Dağıtım ile İlgili Yasal Yükümlülükler

Halka açık anonim şirketlerde dağıtılabılır kâr, hesap dönemi kârından kanunlar çerçevesinde ayrılan yedek akçeler ile vergi, fon ve mali ödemeler ve geçmiş yıl zararları çıkarıldıktan sonra elde edilmektedir.

²⁵¹ İstanbul Menkul Kıymetler Borsası (2005), a.g.e, ss.133,134,139-140.

²⁵² Türk Sermaye Piyasası Aracı Kuruluşları Birliği (2004), a.g.e, ss. 34-35.

İstanbul Menkul Kıymetler Borsası'nda işlem gören ortaklıkların, aracı kurumların, portföy yönetim şirketlerinin ve bunların konsolidasyon kapsamındaki diğer işletmelerinin 01.01.2005 tarihinden sonra düzenledikleri mali tablolar Sermaye Piyasası Kurulu Seri XI sayılı Sermaye Piyasasında Muhasebe Standartları Hakkında Tebliği'ne tabidir. Bu nedenle, kâr dağıtımında tebliğ hükümlerine göre düzenlenen mali tablolar esas alınır. İlgili tebliğ hükümleri 01.01.2005 tarihinden sonra hazırlanan mali tablolar ile geçmiş dönemdeki mali tablolar arasındaki farkların “geçmiş yıllar birikmiş kâr/zararı” hesabına aktarılacağı belirtilmektedir. Buna göre, birinci uygulama yılında geçmiş yıllar birikmiş kâr/zarar hesabında zarar bulunması durumunda, net dağıtılabılır kârın belirlenmesinde indirim unsuru olarak kabul edilir. Bunun nedeni, geçmiş yıllar zararlarının karşılanmadan kâr dağıtılamamasıdır.²⁵³

Halka açık anonim şirketlerin kâr dağıtım hesaplamasında aşağıdaki sıra takip edilmektedir:²⁵⁴

— *Türk Ticaret Kanunu'nun 466. maddesine göre net dönem kârından geçmiş yıllar zararlarının çıkarılmasıyla elde edilen tutarın %5'i birinci tertip yasal yedek akçe olarak hesaplanır.*

— *Net dönem kârı ile geçmiş yıl zararları ve birinci tertip yasal yedek akçe toplamı arasındaki fark halka açık anonim şirketler için net dağıtılabılır dönem kârını verir. Birinci temettü, Sermaye Piyasası Kurulu'nun belirlediği oran ve miktara göre net dağıtılabılır dönem kârı üzerinden hesaplanmaktadır.*

— *Halka açık anonim şirketlerin ayırdığı ikinci tertip yedek akçe, Türk Ticaret Kanunu'nun 466. maddesinin ikinci fıkrasının 3 numaralı bendine göre, pay sahipleri ile kâra katılan diğer kişilere dağıtılan kârın, ödenmiş veya çıkarılmış sermayenin %5'i çıkarıldıktan sonra kalan kısmının onda biri olarak hesaplanır. İkinci tertip yasal yedek akçe, Sermaye Piyasası Kanunu'na göre bulunan birinci temettü tutarını*

²⁵³ İstanbul Menkul Kıymetler Borsası (2005), a.g.e, s.140.

²⁵⁴ İstanbul Menkul Kıymetler Borsası (2005), a.g.e, ss.142-143.

düşürmeden ve bu tutardan bağımsız olarak net dağıtılabilir dönem kârının kalan kısmı üzerinden hesaplanmaktadır.

— Halka açık anonim şirketlerin ortaklarına dağıttığı birinci temettüü korumak amacıyla Sermaye Piyasası Kanunu'nun Seri IV. No: 27 sayılı tebliğinin 7. maddesinin 2'nci fıkrasının b bendine göre, söz konusu hesap döneminde şirketlerin aldıkları bağış tutarının net dağıtılabilir dönem kârının matrahının belirlenmesinde dikkate alınacağı belirtilmektedir.

— Net dağıtılabilir kârın konsolide mali tablolara göre hesaplandığı durumlarda, kâr rakamına dâhil olan bağılı ortaklık, müşterek yönetime tabi ortaklık ve iştiraklerin genel kurullarında kâr dağıtım kararı alması önem taşımaktadır.²⁵⁵

Sermaye Piyasası Kanunu'ndaki düzenlemeye göre birinci temettü oranının şirketin esas sözleşmesinde bulunması gerekir. Ayrıca, birinci temettü tutarının da dağıtılabilir kârın en az %20'si olması gerektiği belirtilmektedir. Sermaye Piyasası Kurulu'nun, 25.02.2005 tarih ve 7/242 sayılı kararına göre "hesaplanan tutarın tamamının yasal kayıtlarda yer alan net dağıtılabilir kârdan karşılanabilmesi durumunda bu tutarın tamamının dağıtılması, karşılanamaması halinde yasal kayıtlarda yer alan net dağıtılabilir kârın tamamının dağıtılması, Kurul düzenlemelerine göre hazırlanan mali tablolarda veya yasal kayıtların herhangi birinde dönem zararı olması halinde ise kâr dağıtımı yapılmaması"²⁵⁶ gerektiği belirtilmektedir.

Sermaye Piyasası Kanunu birinci temettünün dağıtımı ile ilgili olarak iki farklı seçenek sunmaktadır. İlk seçeneğe göre, hisse senetleri borsada işlem görmeyen anonim şirketler için birinci temettünün nakden dağıtılması zorunluluğu getirilmektedir.

Fakat Seri IV No 9. sayılı İhraççıların Muafiyet Şartlarına ve Kurul Kaydından Çıkarılmalarına İlişkin Esaslar Tebliği'nde bulunan bağımsız denetim muafiyetinden yararlanmayan ortaklıkların birinci temettüyü nakden, hisse senedi veya her iki biçimde

²⁵⁵ İstanbul Menkul Kıymetler Borsası (2005), a.g.e, ss. 142-143.

²⁵⁶ İstanbul Menkul Kıymetler Borsası (2005), a.g.e, s. 140.

de ödemeleri söz konusu olmaktadır.²⁵⁷ Birinci temettünün bir bölümünün veya tamamının pay senedi şeklinde ödenmesi için tebliğdeki koşullar ve sürelerle uygun talep toplanması gerekmektedir. Dolayısıyla, talep toplamanın yıllık olağan genel kurul toplantısının daveti ile ilgili sürenin başlangıcından minimum bir ay önce gazete ilanı ile ortaklara duyurulması gerektiği belirtilebilir.²⁵⁸

İkinci seçeneğe göre, hisse senetleri borsada alınıp satılan anonim şirketler, genel kurullarının kararları çerçevesinde birinci temettüyü, “tamamen nakden dağıtma, tamamen hisse senedi olarak dağıtma, belli oranda nakit belli oranda hisse senedi olarak dağıtarak kalanını ortaklık bünyesinde bırakma ve nakit ya da hisse senedi olarak dağıtmadan ortaklık bünyesinde bırakma”²⁵⁹ seçeneklerine sahiptirler.

Halka açık anonim şirketlerin temettü ödemesi bazı koşullarda nakden yapılmaktadır. Buna göre, “bir önceki döneme ilişkin birinci temettü dağıtımını gerçekleştirmeden sermaye artırımını yapan ve artırımını temsil eden hisse senetleri Borsa’da eski ve yeni olarak iki ayrı sırada işlem gören ortaklıklar”²⁶⁰ dönem sonundaki kârlarından ortaklarına kâr payını nakit şeklinde ödemektedirler.

Halka açık anonim şirketler, yönetim kurulu üyeleri ile memur, müstahdem ve işçilere, katılma, kurucu ve adi intifa senedi sahiplerine, çeşitli amaçlarla kurulmuş olan vakıflara ve bu gibi kişi veya kurumlara kâr payı dağıtmak için esas sözleşmelerini bu yönde düzenlemeleri gerekmektedir.²⁶¹

Buna ek olarak, kanuni yedek akçeleri ve esas sözleşmelerine göre ayırmaları gereken birinci temettüyü ayırmamaları durumunda farklı türden yedek akçe ayırmaları, gelecek

²⁵⁷ **Anbar**, a.g.e, s. 75.

²⁵⁸ **Türk Sermaye Piyasası Aracı Kuruluşları Birliği**, Sermaye Piyasası Mevzuatı Ve İlgili Mevzuat, Ticaret Hukuku Ve Borçlar Hukuku. 2007a.

http://www.tspakb.org.tr/docs/egitim_notlari/sp_mevzuat_ileri.pdf, s. 87.

²⁵⁹ **Türk Sermaye Piyasası Aracı Kuruluşları Birliği (2007a)**, s. 88.

²⁶⁰ **Türk Sermaye Piyasası Aracı Kuruluşları Birliği (2007a)**, a.g.e, s. 88.

²⁶¹ **İstanbul Menkul Kıymetler Borsası (2005)**, a.g.e, s.142.

yıla kâr aktarmaları ve yönetim kurulu üyeleri, memur, müstahdem ve işçilere kâr payı dağıtmaları mümkün değildir.²⁶²

İlgili tebliğde, kâr dağıtımı ile ilgili çeşitli genel prensipler bulunmaktadır. Bu prensipler, hisse senetleri ile ilgili temettünün mevcut hisselerin tamamına eşit oranda dağıtımı, esas sermayeli ortaklıkların ihraç ettiği hisse senetlerinin sermaye artırımının onaylandığı hesap döneminden başlayarak kâr payı alması, kayıtlı sermayeli ortaklıkların çıkardığı hisse senetlerinin yeni pay alma hakkı ile ilgili sirkülerin ilan edildiği hesap döneminden başlayarak kâr payı alması, hisseleri borsaya kote edilmiş halka açık anonim şirketlerin kâr payı ödemelerinin kolaylık olması bakımından ortaklık merkezi dâhil minimum üç merkezde ve İMKB Takas ve Saklama Bankası A.Ş.’de yapılması ve kâr payı dağıtım işlemlerinin Takasbank A.Ş.’nin beyan ettiği nominal değer ve miktara göre, beyanı takip eden üç işgünü içinde ödemeler ile ilgili kupon teslimini beklemeden bitirilmesi olarak sıralanır.²⁶³

Sermaye Piyasası Kanunu’nun ele aldığı diğer bir konu da kâr payı avanslarıdır. Halka açık şirketlerin, bir hesap döneminde ödediği toplam kar payı avansı, “bir önceki yıla ait dönem kârının kanunlara ve esas sözleşmeye göre ayrılması gerekli yedek akçeler ile vergi, fon ve mali karşılıklar ve varsa geçmiş yıllar zararları düşüldükten sonra kalan kısmının yarısını ve genel kurulca onaylanan yılsonu bilânçosunda yer alan olağanüstü yedek akçe tutarını”²⁶⁴ toplayarak elde edilir. Bu, aynı zamanda temettü avansı için bir üst sınır oluşturmaktadır.

Bu çerçevede, halka açık anonim ortaklıkların bağımsız denetçiler tarafından denetlenmiş üçer aylık ara dönem mali tablolarındaki kârdan vergi karşılıkları çıkarıldıktan sonra kalan tutarın yarısını aşmayacak şekilde temettü avansı dağıtılabileceği belirtilmiştir. Bunun için şirketin esas sözleşmesine, kâr payı avansı dağıtımına yönelik hüküm koyması ve genel kurulun da yönetim kurulunu yetkilendirmesi şarttır. Halka açık anonim ortaklıkların hisse senedi sahiplerine geçmiş dönemlerde ödediği kâr payı

²⁶² Sermaye Piyasası Kanunu, m.15.

²⁶³ Konuralp (2005), a.g.e, s.42.

²⁶⁴ Türk Sermaye Piyasası Aracı Kuruluşları Birliği (2007a), a.g.e, s. 91.

avanslarının bulunması durumunda, bu tutarın ödenecek kâr payı tutarından indirilmesinin zorunlu olduğu ifade edilmiştir. Kâr payı avansının dağıtımı ile ilgili olarak Türk Ticaret Kanunu'nun 457. maddesinde yer alan safi kârın yıllık bilânçoya göre hesaplanması hükmünün geçerli olmadığı söylenebilir.²⁶⁵

Halka açık anonim şirketlerin, kâr payı ve ek kâr payı avansı vermeleri için geçmiş dönemde dağıttıkları temettü avanslarının tahsil edilmesi gerekmektedir.

1.9.5.2. Halka Açık Şirketlerde Kâr Dağıtımı ile İlgili Muafiyet

Sermaye Piyasası Kanunu Seri IV No 9 sayılı tebliğ kâr dağıtımında muaf olabilecek kurumlar için bazı hükümler getirmektedir. Tebliğ, bu kapsamda, aktif toplamına bir sınır getirerek, aktif toplamları bu sınıra kadar olan ve bu sınırı aşan ortaklıklar için iki farklı hüküm getirmektedir. Buna göre, aktif toplamları 5.350.316,83 YTL'sını geçmeyen halka açık anonim şirketlerde, dağıtılabilir birinci temettünün ödenmiş sermayenin %10'undan az olması durumunda ve aktif toplamları 5.350.316,83 YTL' sına eşit ve ondan büyük halka açık anonim şirketlerde ise, dağıtılabilir birinci temettünün, ödenmiş sermayenin %5'inden az olması durumunda Kurul'un vereceği karar doğrultusunda, birinci temettünün dağıtılmaması söz konusu olmaktadır.²⁶⁶

1.9.6. Kar Payı Ödeme Prosedürü

İşletmelerin dağıttıkları kâr payları genel olarak üç aylık dönemler itibariyle ödenir. Türkiye'de ise genel uygulama yılda bir kez ödenecek olan kâr paylarının ilan edilmesi şeklindedir. Fakat kâr paylarının ilan tarihleri ile ödeme tarihleri farklı anlamlara gelmektedir. Bu yüzden, işletmeler, üç aylık kârın tespitinden kısa bir süre sonra, yönetim kurulunu toplayarak, gelecek üç aylık dönemin kar payını ilan ederler. Kâr paylarının ilan edildiği tarih finans literatüründe temettü ilan tarihi olarak tanımlanır. Kâr paylarının yasal nitelik kazanması kâr payı ilan tarihinin belirlenmesi ile gerçekleşir. Buna örnek olarak kâr payı ilan tarihini 4 Şubat olarak belirleyen X firmasının, kâr payı ödemesini 13 Nisan ve pay sahibi olanlara kar payı ödemesini de 16 Mart itibariyle yapması verilebilir. Burada 16 Mart kayıt tarihi olarak tanımlanmaktadır.

²⁶⁵ Konuralp (2005), a.g.e, s.42.

²⁶⁶ İstanbul Menkul Kıymetler Borsası (2005), a.g.e, s.145-146.

Kayıt tarihi, finans literatüründe, pay sahiplerinin kâr payını almaya hazır oldukları tarih olarak ifade edilebilir. Fakat günlük olarak alım satımı yapılan hisse senetlerinin aynı hızla firma defterlerine kaydedilmemesi, kayıt tarihinden 4 iş günü öncesinin kar payısüz tarih olarak belirlenmesini gerektirir. Bu nedenle, temettüsüz tarih, kar payı hakkının pay senedinden ayrılmasını gösterir. Örnek kapsamında temettüsüz tarihin 12 Mart olduğu görülebilir. Hisse senedinin kar payısüz dönemde veya bu tarihten sonra elde edilmesi durumunda kâr payı ödemesi yapılmamaktadır.

Türkiye’de halka açık anonim şirketlerin faaliyetleri Sermaye Piyasası Kurulu tarafından düzenlenen tebliğler çerçevesinde gerçekleşmektedir. Sermaye Piyasası Kurulu’nun kâr payı ödemelerini düzenleyen tebliğleri, Türkiye’de halka açık ve borsaya kote olan şirketlere bazı istisnalar dışında kâr payı ödemesi konusunda zorunluluk getirmemektedir. Buna karşı, kâr payı ödeme kararının alınması durumunda, ilgili yılın 31 Mayıs gününe kadar ödemenin yapılması gerektiğini belirtmektedir.

Türkiye’de kâr payı ödemeleri yurtdışındaki gelişmiş ülkeler kadar popüler değildir. Bunun en önemli nedenlerinden biri, yüksek enflasyon nedeni ile gelecek dönemlerde dağıtılan kar payının getirisinin reel olarak önemli ölçüde azalması ile uzun vadeli yatırım anlayışı ve uygulaması eksikliği nedeni ile kısa vadeli sermaye kazançlarının yaygın olmasıdır.²⁶⁷

1.9.7. Kâr Payı Dağıtım Politikasının Sermaye Maliyeti Üzerindeki Etkisi

Sermaye maliyeti, işletme varlıklarının finansmanında kullanılan kaynakların fiyatı olarak tanımlanmaktadır. Sermaye maliyetinin hesaplanması için, borç ve öz sermayeden oluşan fonların maliyeti ve sermaye yapısı içindeki oranlarının bilinmesi gerekmektedir. Her bir kaynağın maliyeti ve sermaye yapısındaki payı kullanılarak hesaplanan sermaye maliyeti, ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti olarak da bilinmektedir.²⁶⁸

Yatırımların analiz edilmesinde indirgeme oranı olarak kullanılan sermaye maliyetinin, kâr payı dağıtım politikasından etkilendiği değerlendirilmektedir. Özellikle, kâr payı dağıtımının beklenenden fazla olması, sermaye bütçesinin finansmanı için yeni hisse

²⁶⁷ Selimler, a.g.e, s. 17-18

²⁶⁸ Ross, Westerfield ve Jordan (2006), a.g.e, ss. 468,477.

senedi ihracını gündeme getirmektedir. Dolayısıyla, yeni ihraçla oluşan çeşitli giderlerin sermaye maliyetinde artışa neden olacağı ifade edilmektedir.²⁶⁹

Öz sermaye maliyetinin belirlenmesinde adi hisse senetlerinin maliyeti ön plana çıkmaktadır. Bu kapsamda, öz sermaye maliyeti, hisse senetlerinin gelecek dönemde sağlayacağı kâr payları ile piyasa değerini eşit yapan iskonto oranı olarak ifade edilmektedir. Hisse senedi yatırımcıları açısından, riskin azaltılması önem taşımaktadır. Dolayısıyla, istikrarı yakalamış firmaların hisse senetleri değerlendirirken düşük indirgeme oranı kullanılırken, istikrarı yakalayamamış firmaların hisse senetleri için daha farklı indirgeme oranı tercih edilmektedir. İşletmelerin gelecek dönemdeki kâr payları ve kâr paylarındaki artış oranı belirlenmemişse, öz sermaye maliyetinin hesaplanmasında güçlükler yaşanabilir.²⁷⁰

Firmaların, yeni çıkardığı hisse senetlerinin maliyetinin, ihraç giderleri ile azalan net nakit girişleri sebebiyle alıkonan kârların maliyetinden fazla olduğu belirtilmektedir. Bu hisse senetlerinin, mevcut hisse senetlerine göre daha düşük fiyattan işlem gördüğü ifade edilebilir. Ancak, hisse senedi yatırımcıları açısından, yeni hisse senetlerinin maliyeti, ihraç giderleri nedeni ile olumsuz etkilenmektedir. Buna ilaveten, hisse senetlerinin nominal değer üzerinden çıkarılması halinde, pay başına gelir, kâr payı oranı ve dağıtılmayan kâr oranı azalmaktadır. Yeni hisse senetleri, nominal değerden yüksek fiyatla çıkarılırsa, ihraç priminden kurumlar vergisi kesintisi yapılmaktadır. Dolayısıyla, her iki durumda da firmanın maliyeti üstlenmesi gerekmektedir.²⁷¹

Dönem sonunda elde edilen kârın bir bölümü dağıtılırken, diğer bölümü de yatırım projelerinin finansmanı için firma bünyesinde alıkonmaktadır. Alıkonan kârların maliyetini ise, alternatif yatırımların getirisi oluşturmaktadır. Vergilerin bulunmaması halinde, alıkonan kârların maliyeti ile öz sermaye maliyeti arasında fark bulunmamaktadır.²⁷²

²⁶⁹ Brigham ve Ehrhardt, a.g.e, s. 323.

²⁷⁰ Pekkaya, a.g.e, s. 189; Ayrıca bkz ve karşı. Ceylan ve Korkmaz (2006), a.g.e, s. 230-234.

²⁷¹ Ceylan ve Korkmaz (2006), a.g.e, ss. 235,236.

²⁷² Watson ve Head (2004), a.g.e, s. 206; Ayrıca bkz ve karşı. Ceylan ve Korkmaz (2006), a.g.e, s.237.

2. KÂR PAYI DAĞITIM POLİTİKASININ İŞLETMENİN BÜYÜME VE PAZAR DEĞERİ ÜZERİNE ETKİLERİYLE İLGİLİ TEORİK YAKLAŞIMLAR

Kâr dağıtım kararlarının işletmenin pazar değerine etkileri kapsamında iki önemli işlevinin bulunduğu söylenebilir. İlk olarak, kâr dağıtımını sermaye yapısını değiştiren bir niteliğe sahiptir. Bu çerçevede, kârların dağıtılmaması, özsermayenin sermaye yapısı içindeki oranında artışa neden olmaktadır. İkinci olarak da, yeni hisse senedi ihracının yüksek maliyetini engelleyerek sermaye maliyetindeki azalışa yardımcı olmaktadır.¹ Dolayısıyla, kâr dağıtım kararları ile şirketler sermaye yapılarını ve sermaye maliyetlerini değiştirerek hisse senedi fiyatlarını etkilemektedirler.

Kâr payı dağıtım politikasının işletmenin pazar değeri veya hisse senedi fiyatı üzerindeki etkileri ile ilgili birçok akademik çalışma yapılmıştır. Bu çalışmalar, birbirinden farklı özelliklere sahip olup, işletmelerin kâr payı ödemesini sağlayan faktörleri kullanarak ampirik modeller geliştirmeye çalışmışlardır.

Kâr payı dağıtım teorisi ile ilgili ilk akademik çalışmalar, iki farklı gruptan oluşmaktadır. “Birinci gruptaki yaklaşımlar, şirketin değerinin yalnızca gelecek dönemlerdeki kâr paylarının belirli bir iskonto oranı ile indirgenmiş değerlerinin toplamına eşit olacağını vurgulamaktadır. İkinci gruptaki yaklaşımlar, kâr payı dağıtım politikasının hisse senedinin değerini etkilemediğini açıklamaktadır”.²

Bu teoriler kâr payı dağıtım politikasının en önemli üç yaklaşımını oluşturmaktadır. Bunlar, Miller ve Modigliani'nin kâr payı ilişkisizliği yaklaşımı, Myron ve Gordon'un kâr payı ilişkisi yaklaşımı ve vergi tercihi yaklaşımıdır.

Kâr payı ilişkisizliği yaklaşımı ve kâr payı ilişkisi yaklaşımından sonra günümüze kadar yapılan teorik çalışmalar ise iki gruptan meydana gelmektedir. Birinci grubu, simetrik bilgiyi esas alan yaklaşımlar, ikinci grubu da asimetric bilgiye dayanan yaklaşımlar

¹ Besley ve Brigham (2006), a.g.e, s. 542.

² George M Frankfurter, Bob G. Wood ve James Wansley. Dividend Policy: Theory and Practice. Academic Press Inc. London. 2003, s. 77.

oluşturmaktadır. Bu modellerin temelini oluşturan unsurlar mükemmel olmayan piyasalar ve vergi güdüsü olarak sıralanmaktadır.³

Kâr payı dağıtım politikası ile ilgili teorik çalışmalarda, kâr payı davranışı matematiksel olarak ifade edilmeye ve kâr payı dağıtım politikasının hisse senedi fiyatları ile ilişkisi kanıtlanmaya çalışılmıştır. 1997 yılında yapılan çalışmada, bütün firmalar için matematiksel ve aynı olarak tanımlanan kâr payı dağıtım politikasının bulunmadığı görülmüştür. Bunun nedeni, hissedarların ekonomik ve davranışsal karakterlerini içeren şirkete has faktörlere göre oluşturulan kâr payı dağıtım politikalarıdır. Dolayısıyla, birçok araştırma yapılmasına rağmen, kâr payı dağıtım politikası çözülmesi gereken bir bilmece olarak değerlendirilmektedir.⁴

2.1. Kâr Payı İlişkisizliği Yaklaşımı

Kâr payı ilişkisizliği yaklaşımı⁵, modern işletme finansmanı teorileri açısından son derece önemlidir. Bu teoriye göre, mükemmel piyasalarda, sabit yatırım politikası ile faaliyet gösteren firmaların tüm kabul edilebilir sermaye yapısı ve kâr payı dağıtım kararlarının hissedarlar için benzer getiriyi sağladıklarından aralarında herhangi bir farkın bulunmadığını belirtilmektedir. Diğer bir ifade ile mükemmel piyasalarda hissedarların refahı yatırım politikasından etkilenmekte ve finansman ve kâr payı dağıtım kararlarının piyasa değeri açısından bir önem arz etmediği ifade edilmektedir.⁶

Kâr paylarının ilişkisizliği yaklaşımı aşağıdaki örnek yardımı ile açıklanabilir:

³ Franfurter, Wood & Wansley, a.g.e, s. 81.

⁴ H. Kent Baker & David M. Smith. In Search of A Residual Dividend Policy. Review of Financial Economics. 15. (2006b), s. 3. “Kâr paylarının anlaşılmasının önemi aynı zamanda bir çeşit bilanço ayarlaması yöntemi olarak kullanılmasından kaynaklanmaktadır.” Bkz. Andrew Buito ve Gary Young. Hard Times or Great Expectations? Dividend Omissions and Dividend Cuts by UK Firms. Working Paper No. 147. <http://www.bankofengland.co.uk/publications/workingpapers/wp147.pdf>, s.7. ABD’de Nasdaq borsası’nda düzenli nakit kâr payı dağıtımı yapan firma yöneticilerinin, kâr payı dağıtım politikası, kâr payı dağıtım politikasıyla hisse senedi değeri arasındaki ilişki ve kâr payı ödemeleri için geçerli dört genel açıklama hakkındaki görüşleri, anket yöntemiyle incelenmiştir. Elde edilen sonuçlara göre, kâr paylarının değişmesinin firma değerine etkileri ve kâr paylarının düzenli ödenmesi ön plana çıkan noktalar olmuştur. Bkz. H. Kent Baker, Gary E. Powell, ve E. Theodore Veit. Revisiting Managerial Perspectives on Dividend Policy. Journal of Economics and Finance. Vol 26. No 3, 2002, s. 267.

⁵ Kâr payı ilişkisizliği yaklaşımının savunucuları iki ünlü Amerikalı ekonomist olan Franco Modigliani ve Merton Miller’dir. Bkz. The Economist. Dividends'End. January 2002, s. 76.

⁶ Harry De Angelo ve Linda De Angelo. The Irrelevance of the MM Irrelevance Theorem. Journal of Financial Economics. 79. 2006, s. 294.

Varlıklarının değeri 2006 yılının başında 250 milyon TL olan X şirketinin yatırımlarının yıl içindeki getirisi %10 olarak beklenmektedir. Dolaşımdaki hisse senedi sayısı 20 milyon olan X şirketinin 25 milyon TL maliyetli yatırım projesi ile ilgili finansman seçenekleri:

- a. 25 milyon TL alıkonan kâr ile finansman
- b. 25 milyon TL tutarında kar payı dağıtımı yapıldıktan sonra aynı değerde hisse senedi ihracı ile finansman olarak sıralanmaktadır.

Sermaye piyasalarının mükemmel olduğu varsayımı altında her iki finansman seçeneğinde de yatırımcıların getirisinin aynı olduğu aşağıdaki gibi ifade edilebilir:⁷

25 milyon TL alıkonan kâr ile finansman

2006 yılında gerçekleşmesi beklenen kâr

250 milyon TL x %10 = 25 milyon TL

2006 yılı sonundaki bilânço (milyon TL)

Varlıklar	250	Ödenmiş Sermaye	250
Yeni Yatırım	25	(20 milyon hisse senedi)	
		Alıkonan kâr	25
T. Aktif	275	T. Pasif	275

Hisse senedinin dönem başı fiyatı: $250/20 = 12.5$

Hisse senedinin dönem sonu fiyatı: $275/20 = 13.75$

Hisse senedinin getirisi: $\frac{13.75-12.5}{12.5} = \%10$

25 milyon TL hisse senedi ihracı ile finansman

25 milyon TL kâr dağıtımı dolaşımdaki 20 milyon hisse senedi için hisse başına

$25\ 000\ 000 / 20\ 000\ 000 = 1.25$ TL kar payı olarak ifade edilebilir.

⁷ Smart, Megginson ve Gitman, a.g.e, ss. 545-546,561.

Yeni yatırımın finansmanı için gerekli hisse senedi ihracı:

$$25\ 000\ 000/12.5= 2\ 000\ 000$$

Dolaşımdaki hisse senedi: 20 000 000 + 2 000 000 = 22 000 000

2006 yılı sonundaki bilânço (milyon TL)

Varlıklar	250	Özsermaye	275
		(22 milyon hisse senedi)	
Yeni Yatırım	25		
T. Aktif	275	T. Pasif	275

$$\text{Hisse senedinin getirisi: } \frac{1.25+12.5-12.5}{12.5} = \%10$$

Dolayısıyla, yukarıdaki örnekle kâr paylarının dağıtılması/ alıkonmasının hisse senedinin getirisini etkilemediği söylenebilir.

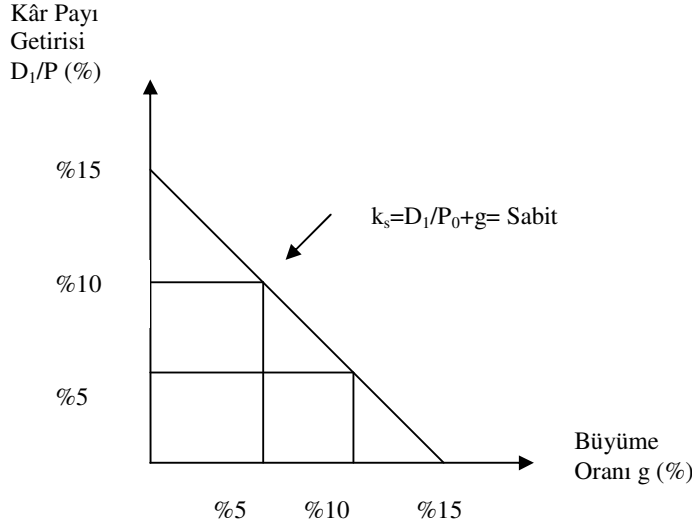
Kâr payı ilişkisizliği yaklaşımına göre, kâr payı dağıtım politikası vergi ve temsil maliyetlerinin olmaması durumunda şirketin sermaye maliyetini ve değerini etkilememektedir. Bu çerçevede, yatırımcılar ve şirketler açısından her bir birim kâr payı dağıtımı, sermaye kazancında aynı oranda azalışa neden olmaktadır.⁸

Bu teoriye göre, hisse senedi yatırımcıları açısından kâr payı dağıtım politikaları hiçbir maliyete katlanılmadan oluşturulabiliyorsa, işletmenin kâr payı dağıtım politikasının nasıl

⁸ **Sharon L. Kania ve Frank. W. Bacon.** What Factors Motivate the Corporate Dividend Decision. ASBSS E-Journal. Vol 1. No.1. 2005, s. 98; **Chunchi Wu.** Taxes and Dividend Policy. International Review of Economics and Finance. 5(3). 2001, s. 292; **Julio ve Ikenberry,** a.g.e, s. 89.

oluşturduğunun herhangi bir önemi bulunmamaktadır. Kâr payı dağıtım politikasının seçimi, şirketin varlıklarını, yatırım olanaklarını, sermaye maliyetini, gelecekteki nakit akımlarını etkilemediğinden, şirketin piyasa değeri de değişmemektedir. Dolayısıyla, bu yaklaşımda şirketin değerinin, işletme riski ve gelir yaratma gücü ile bağlantılı olduğu ileri sürülmektedir. Diğer bir ifadeyle, firma varlıklarından elde edilen gelir, şirketin değerinin temel belirleyicisi olmaktadır.⁹

Şekil 17: Kâr Payı İlişkisizliği Yaklaşımında Kâr Payı Getirisi, Büyüme ve Özsermaye Maliyeti Arasındaki İlişki



Kaynak: Türko, a.g.e, ss. 523–524

Şekilde işletmenin özsermaye maliyeti %15 olarak gerçekleşmekte ve kâr dağıtımının özsermaye maliyetini etkilemediği görülmektedir. Diğer bir ifade ile elde edilen kârın kâr payı olarak dağıtılması veya alıkonması özsermaye maliyetini değiştirmemektedir. Yatırımcılar, %15 kâr payı, %10 kâr payı ve %5 sermaye kazancı veya %15 sermaye

⁹ Brigham ve Ehrhardt, a.g.e, s.615-616; Chunchi, Wu, a.g.e, s. 292.

kazancı elde etmektedir. Bu yaklaşıma göre, yatırımcılar için her üç alternatif de aynı anlamı ifade etmektedir.¹⁰

Bu çerçevede, kâr payı ilişkisizliği teorisinin temel varsayımları, “yatırımcıların vergi ve aracılık maliyetlerine katlanmaması, iflas maliyetlerinin olmaması, yatırımcıların işletmenin borçlandığı faiz oranından borçlanması, yatırımcılar ile yöneticilerin firmanın gelecekteki yatırım imkânları hakkında aynı bilgiye sahip olmaları, yatırımcıların kâr payları veya sermaye kazançlarını tercih etmesi ve borç kullanımından şirketin faiz ve vergi öncesi kârının etkilenmemesi”¹¹ olarak sıralanabilir. Bu varsayımlara göre, birçok pozitif net bugünkü değere sahip projenin varlığına rağmen kâr payı ödenmesi hisse senedi sahiplerinin getirisini etkilememektedir. Çünkü işletmeler, yaptıkları ödemeleri hisse senedi çıkararak hiçbir maliyete katlanmadan finanse edebilmektedir.¹²

Bu varsayımların geçerliliği birçok çalışmada sorgulanmıştır. Kâr payları ve sermaye kazançlarının farklı vergi oranlarına sahip olması, kâr paylarının hisse senedinin geri toplanarak dağıtılmasına neden olur. Hisse senedi alım satımında vergi ve benzeri yükümlülüklerden oluşan aracılık maliyetleri, işletmelerin finansman gereksinimlerini karşılamak için sermaye piyasasını kullanması ile oluşur. Bu maliyetlerin yüksekliği hisse senedi fiyatını olumsuz etkiler. Bu nedenle, kâr payı dağıtım politikasındaki değişimler, işletmenin pazar değerinin değişmesine neden olur. İkinci olarak, asimetrik bilginin olmaması tam rekabet piyasaları için geçerli olmaktadır. Ancak, piyasalar tam anlamı ile mükemmel olmadığından yöneticiler ve işletme ile ilgilenen diğer gruplar arasında önemli çıkar uyumsuzlukları olabilmektedir.

Piyasaların tam mükemmel olmamasına neden olan diğer unsurlar, sermaye yapısı ve temini ile ilgili koşullar ve sınırlamalar, temsil problemleri ile hissedarların farklı beklentileri olarak sıralanmaktadır. Bu sebeple, kâr paylarını kullanarak, dışarıdaki

¹⁰ **Türko**, a.g.e, ss. 523-524.

¹¹ **Brigham ve Ehrhardt**, a.g.e, s.557

¹² **Arnold (2005)**, a.g.e, s. 1011-1012.

grupların asimetrik bilgiden doğan dezavantajları giderilmekte ve piyasanın doğurduğu olumsuz koşullar engellenebilmektedir.¹³

Buna ilaveten, kâr payı dağıtım politikasının önemli olduğu ve yatırım politikasının şirketin değerini belirleyen tek unsur olmadığı belirtilmektedir. MM teorisinin varsayımları, serbest nakit akımlarının tamamının dağıtılmasını gerektirir. Bu nedenle, uygun kâr payı dağıtım politikası ile şirketin değerini olumlu etkileyecek kâr payı dağıtımı/alıkonması kararları dikkate alınmamaktadır. Bu çerçevede, alıkonan kârların sabit yatırım politikasının net bugünkü değeri ile birlikte değerlendirilmesi sonucu kâr payı dağıtım politikasının geçerli olduğu ve yatırım politikasının şirketin değerinin tek belirleyicisi olmadığı görülmektedir. Çünkü yeni kabul edilebilir kâr payı dağıtım politikaları serbest nakit akımlarının bugünkü değerinin bir kısmını göz önünde bulundurmaktadırlar.¹⁴

Özet olarak, bu yaklaşımda, uygun yatırım politikasını oluşturmak için şirketin tüm değerini olumlu etkileyen pozitif net bugünkü değere sahip projelere yatırım yapılması gerekir. Sermaye piyasalarının mükemmel olması durumunda, yatırımların yapılmaması için herhangi bir neden olmamaktadır. Bu kapsamda, gerekli finansman kaynağının bulunmaması, sermaye piyasasının kullanımını gerektirecektir. Buna karşı, pozitif net bugünkü değere sahip yatırımlar sonucunda, firma bünyesinde alıkonan kârlar bulunabilir. Bu durumda, firmalar, alıkoydukları kârları, kâr payı olarak dağıtabilir. Buna göre, kâr payı ilişkisizliği yaklaşımında kâr payları şirketin yatırımları sonucu ödediği artık değer olarak ifade edilmektedir.¹⁵

¹³ **Franklin Allen ve Roni Michaely**. Payout Policy. Wharton Financial Institutions Center. April, 2002, s. 15-16; Ayrıntılı bilgi için bkz. **Alpa Dhanani**. Corporate Dividend Policy: The Views of British Managers. Journal of Business Finance and Accounting. 2005, s.1629.

¹⁴ **De Angelo ve De Angelo (2006)**, a.g.e, s. 312; Ayrıca bkz ve karşı. **Harry De Angelo ve Linda De Angelo**. Payout Policy Pedagogy: What Matters and Why. European Financial Management. Vol.13, No.1, 2007, ss. 11-20.

¹⁵ **Watson ve Head (2004)**,a.g.e, s.181.

2.2. Myron Gordon'un Kâr Payı İlişkisi Yaklaşımı

Kâr payı dağıtımının işletmenin pazar değerini etkilediğini savunan yaklaşım, Myron Gordon'un kâr payı ilişkisi yaklaşımıdır.¹⁶ Bu yaklaşıma göre, şimdiki kâr payları, gelecek dönemlerde elde edilecek belirsiz sermaye kazançlarına tercih edilmektedir. Bunun nedeni, kâr paylarının büyüme için alıkonan kârlar sonucu sağlanan sermaye kazançlarına göre daha az riskli olmasıdır. Mevcut nakit akımlarının alıkonması ve tekrar yatırıma yönlendirilmesi ise gelecekteki belirsiz nakit akımlarının şimdiki kâr paylarına tercih edildiğini göstermektedir. Yeniden yatırılan fonların getirilerinin gelecek dönemlerde elde edilmesi, yakın gelecekteki nakit akımlarına göre yüksek bir iskonto oranı uygulanmasına neden olmaktadır. Dolayısıyla, yüksek kâr payı veren hisse senetlerinin fiyatının diğer hisse senetlerine göre daha fazla yükseldiği ifade edilmektedir.¹⁷

Buna ilaveten, dağıtılan kârlar ve alıkonan kârların farklı vergi oranlarına tabi olması da yatırımcının tercihini belirlemektedir. Buna göre, kâr payı dağıtımı gerçekleştiğinde, ortakların gelir diliminin yüksek olması, ödenecek gelir vergisini yükseltmektedir. Fakat kârın dağıtımı yapılmadığında, yedek akçelerin artması, hisse senetlerinin fiyatında artışa neden olacaktır. Dolayısıyla, piyasa değeri yükselmiş hisse senedinin satılması durumunda, vergi ödenmemesi veya düşük oranda sermaye kazancı vergisinin ödenmesi kâr paylarının alıkonmasını gerektirmektedir.¹⁸

Kâr payı ilişkisi yaklaşımının varsayımlarından hareketle, firmanın piyasa değeri veya hisse senedinin piyasa fiyatı, gelecek dönemdeki dağıtacağı kar paylarının piyasa iskonto oranı ile bugüne indirilmesi ile elde edilen değerlerin toplamı olarak ifade edilmektedir.

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

¹⁶ Kâr pay ilişkisi yaklaşımının finans literatüründeki diğer adı "eldeki kuş yaklaşımı" (bird-in-the-hand) olarak bilinmektedir. Bkz. **Baker ve diğerleri (2006a)**, a.g.e, s.172

¹⁷ **Arnold (2005)**, a.g.e, s.1019-1020.

¹⁸ **Akgüç (1998)**, a.g.e, s. 787.

P_0 = Hisse senedinin piyasa değeri

D_t = Gelecek dönemdeki kâr payları

r = İskonto oranı

t = Yatırımın faydalı ömrü

Bu formülde, her yıl dağıtılan kâr payının ve kullanılan iskonto oranının değişmeyeceği kabul edilmektedir. Bu da, ilgili işletmenin büyüme hızının 0 olduğunun varsayılmasından kaynaklanmaktadır. Gelecek dönemlerin yatırımcılar açısından belirsiz kabul edilmesi de yakın gelecekte elde edilen kâr paylarının daha düşük oranda iskonto edileceğini sonraki dönemlerde ise daha yüksek bir iskonto oranının kullanılacağını göstermektedir.

2 yıl içinde 1 TL kâr payı ödeyen hisse senedinin 10 yıl içinde 2 TL kâr payı ödeyeceği bekleniyorsa ve beklenen getiri %15 olarak belirlenmişse, 1 TL'lik kâr payının bugünkü değerinin, 2 TL'lik kâr payının bugünkü değerinden yüksek olduğu görülebilir.¹⁹

$$1 \text{ TL'lik kâr payının bugünkü değeri: } \frac{1}{(1+0.15)^2} = 75.6 \text{ krş}$$

$$2 \text{ TL'lik kâr payının bugünkü değeri: } \frac{2}{(1+0.15)^{10}} = 49.4 \text{ krş}$$

$$75.6 > 49.4$$

Gelecek dönemlerdeki büyüme oranı 0'dan büyük olursa ve kar payı dağıtımı her yıl artan şekilde yapılırsa yukarıda belirtilen formül

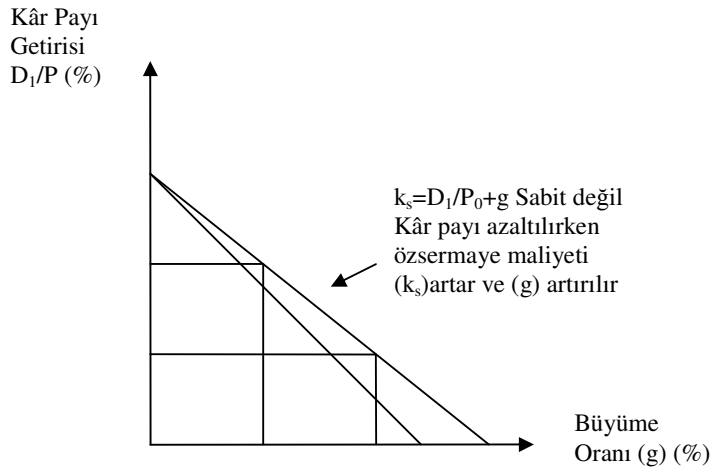
$P_0 = \sum_{i=1}^n \frac{D_i}{(1+r)^i} + g$ şeklinde ifade edilmektedir. Formülde, g işletmenin büyüme oranını temsil etmektedir.²⁰

¹⁹ Arnold (2005), a.g.e, s. 1020.

²⁰ Sevil,a.g.e, ss.145-146.

Kâr payı ilişkisi yaklaşımına göre kâr payı dağıtım oranındaki artış özsermayenin getirisinde (sermaye maliyetinin) azalışa neden olur. Bunun en önemli nedeni, alıkonan kârlar sonucu elde edilmesi beklenen sermaye kazançlarının, kâr paylarına göre daha belirsiz olmasıdır. Dolayısıyla, kâr payı geliri, sermaye kazancına göre daha az riskli kabul edilmektedir. Diğer koşullar sabitken, belirsizliği ortadan kaldırdığı sürece, kâr payı ödeyen hisse senetlerinin fiyatı, yatırımcıların gösterdiği talep nedeni ile yükselmektedir. Yatırımcıların tabi olduğu vergi oranları da kâr payı tercihini etkilemektedir. Sermaye kazançları ve kâr paylarının farklı vergi oranlarına sahip olması, bu tercihi doğuran en önemli nedenlerden biridir.²¹

Şekil 18: Kâr Payı İlişkisi Yaklaşımında Kâr Payı Getirisi, Büyüme ve Özsermaye Maliyeti İlişkisi



Kaynak: Türko, a.g.e, s. 524

Kâr paylarının büyüme ile elde edilmesi beklenen sermaye kazancına göre daha avantajlı bir yatırım seçeneği olduğu görülmektedir. Bunun en önemli nedeni, kâr paylarının yatırımcılar açısından eldeki bir fırsat olarak görülmesidir. Bu yaklaşım çerçevesinde, kâr paylarında %1 oranında bir azalma gerçekleşirse, dengenin sağlanması için ek

²¹ Brigham ve Ehrhardt, a.g.e, s.616; Van Horne ve Wachowicz, JR, a.g.e, s. 472.

büyümenin %1'den daha büyük bir oranda gerçekleşmesi gerekmektedir. Elde edilen kârın tamamı kâr payı olarak dağıtılsa özsermaye maliyeti (beklenen verim oranı) %15 olarak gerçekleşmektedir. Kâr payı ödemelerindeki azalış da özsermaye maliyetinin yükselmesine neden olmaktadır.²²

Kâr paylarının belirsiz sermaye kazancına tercih edilmesinin diğer nedenleri arasında ihraç maliyetleri, alım-satım maliyeti, hisse senetlerinin bölünebilirliği ve kurumsal sınırlamalar olarak sıralanabilir. Şirketin hisse senedi ihracı yolu ile finansman sağlaması, ihraç maliyetinin oluşmasını sağlar. Bu firmaların finansman için kârlarını dağıtmayarak bünyelerinde bırakmalarını gerektirir.

Ayrıca, kâr paylarının yetersizliği sonucu, pay senetleri gelir beklentisi ile satılabilir. Ancak, bu durumda yüksek oranda bir maliyet oluşacağı için, ilave kâr payı dağıtılması daha avantajlı olmaktadır. Bununla beraber, hisse senetlerinin bölünebilirliği, gelir beklentisi ile satışını daha zorlaştırmaktadır. Buna karşı, kâr payları yerine yeniden hisse senedi alınması, tekrar alım satım maliyetlerinin doğmasına neden olur.

Kurumsal sınırlamalar da, yatırım yapılacak hisse senedi sayısını etkileyerek kâr paylarının farklılaşmasını sağlar. Bu çerçevede, kâr payı ödeyen hisse senetlerine yatırım yapıldığı ve hisse senetlerinin alım-satım amaçlı kullanılmadığı görülmektedir.²³

Ancak, kâr payı ilişkisizliği yaklaşımında, yatırımcıların kâr payları ve sermaye kazançları elde etmelerinin bir önemi olmadığı vurgulanmıştır. Bu kapsamda, elde edilen kâr payları yeniden hisse senedi alımında kullanılabilir. Bununla birlikte, uzun dönemde serbest nakit akımı ile şirketin nakit akımlarının riski arasında yakın bir ilişkinin olduğu ifade edilmektedir. Buna ilaveten, bugün kâr payı dağıtımının artması, hisse senedinin temettüsüz satış fiyatının aynı anda düşmesine neden olmalıdır. Bu

²² **Türko**, a.g.e, s. 524.

²³ **Van Horne ve Wachowicz, JR**, a.g.e, ss. 473-474.

nedenle, kâr payındaki artış, gelecekteki nakit akımlarının riskini azaltarak firmanın değerinde bir artışa neden olmaz.²⁴

Genel olarak, kâr payı ilişkisi yaklaşımının, kâr payı dağıtım politikası ile hisse senedi değeri arasındaki ilişkiyi açıklamada yetersiz kaldığı düşünülmektedir. Rasyonel davranan yatırımcıların faaliyet gösterdiği tam ve mükemmel piyasa koşullarında da bu yaklaşımın geçerli olmadığı görülmektedir. Buna karşı, finansal piyasalar ile ilgili analizlerde kâr payı ilişkisi yaklaşımının yatırımcılar açısından önemi sıkça vurgulanmaktadır.²⁵

2.3. Vergi Tercihi Teorisi

Vergi tercihi yaklaşımı, sermaye kazançlarının kâr paylarına göre daha düşük vergi oranına sahip olduğu zaman daha çok tercih edileceğini açıklamaktadır. Bu tercihi geçerli kılan bir diğer unsur da sermaye kazancının hisse senetlerinin satışından sonra vergilendirilmesi ile ortaya çıkan paranın zaman değeri avantajıdır.²⁶

Sermaye kazançlarının vergi avantajı aşağıdaki örnek yardımı ile açıklanabilir:

%40 vergi diliminde bulunan bir yatırımcı tarafından satın alınan iki hisse senedinden A %10 sermaye kazancı, %5 temettü getirisine sahipken, B %5 sermaye kazancı ve %10 temettü getirisi sağlamaktadır. Piyasa fiyatları 10 TL olan hisse senetlerinin risklerinin aynı ve büyüme oranlarının sabit olduğu biliniyorsa, 1 yıl boyunca elde tutulan hisse senetlerinin vergi sonrası getirileri aşağıdaki gibi ifade edilebilir:²⁷

²⁴ **Brigham ve Ehrhardt**, a.g.e, s.616; Kâr payı ilişkisi ve kâr payı ilişkisizliği yaklaşımı için ayrıca bkz. **H. Kent Baker**. Dividend Policy Issues in Regulated and Unregulated Firms: A Managerial Perspective. Managerial Finance. Vol 25. No 6. 1999, ss.2-3.

²⁵ **Dong, Robinson ve Veld**, a.g.e, s. 125; Ayrıca bkz ve karşı. **Robinson**,a.g.e, s. 5.

²⁶ **Güven Sayılğan**. Soru ve Yanıtlarla İşletme Finansmanı. Ankara: Turhan Kitabevi. 2003, s. 248

²⁷ Uygulamada uzun dönemli sermaye kazançları için %28 oranında vergi uygulandığı varsayılmaktadır.

Tablo 10: Kâr Payları ve Sermaye Kazançlarının Farklı Oranda Vergilendirilmesinin Hisse Senedi Getirileri Üzerindeki Etkileri

	A Hisse Senedi	A Hisse Senedinin Vergi Sonrası Getirisi	B Hisse Senedi	B Hisse Senedinin Vergi Sonrası Getirisi
Temettü Getirisi	%5	$\%5 - (\%5 \times \%40) = \%3$	%10	$\%10 - (\%10 \times \%40) = \%6$
Sermaye Kazancı	%10	$\%10 - (\%10 \times \%28) = \%7.2$	%5	$\%5 - (\%5 \times \%28) = \%3.6$
Vergi Oranı				
Toplam Getiri	%15	%10.2	%15	%9.6

Kaynak: Eugene F. Brigham ve Louis C. Gapenski. Financial Management: Theory and Practice. Orlando: The Dryden Press. 1994, s. 613.

Örnekten anlaşıldığı gibi büyüme potansiyeli bulunan hisse senedi vergi sonrası getiri açısından daha avantajlıdır. Buna ilaveten, elde tutma dönemindeki artışın vergi sonrası getiriler arasındaki farkın daha da açılmasına neden olacağı belirtilmektedir.²⁸

Sermaye kazançlarının, kâr paylarına oranla daha uygun bir şekilde vergilendirilmesinin nedenleri, paranın zaman değeri kavramından hareketle gelecekte ödenecek verginin düşük efektif maliyetinin olması ve hisse senetlerinin uzun vadeli bir yatırım aracı olarak kullanılmasının vergilendirmeye neden olmaması olarak sıralanabilir. Bu sebeple, hisse senedi yatırımcıları açısından kâr paylarının alıkonması oldukça önem taşımaktadır.²⁹

²⁸ Brigham ve Gapenski, a.g.e, ss. 612-613.

²⁹ Brigham ve Ehrhardt, a.g.e, s.617.

Tablo 11: Vergi Tercihi Yaklaşımında Özsermaye Maliyeti ve Hisse Senedi Fiyatındaki Değişim

Kâr payı dağıtımı (%)	Alınan kârlar (%)	Hisse başı kâr	Büyüme oranı (%)	P ₀ (Hisse senedi fiyatı)	D/P ₀ (Kâr payı geliri) %	k _S (Özsermaye maliyeti)(%)
0	100	0.00	15	30	0.0	15.0
50	50	2.25	7.5	25	9.0	16.5
100	0	4.50	0.00	20	22.5	22.5

Kaynak: Brigham, Eugene F. ve Joel F. Houston. Fundamentals of Financial Management. 10 th Ed. Thomson Publishing: USA. 2004. Appendix 14a, s. 2

Vergi tercihi yaklaşımında, kârları alıkoyan ve düşük vergilendirilmiş sermaye kazancı şeklinde getiri sağlayan şirketler tercih edildiğinden, kâr payı dağıtım rasyosunun artması, hisse senedi fiyatında azalışa neden olurken, özsermaye maliyetinde de yükselişi beraberinde getirmektedir.³⁰

Vergiyi temel alan yaklaşımlar, kâr payı ödeyen hisse senetlerinin yüksek beklenen getiriye sahip olması gerektiğini belirtir. Kâr paylarının vergiye tabi olması, hisse senedinin vergi öncesi getirisinin artırılması için brüt kazancın önemini artırmaktadır.

Vergilerin kâr payı ödemelerini etkilemesi ile ilgili olarak finans literatüründe iki tür yaklaşım bulunmaktadır. İlk yaklaşım, finansal varlık fiyatlama modelinin farklı bir çeşidini temel alır. Bu yaklaşımda, yüksek kâr payı dağıtan hisse senetleri ile düşük kâr payı dağıtan hisse senetleri karşılaştırılır. Ayrıca, yüksek kâr payı dağıtan hisse senetlerinin yüksek vergi öncesi getiriye sahip olup olmadıkları konusu incelenir. Bunun nedeni, nakit kâr payı gelirinin yüksek efektif vergiye tabi olmasıdır. Bu yaklaşım temel alınarak yapılan çalışmalar belirli bir sonuca ulaşamamıştır. Bununla beraber, ampirik çalışmaların varlığına rağmen, nakit kâr payı ödemelerinin hisse senetlerinin vergi öncesi beklenen getirisinde artışa neden olduğu halde yöneticilerin tercihlerinin bu yönde oluşması konusunda da yeterli sonuç elde edilememiştir. Bu

³⁰ Brigham ve Houston, a.g.e, ss. 1, 3.

çerçevede, kâr paylarının dağıtılmaması, hisse senetlerinin fiyatlarının yükselmesini ve öz sermaye maliyetinin azalmasını sağlar.³¹

İkinci yaklaşım, hisse senedi fiyatının temettüsüz işlem tarihindeki değişimini konu almaktadır. Temettüsüz işlem tarihinden önce alınan hisse senetleri, sahibine sonraki dönemde ödenecek kâr payını almayı sağlar. Hisse senetlerinin temettüsüz işlem tarihinden sonra alınması durumunda, hisse senedinin önceki sahibi kâr payını almaktadır. Buna paralel olarak, hisse senetlerinin temettüsüz işlem tarihine yakın bir zamanda satılması durumunda vergilendirme problemi ortaya çıkmaktadır. Bunun nedeni, temettüsüz işlem tarihinden önce satılacak hisse senedinin kâr payı ile birlikte sermaye kazancı sağlarken, bu tarihten sonra satılacak hisse senedinin fiyatının düşmesi ile nakit kâr payı getirisi sağlamasıdır. Hisse senedi fiyatında, kâr payı ödemesi kadar düşüş olduğu takdirde, hisse senedi temettüsüz işlem tarihinden önce satılmaktadır. Böylece, sermaye kazancı elde edilirken, vergi öncesi getiri de artırılmış olmaktadır. Kâr payı veya sermaye kazancı tercihi, temettüsüz işlem tarihinde, hisse senedinin fiyatının, kâr payı ödemesinden daha az düşmesi durumunda önemini kaybetmektedir. Dolayısıyla, yatırımcıların kâr payından elde ettikleri yüksek vergi öncesi getiri, kâr paylarının vergilemeden doğan olumsuz etkisini dengeleyen bir unsur olarak ön plana çıkmaktadır. Temettüsüz işlem gününde, hisse senedi fiyatlarındaki düşüşün kâr payı miktarından az olması, kâr payı değerlemesinde verginin etkili olduğunu göstermektedir.³²

Vergi etkisi hipotezi, işletmelerin hisse senetlerinin temettüsüz satış gününde marjinal hissedarlara uygulanan vergi oranlarından etkilendiğini belirtmektedir. Bu çerçevede, hisse senetlerinin temettüsüz işlem tarihinden önce veya sonra satılması önemli bir örnek oluşturmaktadır. Hisse senetlerinin satılması konusunda belirli bir yatırımcı tercihinin olmaması, yatırımcıların her iki durumda da aynı getiriyi sağlamaları ile mümkün olmaktadır. Bu kapsamda, hissedarların getirisi aşağıdaki değişkenler yardımıyla denklem haline getirilmiştir.³³

³¹ Megginson ve Smart, a.g.e, s. 553.

³² Megginson ve Smart, a.g.e, s. 553.

³³ Augusto Castillo ve Keith Jakob. The Chilean Ex-Dividend Day. Global Finance Journal. Vol. 17. 2006, s. 108-109.

P_b = Hisse senedinin temettüsüz işlem gününden önceki fiyatı

P_a = Hisse senedinin temettüsüz işlem günündeki fiyatı

P_c = Hisse senedinin satın alındığı fiyat.

T_o = Nominal gelir üzerindeki vergi oranı

T_c = Sermaye kazançları üzerinden alınan vergi oranı

D = Kâr payı tutarı

$P_b - T_c(P_b - P_c) = P_a - T_c(P_a - P_c) + D(1 - T_o)$

Denklem sadeleştirilirse,

$$\frac{P_b - P_a}{D} = \frac{1 - T_o}{1 - T_c} \text{ elde edilir.}$$

Fiyat düşüşünün kâr payına oranı olarak tanımlanan $(P_b - P_a)/D$, hissedarların marjinal vergi oranlarının önemli bir göstergesidir. Buna göre, vergi oranları, fiyat düşüşünün kâr payına oranlanması ile açıklanmaktadır.³⁴

Vergiye temel alan yaklaşımlar, yatırımcıların, kâr paylarının vergi oranlarına göre gruplar oluşturacağını belirtmektedir. Bu gruplandırmanın sadece portföy oluşumlarındaki nominal değişikliklerden meydana geldiği de ileri sürülmektedir. Kâr paylarının nakit olarak ödenmesi ertelenmiş kâr payı maliyetinin bir ürünü olarak kabul edilmektedir. Bu kapsamda, farklı vergi oranlarına sahip yatırımcıların yatırım ve kâr payı dağıtım politikası yönünden firma tercihlerinde farklılıklar gözlemlenmektedir.

Arbitraj imkânlarının varlığı, sermaye piyasalarının mükemmel olması durumunda göreceli vergi oranlarının önemini etkisiz hale getirir. Düşük veya hiç vergi ödemeyen yatırımcıların tercihi yüksek kâr payı ödeyen firmalar olurken, yüksek marjinal vergi ödeyen yatırımcıların tercihi de düşük kâr payı ödeyen firmalar olmaktadır. Bu kapsamda, her iki farklı gruptaki yatırımcılar arbitraj imkânlarını kullanarak vergi sonrası getirilerini eşit yapana kadar yatırım yaptıkları hisse senetlerinin fiyatlarının yükselmesini sağlar. Dolayısıyla, şirketlerin tercih ettiği kâr dağıtım politikası hisse senetleri için fiyat avantajı sağlamamaktadır. Böylece, yatırımcıların tercihleri

³⁴ Castillo ve Jakob, a.g.e, ss. 108-109.

nedeniyle farklı gruplara ayrılması, kâr payı dağıtım politikasının hisse senedi fiyatı üzerindeki etkisini azalttığı ileri sürülmektedir.³⁵

Vergi ilişkisizliği yaklaşımında marjinal vergi dilimleri, yatırımcıların elde etmeyi umdukları getiriyi etkilemektedir. Kâr payı geliri ve sermaye kazançlarının vergi uygulamalarının farklılığı durumunda, alıkonan kârları kullanmanın maliyetinin yatırımcıların marjinal vergi diliminden etkilendiği belirtilmektedir. Buna ilaveten, yatırımcıların yüksek miktarda gelir vergisi ödemeleri durumunda, düşük kâr payı dağıtım oranlarının tercih edildiği belirtilmektedir. Kâr payı dağıtım politikası ile yatırımcıların vergi dilimi arasındaki ilişki nedeniyle, yatırımcılar kendi vergi durumuna uygun şirketleri tercih etmektedirler.³⁶

Türk Vergi Sistemi'nde 1980 yılından önce, dağıtılan kârların yüksek oranda vergiye tabi olması ve kâr paylarının yıllık beyannameye gösterilmesi gibi nedenlerle kârların alıkondduğu gözlemlenmektedir.

1993 yılı sonunda, belirli sınırı aşan menkul sermaye iradı sahiplerinin yıllık beyanname vermeleri benimsenmiştir. Mevcut vergi yasaları, türüne bakılmaksızın hisse senetlerinin kâr paylarını menkul sermaye iradı olarak kabul etmekte ve vergiye tutmaktadır. Bu çerçevede, hisse senetleri ve yatırım fonu katılma belgeleri vergiye tabi yatırım araçlarıdır.³⁷

Türkiye ve diğer gelişmiş ülkelerde, gelir temel alınarak hesaplanan vergiler, yıllık net gelirin beyanı sırasında alınır. Ancak, çeşitli mükellef ve gelirler kapsamında toplanan vergilerin, kaynakta kesinti yoluyla elde edildiği belirtilebilir. Finansal araçlar ile ilgili gelirlerin vergilemesi de beyan esasına göre yapılmaktadır. Fakat Gelir Vergisi Kanunu'na 31.12.2004'de dâhil edildikten 2 yıl sonra yürürlüğe giren geçici 67.

³⁵ **Van Horne ve Wachowicz**, a.g.e, ss.472-473, Kar payları ile vergi oranları arasındaki ilişki için ayrıca bkz.**Keith J. Jakob ve Tangshu Ma**. Are Ex-Day Dividend Clientele Effects Dead? Dividend Yield versus Dividend Size. Journal of Empirical Finance. 2006, ss.1-4.

³⁶ **Pike ve Neale**, a.g.e, s. 645.

³⁷ **Erkan Aydın**. Menkul Kıymet Gelirlerinin Vergilemesi. <http://www.imkb.gov.tr/yayinlar/spkilavuzu.htm>, 2007, s. 157

maddeye göre, finansal araçların bir kısmının gelirlerinin ve mükelleflerin bir bölümünün vergilendirilmesinde stopaj yöntemi ve bununla ilgili %0, %10 ve %15 şeklinde üç farklı oran belirlenmiştir. Geçici 67. maddenin 31.12.2015'e kadar yürürlükte olması ve kapsamı dışındaki durumlarda Gelir Vergisi Kanunu ve Kurumlar Vergisi Kanunu hükümlerinin uygulanması, Türkiye'de gelirden hesaplanan vergilerde, yıllık net kazancın beyan esasının dikkate alındığının en önemli göstergesi olarak değerlendirilmektedir.³⁸

Gelir vergisi kanunu'nun 22/2 maddesi, gerçek kişilerin bireysel amaçla elde ettikleri kâr paylarının yarısını gelir vergisinin istisna konularına dâhil etmiştir. Böylece, kâr paylarının vergi alacağı yöntemi ile vergilendirilmesine son verilerek kâr paylarına kısmi istisna tanınmıştır. Dolayısıyla, yatırımcıların kâr paylarının yarısını doğrudan istisna çerçevesinde indirmeleri söz konusu olmaktadır.³⁹

Gelir vergisi kanunu m. 86/1-c istisna tutarına dâhil olmayan miktarın beyan sınırından fazla olması halinde bu tutarın beyanını zorunlu tutmaktadır. Bununla ilgili sınır, gelir vergisi kanununun 103. maddesindeki gelir vergisi tarifesinin ikinci dilimi olarak belirtilmiştir. 2005 yılında söz konusu tutar 15000 YTL olarak tespit edilmiştir. Diğer bir ifade ile yatırımcıların hisse senetlerinin kâr paylarının yarısını istisna kapsamında çıkarmaları ile elde ettikleri tutar 15000 YTL' yi aştığı takdirde, beyan zorunluluğu doğmaktadır.⁴⁰

Sermaye Piyasası Kanunu'nda değişiklik yapan 4487 sayılı Kanun da bu kanuna tabi şirketlerin üçer aylık hesap dönemleri sonunda elde ettikleri kârdan kar payı avansı dağıtabileceklerini ifade etmektedir. 4487 sayılı kanun kar payı avansı dağıtmanın şartlarını anonim şirketin ana sözleşmesinde hüküm bulunması, dağıtılacak kârın kanunlara ve esas sözleşmeye göre ayrılması zorunlu yedek akçeler ve vergi karşılıkları çıkarıldıktan sonraki miktarın yarısını geçmemesi ve temettü avansının önceki yıla ait

³⁸Türk Sermaye Piyasası Aracı Kuruluşları Birliği. İlgili Vergi Mevzuatı. 2007c http://www.tspakb.org.tr/docs/egitim_notlari/vergi_ileri.pdf, s. 7

³⁹İbrahim Pınar. Tüm Vergi Kanunları. Ankara: Seçkin Yayıncılık.2007,s. 29.

⁴⁰Ernst and Young (2006), a.g.e, ss.28, 38.

bilânço kârını geçmemesi olarak sıralamıştır. Vergilendirme kapsamında bakıldığında, temettü avansının kâr payları ile aynı şekilde vergilendirildiği görülmektedir.⁴¹

Gelir vergisi kanunu'nun 94. maddesinin 6b numaralı bendi kârın sermayeye eklenmesini kâr dağıtımını olarak kabul etmemektedir. Bu nedenle, kârın dağıtılmayıp sermayeye dâhil edilmesiyle doğan sermaye artışı bedelsiz hisse senedi verilmesini kolaylaştırmaktadır. Bedelsiz hisse senetlerinden elde edilen kâr paylarının beyan zorunluluğu bulunmamaktadır.

Yatırımcıların hisse senetlerinden sağladıkları kâr payları enflasyondan arındırılmamaktadır. Buna karşılık, yatırım ortaklığı hisse senetlerinin kâr paylarında böyle bir dezavantaj bulunmamaktadır. Bu çerçevede, yatırımcılar, yatırım ortaklığı hisse senetlerinin kâr paylarının yarısını gelir vergisi kanununun 22. maddesine göre düşmektedir. Kalan miktara da indirim oranını uygulayarak enflasyonun etkisini ortadan kaldırmaktadırlar. Enflasyon arındırmasından sonraki tutarın beyan sınırından büyük olması durumunda yatırımcılar beyanname vermektedirler.⁴²

Gelir vergisi kanununun mükerrer 80. maddesi, hisse senetlerinin alım satımından elde edilen kazançların söz konusu maddede açıklanan bazı istisnaları dışında değer artış kazancı olarak belli koşullarla beyana ve vergiye tabi olacağını belirtmektedir. Bu çerçevede, hisse senetlerinin alınıp satılması ile sağlanan kazançlar diğer kazanç ve iratlar kapsamında vergiye konu olmaktadır. Gelir vergisi kanunu'nun mükerrer 80. maddesinde beyan edilmesi gerekli kazançların 2005 yılı için 13000 TL'lik kısmı istisna kapsamında kabul edilmektedir. Bu nedenle, İstanbul Menkul Kıymetler Borsası'na kote edilmiş ve edinme tarihinden itibaren 3 ay veya daha kısa süre geçmiş hisse senetlerinin alınıp satılması ile elde edilen safi kazançlar 13000 YTL' yi geçerse, fazla kısım beyana konu olmaktadır.⁴³

2006 yılı başında geçerli 5281 sayılı kanunla değiştirilen vergileme düzeni, hisse senetlerinin kâr paylarını dikkate almamaktadır. Bu çerçevede, gerçek kişilerin 2006

⁴¹ Anbar, a.g.e, s. 220.

⁴² Aydın (2007),a.g.e, s. 158.

⁴³ Ernst and Young (2006), a.g.e, s. 30.

yılında sağlayacakları kâr paylarından %10 gelir vergisi kesintisi yapılacağı belirtilmektedir. Gelir vergisi kanunu'nun 86. maddesine göre, 2006 yılı için bu kâr paylarının yarısının gelir vergisi açısından istisna konusu olmayı sürdüreceği ifade edilmektedir. Kâr paylarının diğer yarısı ve vergi kesintisi yapılmış diğer menkul ve gayrimenkul sermaye iratları 2006 yılının beyan sınırından fazla olduğu takdirde, yatırımcıların gelecek yılın Mart ayında yıllık gelir vergisi beyannamesi vereceği ve kâr payı dağıtımındaki kesintinin tamamının beyannameye göre hesaplanan gelir vergisinden ödeneceği vurgulanmaktadır.⁴⁴

Gelir vergisi kanunu'nun geçici 67. maddesi, gerçek kişilerin 01.01.2006 tarihinden sonra İstanbul Menkul Kıymetler Borsası'nda kote edilmiş hisse senetlerini 1 yıl ve daha az süre ile almaları ve diğer hisse senetlerini satmaları sonucu elde ettikleri kazançlara %15 oranında kesinti uygulanacağını ifade etmektedir. Gerçek kişilerin bir yıldan fazla süreyle sahip oldukları hisse senetlerini satmaları durumunda, her hangi bir kesinti söz konusu olmamakta ve mükerrer 80. madde kapsamı dışında kalmaktadır. Tam ve dar mükellef gerçek kişiler ve dar mükellef kurumlar bu kazançları için yıllık veya münferit beyanname vermemektedirler.⁴⁵

Sermaye piyasalarının oluşturulması ve geliştirilmesi ekonomide tasarrufların iyi bir biçimde değerlendirilmesini sağlamaktadır. Bu kapsamda, sermaye piyasalarının işleyişi ile ilgili olumsuz düzenlemeler ve gelişmeler önemli bir dezavantaj oluşturmaktadır. Dolayısıyla, sermaye piyasası ile ilgili işlemlerin vergilemesinde, uluslar arası düzenlemelerin referans alınması gerektiği belirtilebilir. Bu noktadan hareketle, sermaye piyasası gelişiminin vergi istikrarı ve vergi düzenlemelerinin standartlaştırılması ile yakından ilişkili olduğu ifade edilebilir.

1982 yılında oluşturulmaya başlanan Türk Sermaye Piyasası günümüze kadar farklı arz ve talep yönlü vergi teşviklerine sahne olmuştur. Arz yönlü vergi teşvikleri, halka açık şirketlerin desteklenmesine ve sermaye piyasasından alınabilen finansal araçların niteliğinin ve sayısının artırılmasına yardımcı olmuştur. Talep yönlü vergi teşvikleri,

⁴⁴ Ernst and Young (2006), a.g.e, s. 29 ; Anbar, a.g.e, s. 221.

⁴⁵ Ernst and Young (2006), a.g.e, s. 30

yatırımcıları ilgilendiren vergi kolaylıklarını içermektedir. Sermaye piyasasının gelişim sürecinin ilk yılları ve halka arzların yavaş seyrettiği dönemler, arz yönlü vergisel teşviklerin ön plana çıkmasına yardımcı olmuştur. Tasarrufların sermaye piyasası araçları ile ekonomik gelişmeyi desteklemesini sağlayan vergisel düzenlemeler ile birlikte yatırım fonları ve yatırım ortaklıklarından oluşan kolektif yatırım araçları, küçük tasarruf sahiplerinin korunmasında etkinliği arttırmıştır. Sermaye piyasasının gelişim sürecinde, vergi politikaları da kurumsal portföy yatırımlarını Türk Sermaye Piyasası'na çekmeye ve piyasaların rekabet gücünü artırmaya yönelik olarak düzenlenmiştir.

Fakat 01.01.2006'da yürürlüğe giren geçici 67.madde farklı finansal araçlardaki vergi yükünü kaldırarak tüm finansal araçların vergi yükünün dengelenmesini ve kolektif yatırım araçlarını desteklemeyi amaçlayan politikaların bırakılmasını sağlamıştır. Bu nedenle, sermaye piyasalarını ilgilendiren vergi politikalarının farklı bir bakış açısıyla şekillendirilmeye başlandığı ifade edilebilir.⁴⁶

2.4. Temsil Maliyeti Yaklaşımı

Modern işletmelerin analiz edilmesinde, yöneticiler ve hâkim hissedarlardan oluşan şirket içindekiler ve yatırımcılardan oluşan şirket dışındakilerin çıkarlarının uyuşmaması önemli bir konu olarak ön plana çıkmaktadır. Bu kapsamda, varlıklar, şirket dışındakilerin çıkarları aleyhine kullanılabilir. Bu duruma örnek olarak, varlıkların yöneticilere aktarılması, yöneticilerin hisselerinin artırılarak yatırımcıların gelirlerinin azaltılması, yüksek maaş ödemelerinin yapılması ve holdinglere yapılan varlık aktarımları sayılabilir.⁴⁷

Temsil maliyeti, “fon sahiplerinden kaynak sağlayan işletme sahipleri ve yöneticilerin bu fonları sahiplerinin çıkarlarına aykırı şekilde kullanmalarından oluşan riskle ilgili

⁴⁶ Türk Sermaye Piyasası Aracı Kuruluşları Birliği (2007c), a.g.e, s. 8.

⁴⁷ La Porta, Rafael, Lopez-De-Silanes, Florencio, Shleifer, Andrei ve Robert W. Vishny. Agency Problems and Dividend Policies Around the World. Journal of Finance. Vol. 15, No. 1. 2000, s. 3

maliyetler”⁴⁸ olarak tanımlanır. Temsil maliyetlerini doğuran nedenler, asimetrik bilginin varlığı, yüksek riski ve getirisi olan projelerin uygulanması, pozitif net bugünkü değerli projelerin dikkate alınmaması, ihtiyatlı yöneticilerin öngördüğü miktardan daha fazla harcama yapılması olarak sıralanır.⁴⁹

Bu maliyetin en önemli örneğini, şirketin hisse senedinin değerini maksimum yapmak için katlanılan maliyetler oluşturur. Bu çerçevede, temsil maliyeti yaklaşımına göre, şirketin kâr payı dağıtım politikasını, hissedarları, yönetimi ve borç verenleri etkilemektedir. Dolayısıyla, yönetim ve hissedarların çıkarları uyuşmazsa, kâr payı dağıtım politikası etkilenmektedir. Bu çıkar uyuşmazlığını doğuran nedenler, hissedarların beklentilerini karşılamayan harcamalar ve genişleme stratejileridir. Bu problemin giderilmesi, şirket yönetiminin kontrolündeki nakit miktarının azaltılması ile mümkün olmaktadır. Bu kapsamda hissedarlara yapılan kâr payı ödemeleri artırılarak işletme bünyelerindeki nakit miktarı azaltılır.⁵⁰

İkinci olarak, kâr payı dağıtım politikası, hissedarların ve borç verenlerin çıkarlarının çatışmasına neden olur. Bunun en önemli nedeni borç verenlerin getirisinin, aşırı ve beklenmeyen kâr payı ödemelerinden etkilenmesidir. Bu nedenle, yatırımların azaltılarak, kâr paylarının artırılması veya borçlanarak taahhüt edilen kâr paylarının finanse edilmesi, borçların piyasa değerini olumsuz etkilerken, öz sermayenin pazar değerini olumlu etkilemektedir. Dolayısıyla, işletmeye borç veren kişi ve gruplar açısından kâr payı ödemelerinin sınırlandırılması büyük önem taşımaktadır.⁵¹

Üçüncü olarak, kâr payı dağıtım politikası, sermaye piyasası aracılığı ile kontrol mekanizması oluşturarak temsil maliyetlerinin azaltılmasını sağlar. Firmaların yüksek miktarda kâr payı ödemesi, gerekli yatırımlar için sermaye piyasalarından finansman kaynaklarına başvurulmasına neden olur. Bu sayede, sermaye piyasasının etkin kontrol araçları kullanılarak verimli olmayan yatırımlar ve gereksiz harcamalar önlenirken, temsil

⁴⁸ **Anthony Saunders ve Marcia Millon Cornett.** Financial Institutions Management: A Risk Management Approach. 5th Edition. New York: McGraw Hill International Edition. 2006, p.6.

⁴⁹ **Frankfurter, Wood ve Wansley,** a.g.e, s.100.

⁵⁰ **Allen ve Michaely,** a.g.e, s.62-65

⁵¹ **Allen ve Michaely,** a.g.e, s. 65; Ayrıca bkz ve karşı. **Frankfurter, Wood ve Wansley,** a.g.e, s. 101; **Ross, Stephen A., Westerfield, Randolph W. ve Jeffrey Jaffe.** Corporate Finance: New York: McGraw Hill. 2005, s. 519

maliyetleri de azaltılmış olmaktadır. Sermaye piyasasına alternatif olarak kurumsal yatırımcıların da kontrol görevini üstlendiği görülmektedir. Bu kapsamda, şirketlerin kâr paylarını arttırdığı oranda ek finansman bulmaları için sermaye piyasalarını kullanmaları, kurumsal yatırımcıların kontrol görevinin önemli bir göstergesi olarak değerlendirilmektedir.⁵²

Temsil maliyeti yaklaşımı, kâr payları yerine hisse senetlerinin geri toplanmasının da yönetim, hissedarlar ve borç verenler arasında uyumsuzluğa neden olacağını göstermektedir. Bunun en önemli göstergesi, hisse senetlerinin geri toplanmasının borç verenlerin ve savurgan yöneticilerin ihtiyaç duyacağı nakit miktarını azaltmasıdır.⁵³ Dolayısıyla, kâr paylarına ilave olarak hisse senetlerinin geri toplanmasının da yönetim, hissedarlar ve borç verenler arasındaki ilişkiyi düzenleyeceği belirtilmektedir.

Birçok akademik çalışmada, yüksek büyüme potansiyeli olan firmalar ile riski ve kaldıraç oranı yüksek firmalarda kâr payı dağıtımı düşük oranda gerçekleşirken; yüksek oranda hissedara sahip firmalarda kâr payı dağıtımının yaygın olduğu gözlemlenmiştir. Dolayısıyla, kâr payı dağıtım politikası ile temsil maliyetlerinin kontrolünün mümkün olabileceği belirtilmektedir.⁵⁴

Kâr paylarının şirket yönetimi ve yatırımcılar arasındaki ilişkinin düzenlenmesinde üstlendiği role ilişkin iki farklı görüş bulunmaktadır. İlk görüşe göre, kâr payları, hissedarların yasal olarak korunmasını sağlayan etkin bir sisteme bağlı olarak doğmaktadır. Bu etkin sistemde, azınlık hissesine sahip yatırımcılar, işletme kaynaklarının uygun biçimde kullanılmasına yardımcı olmaktadır. Azınlık hissesine sahip yatırımcıların bu konu ile ilgili yöntemleri, uygun kâr payı dağıtım politikasına sahip yöneticilerin seçilmesi, hisselerin kâr payı ödemeyen şirketleri satın alabilecek farklı hissedarlara satılması ve şirketlerin cezalandırılması olarak sıralanmaktadır. Ayrıca, yatırımcıların etkin bir şekilde korunması, varlık çeşitlendirmesinin riskini artırırken, kâr paylarının daha fazla tercih edilmesine neden olmaktadır.

⁵² **Helen Short, Zhang Hao ve Kevin Keasey.** The link between dividend policy and institutional ownership. *Journal of Corporate Finance* 8 (2002), s. 108.

⁵³ **Ross, Westerfield ve Jaffe (2005)**, a.g.e, s. 519.

⁵⁴ **Frankfurter, Wood ve Wansley**, a.g.e, s.101.

Bu kapsamda, ülkeler arası yapılan değerlendirmelerde, yatırımcıların korunma şekillerinin farklılaşmasının, kâr payı dağıtımını etkilediği tartışma konusu olarak ön plana çıkmaktadır. İleri sürülen ilk varsayım, yatırımcıların korunmasının kalitesi arttıkça, kâr payı dağıtımının artacağı şeklindedir. Yatırımcıların iyi korunduğu ülkelerde farklı yatırım ve büyüme imkânlarına sahip firmalar ele alındığında, imkânları daha iyi olan firmaların yatırımcılarının tercihinin düşük kâr payı dağıtılması yönünde gerçekleştiği görülmektedir. Dolayısıyla, yatırımcıların iyi korunması yüksek hızda büyüyen firmaların daha az kâr payı dağıtımına neden olmaktadır. Buna karşılık, yatırımcıların iyi korunmaması, kâr payı dağıtımını ve büyüme arasındaki ilişkiyi ortadan kaldırarak yatırımcıların kâr paylarını az miktarda almalarını sağlar.⁵⁵

İkinci görüşe göre, kâr payları yasal korumanın alternatifi ve azınlıkta olan hissedarların tercihi olarak kabul edilmektedir. Bu çerçevede, hissedarların yasal güvence altında olmadığı ülkelerde kâr payı dağıtım rasyosunun yükselmesi gerekmektedir. Bunun nedeni, azınlık hissedarlarına kâr payı ödemesinin sağlayacağı saygınlık olarak ifade edilmektedir.⁵⁶

Özetle, temsil maliyetlerinin azalmasında, yönetim faaliyetlerinin izlenmesi ve şirketin değerini maksimum yapacak imkânların yönetime verilmesinin öneminin büyük olduğu vurgulanmaktadır. Temsil maliyetlerinin azaltılmasının, hissedar ve yönetici amaçlarının iyi tanımlanması veya yönetici faaliyetlerini denetleyebilen büyük blok hissedarların varlığı ile mümkün olabileceği belirtilmektedir.⁵⁷

⁵⁵ Ayrıntılı bilgi için bkz. **La Porta ve diğerleri**, a.g.e, ss. 5-6.

⁵⁶ **Franck Bancel, Nalinaksha Bhattacharyya ve Usha. R. Mittoo**. Cross-Country Determinants of Payout Policy: A Survey of European Firms. 2005, s. 7; Ayrıca bkz ve karşı. **Todd Mitton**. Corporate Governance and Dividend Policy in Emerging Markets. *Emerging Markets Review*. Vol.5, 2004, s.410.

⁵⁷ **Brealey, Myers ve Allen**, a.g.e, s. 305; Kontrol yapıları ile kâr payı dağıtım politikası arasındaki ilişkiyi araştıran çalışmaya göre, kuvvetli blok ortaklıklar (hissedarlar) veya bunların koalisyonunun, kurumsal kârlarla kar payı ödeme dinamikleri arasındaki ilişki açısından olumsuz bir gösterge olarak değerlendirildiği ve bu kapsamda, kâr payı ödemelerinin dengesizliğinin likidite ve yatırım politikalarında sorunları beraberinde getirebileceği ifade edilmiştir. Bkz. **Luc Renneboog ve Grzegorz Trojanowski**. Control Structures and Payout Policy. *Managerial Finance*. Vol. 33 No. 1, 2007, s. 43.

2.5. Serbest Nakit Akımı Hipotezi

Serbest nakit akımı hipotezine göre, kâr paylarının yüksek olması, firmalar açısından iyi bir göstergedir. Bunun nedeni, yöneticilerin serbest nakdi dağıtmak zorunda kalmaları ile verimsiz yatırım projelerinin tercih edilmesinin engellenmesidir. Bu çerçevede, kâr paylarının yüksek olacağının anlaşılması, yatırımcıların getirilerini ve firma değerini olumlu yönde etkilediği belirtilmektedir.⁵⁸

Serbest nakit akımının kullanımı ile ilgili sorun, yönetim ve hissedarların çıkar uyuşmazlığı olarak tanımlanan temsil probleminin doğal bir sonucudur. Nakit akımlarının yüksek, büyüme imkânlarının kısıtlı ve atıl nakit tutarının fazla olduğu şirketler, bu sorun ile daha sık karşılaşmaktadır. Bu durumda, hisse senedinin fiyatı olumsuz etkilenmektedir.

Bu durumun ortadan kaldırılması, şirketin piyasalara vereceği mesaj ile mümkün olmaktadır. Bu çerçevede, dağıtılan kâr paylarındaki artış veya hisse senetlerinin geri alımı, sermayenin hissedarlara geri dönmesini sağlayarak firmanın olumsuz imajını düzeltmektedir.⁵⁹

Serbest nakit akımının yöneticiler tarafından işletme amaçlarına uygun olmayan şekilde kullanımının engellenmesi için önerilen diğer yöntemler borçlanma derecesinin artırılması ve firma satın almalarıdır. Borçlanma derecesinin artırılması, faiz ve yeniden finansman giderlerinin artmasını sağlayarak öz sermayenin getirisini olumlu etkileyecektir. Bunun için yatırım ve büyüme politikalarının da göz önünde bulundurulması gerekmektedir. İkinci olarak, firma satın almaları nedeni ile doğacak finansman ihtiyacı, firmaların kâr payı dağıtımını engelleyerek, serbest nakit akımını korumaktadır. Ancak, firma satın almaları işletme açısından düşük getiriye sahip olursa, nakit akımlarının yanlış kullanımı söz konusu olabilmektedir. Satın alma seçeneğinin

⁵⁸ N. Bhattacharya. Dividend Policy: A Review. Managerial Finance. Vol.33.No.1.2007, s.10; Ayrıca bkz ve karşı. Julio ve Ikenberry, a.g.e, s. 89.

⁵⁹ Keisuke Nitta. Does Dividend Policy Enhance Shareholder Value? NLI Research. 2006, s. 5. ; Besley ve Brigham (2006), a.g.e, s. 544

tercih edilmesinde de şirketin bu konu ile ilgili politikalarının değerlendirilmesi gerektiği belirtilmektedir.⁶⁰

Yönetimsel temsil kavramı kapsamında, olgun ve düşük büyüme oranına sahip firmalarda daha sık rastlanan serbest nakit akımından doğan temsil maliyetlerinin, bağlayıcı özelliği bulunan borçlar tarafından kontrol edilebileceği vurgulanmaktadır. Bu çerçevede, serbest nakit akımı hipotezine göre, büyüme imkânları ile borçlanma oranlarının farklı yönde hareket etmesi kaldıraç oranlarının azalmasını sağlamaktadır. Bu görüşten hareketle, çok uluslu şirketlerin borçlanma oranlarının daha düşük olduğu belirtilmektedir. Büyüklük ve endüstriye ilişkin faktörlerin kontrolü ile çok uluslu şirketlerin temsil maliyetlerinin yükseldiği görülmüştür.⁶¹

2.6. İşaret Yaklaşımı ve Kâr Paylarının Bilgi Etkisi

Ülkeler arasındaki kurumsal, yasal ve sosyo-kültürel farklılıklar nedeni ile çok uluslu şirketlerin bilgi asimetrisine daha fazla açık oldukları düşünülmektedir. Buna ilaveten, küresel düzeyde faaliyet gösteren firmaların denetiminin sadece yerel faaliyeti olan firmalara göre kolay olmadığı vurgulanmaktadır. İşletmelerin, sermayelerinin maliyeti bu asimetri nedeniyle artabilmektedir. Ayrıca, uluslararası faaliyetlerinin şeffaf olmaması, borç sahipleri ile hissedarlar arasında çıkar çatışmasının daha fazla büyümesine yol açan kontrol maliyetleri ile yöneticiler ve hissedarlar arasında temsil maliyetlerinin oluşmasına neden olabilmektedir.⁶²

İşaret yaklaşımı modelleri, asimetrik bilginin varlığı durumunda, kâr payı dağıtım politikasının önemini vurgulayan modeller olarak adlandırılır. Bu modeller, kâr payı dağıtım politikası ve asimetrik bilgi arasındaki etkileşimi içeren çalışmaları da içermektedir. İlgili çalışmalarda uygulanan bir modele göre asimetrik bilgi, mevcut

⁶⁰ **Sophie Nivoix.** Dividend Pay-Outs and Leverage in Japanese Firms. *Asian Business & Management*. Vol 4. 2005, ss. 186-187.

⁶¹ **Manohar Singh ve Ali Nejadmalayeri.** Internationalization, Capital Structure and Cost of Capital: Evidence from French Corporations. *Journal of Multinational Financial Management*. Vol 14. 2004, s. 158.

⁶² **Singh ve Nejadmalayeri,** a.g.e, s. 156.

kârlar ve yatırımların düzeyinden etkilenmektedir. Kârların, zamanla varsayılan korelasyonu, yatırımcıların gelecekteki kârları anlamalarına neden olmaktadır. Buna ilaveten, yatırımların düzeyinin belirsizliği yüksek miktarda ödenmesini ve gelirlerin artacağına sinyalini göstermektedir. Modelle ilgili görüşlere göre, asimetrik bilginin artması, kâr paylarının yükselmesini gerektirir.⁶³

Bu yaklaşıma göre, kâr payı ilanları, firmaların gelecekteki beklentileri hakkında önemli bilgiler verir. Çünkü kâr paylarının artması veya azalması ile ilgili bilgiler, yöneticilerle yatırımcılar arasındaki asimetrik bilgiyi ortadan kaldırarak hisse senedi fiyatının analiz edilmesine yardımcı olurken, firmanın geleceği ve nakit akımları açısından olumlu/olumsuz işaretler olarak kabul edilmektedir.⁶⁴

Kâr payı ilişkisizliği yaklaşımına göre, kâr payı dağıtım politikası hisse senedi fiyatını etkilememektedir. Diğer bir ifade ile hisse senedinin değeri, gelecekteki nakit akımlarından ve büyüme imkânlarınca belirlenmektedir. Bu nedenle, kâr payındaki değişmelerin hisse senedi fiyatına olan etkileri kâr paylarının bilgi içeriği ile açıklanabileceği belirtilmiştir. Hisse senedinin fiyatının, kâr paylarının bilgi içeriği nedeni ile değişmesi aynı zamanda işletme yöneticileri ile yatırımcılar arasında farklı bilgilerin olduğunun bir göstergesidir. Tam rekabet piyasalarının geçerli olduğu durumlarda, hisse senedi fiyatlarının yalnızca kâr payı seviyelerindeki anormal değişmelerden ve kamuya yeni bilgilerin açıklanması ile etkilendiği vurgulanmaktadır.⁶⁵

Kâr payı dağıtım politikasının değişmesi yönündeki açıklamaların hisse senedi fiyatlarını etkilemesi normal kabul edilmektedir. Çünkü gelecek dönemlerdeki kârlar, öngörülme kârlar ile ilgili kâr payı bilgisinden anlaşılmaktadır. Bu kapsamda, hisse senedi fiyatlarının, firmaların gelecekteki beklentilerine göre şekillendiği ifade edilmektedir. Kâr payı dağıtım politikasının, yönetim yetkisinde olması ve pay sahiplerine maliyetli bir nakit çıkışı gerektirmesi, işletmenin beklentilerini yansıtmada

⁶³ **Sanjay Deshmukh**. Dividend Initiations and Asymmetric Information. The Financial Review 38 (2003), s. 356; Asimetrik bilgi ve sinyalleme(işaret) modeli için ayrıca bkz. **Bhattacharyya**, a.g.e,s. 6.

⁶⁴ **Baker**, a.g.e, s. 3; **Dave E Allen. ve Veronica S. Rachim**. Dividend policy and stock price volatility: Australian evidence. Applied Financial Economics, 1996, 6, s. 178; Ayrıca bkz ve karşı. **Foester ve Sapp**, a.g.e, s. 1319.

⁶⁵ **Frankfurter, Wood ve Wansley**, a.g.e, s.91-92.

yardımcı olur. Dolayısıyla, kâr paylarının işletme ile ilgili güvenilir bir işaret olması, yönetimin kâr paylarını azaltmasını engeller.

Başarılı firmalar, kâr payları yardımıyla piyasayı bilgilendirerek diğer firmalar ile aralarındaki farkları ortaya koymuş olurlar. Bu kapsamda, kâr payları güvenilir ve aynı zamanda maliyetli bir yöntem olarak ön plana çıkmaktadır. Gelecek dönemlerde, dışsal finansman ihtiyacı duyulmadan kâr payı dağıtılması, firmaların temel amaçlarından biridir. Bununla birlikte, hissedarların yalnız başarılı firmalar hakkında bilgi sahibi olabilmesi kâr paylarının yöntem olarak maliyetini arttırmaktadır. Diğer firmaların bu yöntemi kullanamaması, yatırımcıların eksik bilgilenebilmesine neden olarak yatırım kararlarını olumsuz etkiler. Aynı zamanda, sermaye piyasalarının tam ve mükemmel olmasını engellemektedir.⁶⁶

Kâr paylarının maliyetli bir yöntem olması konusunda da farklı görüşler bulunmaktadır. İlk görüşe göre, kâr paylarının nakit olarak ödenmesi, sürekli bir nakit akışını gerektirdiğinden maliyeti oldukça yüksektir. İkinci görüşe göre, hissedarlara yapılacak ödemeler için firmaların erteledikleri yatırımların maliyeti veya yatırım fırsatlarının yaratılması için katlanılan finansmanın ek maliyetinin daha önemli olduğu belirtilmektedir. Diğer bir görüşe göre ise, kâr payı ödemelerinin gelecek dönemki yeni kârlı projelere yeniden yatırım yapılmasını engelleyen bir ortam sunduğu ifade edilmektedir. Bununla beraber, kâr paylarının kesilmesi gelecekteki kârlı yatırımları olumlu etkileyerek firmaların yeni finansman kaynakları için ödeyecekleri maliyetleri engellemesine yardımcı olmaktadır.⁶⁷

Norveçli firmaların yöneticilerinin kar payı dağıtım politikası hakkındaki görüşlerini konu alan çalışmaya göre, sinyal yaklaşımı kar payı ödemelerini, vergi tercihi yaklaşımına kıyasla daha iyi açıklamaktadır. Ancak, yöneticilerin büyük bir çoğunluğu, kar payı ilanlarının hisse senedinin değerinin belirlenmesinde bilgi unsuru olarak kullanılması konusunda belirli bir görüşe sahip değildirler. Araştırma sonuçlarına göre,

⁶⁶ Brigham ve Gapenski, a.g.e, s. 618.

⁶⁷ Dhanani, a.g.e, s. 1631.

kar payı dağıtım politikasının şirketler düzeyinde sinyal mekanizması olarak muhtemel bir etkisinin olduğu görülmüştür.⁶⁸

Bu yaklaşıma göre dağıtılan ve gelecek dönemlerde dağıtılacak kâr payları hissedarlara ve yatırımcılara şirketin kârlılığı hakkında bilgi vermektedir. Bu nedenle, kâr dağıtım politikalarının hisse senedinin değerini etkileyebileceği belirtilmektedir. Kâr paylarının %5 artması beklenirken daha fazla artması, hisse senedinin değerini olumlu etkilemektedir. Buna karşı, %5 ten daha az oranda kâr dağıtılması durumunda da hisse senedi fiyatları olumsuz etkilenmektedir. Modigliani ve Miller, işletmelerin istikrarlı kâr payı dağıtım politikasını tercih ettiklerini belirtmektedir. Buna rağmen, kâr paylarının beklenenden daha fazla oranda gerçekleşmesi, gelecek dönemlerde kârların artacağı yönünde sinyal olarak nitelenmektedir. Dolayısıyla, hisse senedinin değerinin değişmesi kâr payı duyurularında önemli bilgiler vermektedir. Kâr payı artış ve azalışları karşılaştırıldığında ise, piyasaların kâr payı azalışlarına gösterdiği tepkinin daha fazla olduğu belirtilmektedir.⁶⁹

Kâr paylarının bilgi etkisini ölçen ampirik çalışmalarda, herhangi bir destekleyici sonuca ulaşılamamıştır. “Buna karşı, sonucu kesin olmamakla birlikte, kâr payı dağıtım politikasının sinyal etkisinin diğer alternatif yöntemlere göre daha düşük maliyetli olduğu ve yöneticilerin firmaları ile ilgili bilgi vermek için bu yöntemi seçtikleri belirtilebilir”.⁷⁰

Ancak, kâr paylarının artmasının, şirketin riskindeki değişikliklerin de habercisi olduğu vurgulanmaktadır. Olgunluk hipotezi olarak adlandırılan yaklaşıma göre firmaların büyüme potansiyelindeki azalışlar, kârlılığın ve sistematik riskin azalmasına neden olur. Yatırımların azalması, şirketin serbest nakit akımlarını artırarak kâr paylarını olumlu etkiler. Dolayısıyla, kâr paylarının artması, firmaların olgunluk dönemine girdiğinin en önemli göstergesidir. Olgunluk hipotezine göre, kâr payı dağıtım politikası, sermaye bütçelemesi süreci sonunda ortaya çıkan artık değer veya yeniden değerlendirilen fonların getirisinin sermaye maliyetine eşit olmaması durumunda yapılan ödemeler olarak ifade

⁶⁸ Baker ve diğerleri (2006a), a.g.e, s. 175.

⁶⁹ Türko, a.g.e, s. 525; Ayrıca bkz ve karşı. Baker ve Smith (2006b), a.g.e, s. 3; Smart, Megginson ve Gitman, a.g.e, ss. 551–552.

⁷⁰ Frankfurter, Wood ve Wansley, a.g.e, s.93

edilmektedir. Bu kapsamda, ilgili yaklaşımın, firma düzeyindeki kâr payı tercihlerini açıklamada kullanılabileceği belirtilmektedir.⁷¹

Kâr paylarının yükselmesi piyasa açısından iki şekilde yorumlanabilir. Birincisi, firmanın riskinde bir azalışın gerçekleşmesidir. İkincisi de, kârların azalacak olmasıdır. Bu açıdan bakıldığında, yatırımcıların kâr paylarının artmasını pozitif yorumlayacağı söylenebilir. Çünkü firmanın kaynaklarının aşırı yatırım yapılarak tüketileceği beklentisi varsa, kâr paylarının dağıtılması, hisse senedinin piyasa fiyatının artmasını sağlayacaktır.

İşaret yaklaşımını ele alan bütün modellerde, kâr payları ve hisse senedi geri alımları arasındaki farklar dikkate alınarak en uygun dağıtım yöntemi belirlenmektedir. Kâr payları ve hisse senedi geri alımları firmaların kalitesi hakkında yatırımcılara önemli bir işaret vermektedir. Ayrıca, iki yöntem de iç kaynaklar ile ilgili sinyal maliyetlerini içerirken, hisse senedi geri alımları işletmeler için ek maliyet taşıdığından daha kuvvetli sinyal etkisine sahiptir. Hisse senedi geri alımları ile ilgili ek maliyet, yatırımcıların portföyünün riskinin artması olarak belirtilmektedir.⁷²

2.7. İşletme ile İlgili Çevrelerin Etkisi

Modigliani ve Miller şirketlerin kâr payı dağıtım politikasına göre çeşitli yatırımcı tiplerinin oluştuğunu belirtmektedir. Bunlar, devamlı ve azalmayan oranlardaki kâr paylarını tercih edenler ve sermaye artışını tercih edenler olmak üzere iki çeşittir. Kâr dağıtım oranının azalması, kâr payı isteyen yatırımcının olumsuz etkilenmesine ve hisselerin satılmasına neden olmaktadır. Bu durumda sermaye kazancı sağlanmasına rağmen satış giderlerini üstlenmek zorunluluğu doğmaktadır. Kâr dağıtım oranının artması durumunda da nakit kâr payı almak istemeyen yatırımcıların olumsuz etkilenmeyeceği belirtilmektedir. Bunun nedenleri, kâr payı elde edilmesi ile ödenen vergiler, yeniden yatırılan fazla kârlar ve yatırım giderleri olarak sıralanmaktadır.

⁷¹ Allen ve Michaely, a.g.e, s. 61; Olgunluk hipotezi için geliştirilen model hakkında bkz. Julio ve Ikenberry, a.g.e, s. 91.

⁷² Renneboog ve Trojanowski (2005), a.g.e, s. 6

Özetle, kâr payı elde etmek isteyen yatırımcıların yüksek kâr payı ödeyen işletmeleri seçtikleri ve nakit kâr payı istemeyen yatırımcıların da düşük kâr payı veren hisse senetlerine yatırım yaptıkları belirtilmektedir. Mevcut kâr dağıtım politikasının değiştirilmesi, pay senedi alım ve satımlarının artmasına ve hisse senedi sahiplerinin komisyon maliyetleri ve vergiler sebebiyle olumsuz etkilenmelerine neden olmaktadır. Dolayısıyla, hisse senedi fiyatının artması yeni yatırım politikası destekleyen yatırımcı sayısının artmasına bağlıdır.⁷³

Kâr dağıtım politikasını etkileyen faktörlerden biri de ortakların beklentileridir. Bu çerçevede, ortakların tercihleri uzun vadeli yatırım getirisi sağlayan sermaye kazancı veya kısa vadeli yatırım getirisi sağlayan kâr payı şeklinde tercihleri oluşmaktadır.⁷⁴

Hissedarların kâr payı veya sermaye kazancını tercih etmeleri iki nedenden kaynaklanmaktadır. İlk olarak, bazı hissedarlar elde ettikleri kâr paylarını düzenli gelir olarak saymaktadır. Dolayısıyla, bu grup açısından elde edilen kâr payı, gelecekteki sermaye kazançlarına göre daha önemlidir. İkinci olarak, kâr payı veya sermaye kazancı tercihi farklı vergi uygulamaları nedeniyle değişmektedir.

Bu farklılıklar, yatırımcıların beklentilerini karşılayan firmalar açısından büyük önem taşımaktadır. Diğer bir ifade ile yüksek kâr payı ödeyen şirketler, geliri sermaye kazancından daha az oranda vergiye tabi olan yatırımcılar için uygun olurken, düşük kâr payı ödeyen firmalar için sermaye kazancını tercih eden yatırımcılar öncelikli kabul edilmektedir. Böylece, her işletmenin kendi kâr payı dağıtım politikasına uygun bir hissedar grubu doğmaktadır.⁷⁵

Fakat farklı kâr payı dağıtım politikası tercihi ile gündeme gelen firma değişiklikleri, aracılık maliyetlerinin yüksekliği, yatırımcı kıtlığının doğması ve vergisel dezavantajlar gibi nedenlerle verimli olmamaktadır.⁷⁶

⁷³ **Türko**, a.g.e, s. 526.

⁷⁴ **Sayılğan**, a.g.e, s. 250.

⁷⁵ **Brigham & Ehrhardt**, a.g.e, s.618-619;Ayrıca bkz ve karşı. **Ralph Bachmann & Anjan V. Thakor**. Payout Policy Design. 2003, s. 2.

⁷⁶ **Brigham & Ehrhardt**, a.g.e, s.618-619.

Bu çerçevede, “şirketlerin kâr payı dağıtım politikasında önemli değişikliklere gitmesi, bu hissedar gruplarının ilgisinin ve şirketin hisse senedi fiyatının azalmasına neden olur.”⁷⁷

İşletme ile ilgili çevrelerin etkisi yaklaşımına paralel olarak finans literatürüne 2004 yılında giren bir diğer yaklaşım da hizmet teorisi (catering theory of dividends). Bu yaklaşımın, Amerika Birleşik Devletleri’ndeki kâr payı ödeme modellerinin tanımlanmasında önemli rol oynadığı vurgulanmıştır. Söz konusu yaklaşıma göre, kâr payları, hissedarların beklentilerinin karşılanmasına yönelik olarak kullanılmaktadır. Hissedarların talebi, kâr payı primi (dividend premium) ile tanımlanmakta olup, kar payı ödeyenlerin ödemeyenlere olan ortalama piyasa değeri/defter değeri oranının logaritması şeklinde formüle edilmektedir.⁷⁸

Kâr payı priminin yüksek olması, kâr payı dağıtımını yapmayan firmaların, kâr payı dağıtması yönünde bir uyarı olarak algılanmaktadır. Diğer bir ifadeyle, kâr paylarına yönelik tercih ölçüsü oluşturulmakta ve kâr payı dağıtım politikasının bu tercihe göre düzenlenmesi gerektiği ifade edilmektedir. Hizmet teorisi, ampirik olarak desteklenmekle beraber, hissedarların kâr payı talep etmelerinin nedenlerini açıklamada yetersiz kaldığı ifade edilmektedir.⁷⁹

2.8. Artık Kâr Dağıtım Yaklaşımı

Bu yaklaşıma göre, kâr payı dağıtım politikası, firmanın yatırım ve finansman ihtiyacının karşılanmasından sonra kalan artık değer olarak ifade edilir. Artık kâr payı yaklaşımında kâr payları

⁷⁷ **Watson and Head (2004)**, a.g.e, s. 185.

⁷⁸ 1962-2000 yılları arasında New York Borsası’nda kayıtlı firmaların verileri kullanılarak yapılan araştırmada, hizmet teorisi modelle ifade edilmeye çalışılmıştır. Bu kapsamda, kâr payı ödemesi yapan hisse senetleri için dört adet fiyat temelli yatırımcı talebi göstergesi geliştirilmiştir. Her göstergede, yatırımcı talebinin artmasının, kâr payı dağıtımını yapmayan firmaların kararlarını değiştirmelerine neden olduğu gözlemlenmiştir. Bazı göstergelerde de yatırımcı talebinin azalmasının kâr paylarını olumsuz etkilediği görülmüştür. Bkz. **Malcolm Baker ve Jeffrey Wurgler**. A Catering Theory of Dividends. The Journal of Finance. Vol. LIX, No. 3, 2004, s. 1125.

⁷⁹ **Von Eije, Henk & William Megginson**. Dividend Policy in the European Union. <http://www.ssrn.com>, 2006, s.6; Ayrıca bkz. **Stacescu**, a.g.e, s. 158.

Kâr payı= Faaliyetlerden sağlanan net nakit akımı+Yeni hisse senedi ihracı+Yeni borçlanma-Gelecekteki yatırımlar formülü ile ifade edilir.

Diğer bir ifade ile bu kurama göre, faaliyetlerden elde edilen net nakit akımı, yeni hisse senedi ihracı ve yeni borçlanmanın gerektirdiği finansman ihtiyacından, gelecekteki yatırımlar için ayrılması gerekli fonlar çıkarıldığında elde edilen tutar kâr payı olarak dağıtılır. Dolayısıyla, artık kâr dağıtım politikası, firmaların kâr payı ödemelerini düzensiz bir şekilde yapmalarına neden olur.⁸⁰

Artık kâr dağıtım yaklaşımında, yatırımlar, kâr paylarına göre daha önemli ve faydalı kabul edilmektedir. Dolayısıyla, bu yaklaşımda kâr payı dağıtım politikası önemini kaybetmekte ve finansal yöneticilerin pasif kararlarından biri haline gelmektedir. Bu çerçevede, firma değeri ve hissedarların refahının uygun yatırım projelerinin değerlendirilmesi ile artırılabilmesi belirtilmektedir.

Artık kâr dağıtımının uygulanmasını gerekli kılan unsurlar dört tanedir. Bunlar aşağıdaki gibi sıralanmaktadır:⁸¹

- *Alıkonan kârların artmasının ihraç ve işlem giderlerinde azalmaya neden olması*
- *Yeni hisse senedi ihracı yerine kârların alıkonmasının mevcut ortakların yetkilerini koruması*
- *Daha hızlı ve yüksek oranda büyümenin finansmanının mümkün olması*
- *Kâr paylarının, sermaye kazançlarına göre daha yüksek oranda vergiye tabi olması durumunda, hissedarların kârların alıkonması yönündeki beklentileri*

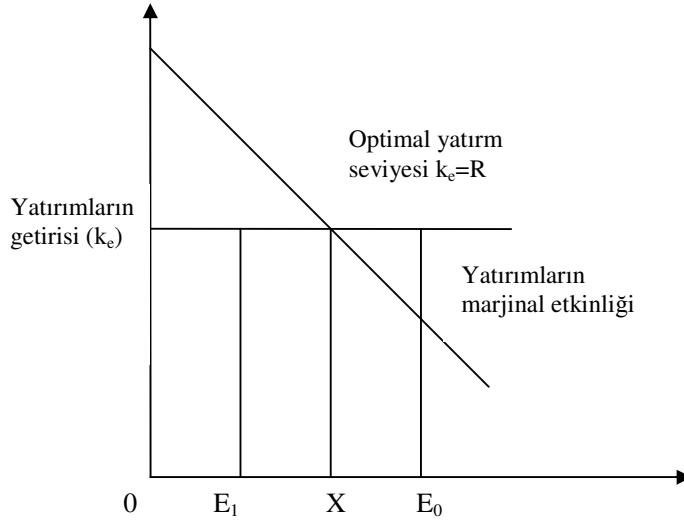
Bu kuramda, kâr dağıtım kararının verilmesinde alternatif yatırım seçeneklerinin getirilerinin de etkili olduğunu belirtmektedir. Buna göre, “kâr payları yalnızca yatırım fırsatları tükendiğinde ödenmelidir. Optimal yatırım projeleri ve bunlar için gerekli

⁸⁰ **Chin-Bun Tse.** Use Dividends to Signal or Not: An Examination of the UK Dividend Payout Patterns. *Managerial Finance*. Vol. 31, No. 4, 2005, s. 21.

⁸¹ **Financial Management (1999)**, a.g.e, s. 489.

finansman kaynakları belirlendikten sonra, firmalar yalnızca yatırımların finansmanı için gerekli olmayan fonları kâr payı olarak dağıtmalıdır.”⁸²

Şekil 19: Artık Değer Olarak Kâr Payları



Kaynak: Pike ve Neale, a.g.e, s. 636

Yukarıdaki şekilde firmanın $0E_0$ kadar serbest nakit akımına sahip olması kâr paylarının ödenmesini kolaylaştırmaktadır. Yeni yatırımların limiti (X) de son birim yatırımın getirisinin minimum getiriye eşit olduğu yerde gösterilmektedir. Bu durumda XE_0 kadar artık kâr hissedarlara kâr payı olarak dağıtılmaktadır. Buna karşı firma $0E_1$ kadar serbest nakit akımına sahipse, kâr payı dağıtımını bir fırsat maliyeti olarak değerlendirilmektedir.⁸³

Bu durumda, firmaların kararı üç unsura bağlı olarak şekillenmektedir. Bunlar optimal sermaye bütçelemesi yardımıyla gerekli öz sermayenin belirlenmesi, öz sermayenin finansmanı için alıkonması gerekli kârların belirlenmesi ve yatırımlar için ihtiyaç duyulan finansmandan sonra kâr payı olarak dağıtılacak fonların miktarıdır. Dolayısıyla, kâr paylarının, firmaların gelirleri ve yatırım fırsatlarına bağlı olduğu ifade edilebilir.⁸⁴

⁸² Pike ve Neale, a.g.e, s. 636

⁸³ Pike ve Neale, a.g.e, s. 637

⁸⁴ Kania ve Bacon, a.g.e, s. 100

Artık kâr dağıtımını yaklaşımı, kâr payı teorileri açısından önemli bir yere sahip olmakla beraber eksik bir yöne de sahiptir. Buna göre, kâr payı ödemeleri, nakit akımlarından sonraki artık değer olarak değerlendirilirse, bu ödemelerin düzensizliği veya değişkenliği değişmektedir. Diğer bir ifadeyle, kâr payları, sabit nakit akımlarına göre yapılmaktadır. Bütün araştırmalar kapsamında, kâr paylarının pürüzsüz bir şekilde oluşturularak, yerleşmiş kâr payı ödeme miktarının korunduğu belirtilmektedir. Bu çerçevede, artık kâr dağıtımını kuramının gözlenen kâr payı ödemelerini açıklamada tek başına yeterli olmadığı görülmektedir.⁸⁵

Artık kâr dağıtımını yaklaşımında pozitif net bugünkü değer'e sahip projelerin finansmanından sonra firmaların elinde kalan kaynaklar, sermaye yapısı teorilerinden Finansman Hiyerarşisi Hipotezi'nde de alıkonan kârlar veya iç kaynaklar olarak ele alınmıştır.

Finansman hiyerarşisi hipotezi dört önemli gözleme sahiptir. İlk olarak, kar payı dağıtım politikasının değişmediği vurgulanmaktadır. Bunun nedeni, kârlardaki geçici dalgalanmalarda ve genel olarak istikrarlı kar payı politikasının devam ettirilmesidir. İkinci olarak, dış finansman kaynağı yerine iç kaynakları oluşturan alıkonan kârlar ve amortismanlar kullanılmalıdır. Üçüncü olarak, dışsal finansman ihtiyacının doğması durumunda en risksiz menkul kıymetin ihraç edileceği belirtilmektedir. Son olarak, dışsal finansman ihtiyacı arttıkça, menkul kıymetler risk derecelerine göre hiyerarşi oluşturmaktadır. Bu kapsamda, risksiz borçtan en son başvurulacak kaynak olan hisse senedine kadar bir sıralama söz konusudur.⁸⁶

Finansman hiyerarşisi hipotezi kapsamında, finansman politikalarında bilgi-maliyet tercihinin göz önünde bulundurulması gerektiği ileri sürülmekle beraber, menkul kıymet ihracının diğer faktörlere göre ön plana çıktığı belirtilmektedir. Bunun nedeni, yeni ihraçla beraber, ortakların haklarının sulandırılmasıdır. Bu çerçevede, yeni yatırımların en ucuz finansman kaynağı ile finanse edilmesi şirketin değerinin yükselmesini sağlayacaktır.

⁸⁵ Megginson ve Smart, a.g.e, s. 556.

⁸⁶ Megginson, Smart ve Gitman, a.g.e, ss. 500-501.

Finansman politikası kapsamında, iç kaynakların dış kaynaklara tercih edildiği, dış kaynak ihtiyacı durumunda da borçların özsermayeye göre öncelikli konumda olduğu ifade edilmektedir. Bunun nedeni, borçlanmanın bilgi maliyetinin düşük olmasıdır. Dolayısıyla, özsermaye ile finansman borçlanma sınırının dolması ile gündeme gelmektedir. Finansman hiyerarşisi hipotezine göre, yatırım imkânlarının sınırlı ve serbest nakit akımının fazla olması, borçlanma oranının düşük çıkmasına neden olmaktadır. Buna ilaveten, büyüme potansiyelinin hızlı ve nakit akımlarının düşük miktarda olması, hisse senedi ihracını engelleyerek borçlanma oranının artmasını sağlamaktadır.⁸⁷

Finansman Hiyerarşisi Hipotezine göre, kâr paylarının ödenmesi ve büyüme imkânlarının değerlendirilmesinde iç kaynaklar hisse senedi veya tahvil ihracına göre öncelikle kullanılmalıdır. Buna ilaveten, dış finansman ihtiyacının doğması durumunda borçlanmaya öncelik verilmesinin tercih edildiği belirtilmektedir.⁸⁸ Bu çerçevede, iç kaynakların dış kaynaklarla finansmana oranla tercih edilmesi konusunda iki farklı yaklaşım görülmektedir. İlk yaklaşım, iç kaynakların, ihraç giderlerinin düşük olması ve dış kaynakların ihraç giderlerinin bulunması nedeni ile tercih edildiğini açıklamaktadır.

İkinci görüşe göre ise, iç kaynaklar ihraç giderleri nedeni ile tercih edilmemektedir. Borçla finansmanın vergi etkisi ve finansal darboğaz riskindeki avantajlarından kaynaklanan üstünlüğü bu seçimi belirleyen unsurlar olarak ön plana çıkmaktadır. Firmaların iç kaynaklarını kullanarak mevcut hissedarların piyasa değerini yükseltmeleri, yeni hisse senedi çıkarılmasını engellemektedir. Bunun en önemli sebebi, yeni pay senedi çıkarılmasının mevcut hisselerin piyasa fiyatını olumsuz etkilemesidir.

⁸⁷ **Michael J Barclay ve Clifford Smith.** The Capital Structure Puzzle: The Evidence Revisited. Journal of Applied Corporate Finance. Vol.17. No.1, 2005, s.12; Türkiye’de 38 değişik ilde bulunan KOBİ ve büyük ölçekli 438 işletmenin 2005 Ekim-Kasım dönemindeki verileri kullanılarak yapılan araştırmada finansman tercihlerinin sıralamasının işletme kaynakları, yabancı kaynak ve hisse senedi ihracı şeklinde olduğu belirtilmiştir. Elde edilen bu sonucun, finansman hiyerarşisi hipotezini desteklediği ifade edilmiştir. Bkz. **Erkan ve Aydemir**, a.g.e, s. 137.

⁸⁸ Finansman Hiyerarşisi Hipotezinde, dış finansman ihtiyacı işletmenin kaldıraç derecesine göre belirlenmektedir. Ayrıca, firmalar için hedef kaldıraç seviyesinin bulunmasının şart olmadığı ifade edilmektedir. Bu çerçevede, kaldıraç ile işletme karlılığının ters yönde hareket ettikleri ifade edilmektedir. Bkz. **Brierly ve Bunn**, a.g.e, ss. 359,362.

Bu görüş farklılıklarına rağmen, her iki yaklaşım da dışsal finansman ihtiyacının azaltılması için kârlılık ve büyüme olanaklarının uzun dönemli kâr payı dağıtım rasyosu ile ilişkilendirilmesi gerektiğini açıklamaktadır.⁸⁹

Sermaye yapılarının oluşumunda borçlanmaya ihtiyaç duyulması, yeni finansmanın bir bölümünün borçlarla diğer kısmının özsermaye ile yapılmasını sağlamaktadır. Finansman yapısında borç-özsermaye dengesinin oluşturulması ve iç kaynaklara ağırlık verilmesi, sağlanan her yeni birim sermayenin marjinal maliyetinin en düşük seviyeye inmesine yardımcı olacağı belirtilmektedir. İç kaynakların yeni yatırımların bir kısmını finanse etmesi nedeni ile kalan kısmın yeni hisse senedi ihracı ile finanse edilmesi özsermaye maliyetini ve marjinal sermaye maliyetini⁹⁰ olumsuz etkilemektedir. Bu durum aşağıdaki örnek yardımı ile açıklanabilir:

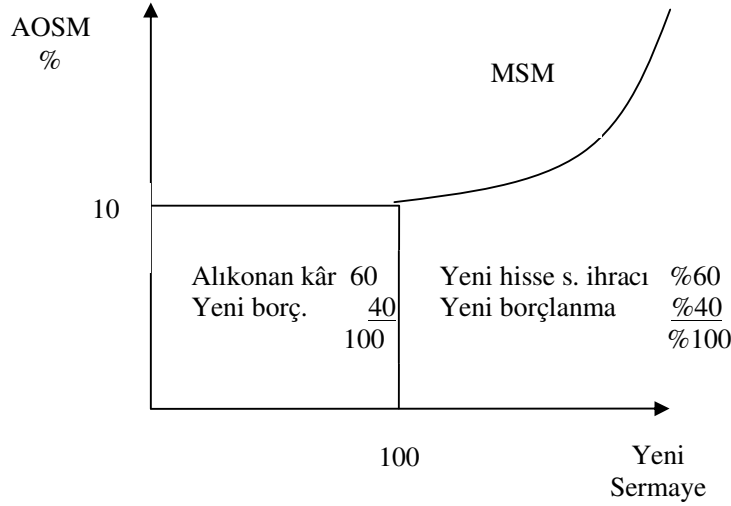
60 milyon TL net kâr ile %40 borçlanma oranına sahip bir firmanın nakit kar payı dağıtmadığı bilinmektedir. 100 milyon TL tutarındaki yeni yatırımların 60 milyon TL'lik kısmının alıkonan kârlardan ve 40 milyon TL'lik kısmının yeni borçlanma ile yapıldığı varsayılmaktadır. %10'luk marjinal sermaye maliyetinin 100 milyon TL'lik sermaye için değişmediği biliniyorsa, bu tutarı aşan sermaye ihtiyacı durumunda sermaye maliyetinin yükseleceği belirtilebilir.⁹¹

⁸⁹ **Abimbola Adedeji**. Does the Pecking Order Hypothesis Explain the Dividend Payout Ratios of Firms in the UK? *Journal of Business Finance & Accounting*, 25 (9)&(10). November/December 1998, s. 1128-1129.

⁹⁰ “Marjinal sermaye maliyeti, şirketin sermayesine ilave ettiği her yeni kaynağın maliyeti olarak tanımlanmaktadır.” http://ozgur.beykent.edu.tr/~lokman/iyl_week11.pdf, s.7

⁹¹ **Besley ve Brigham (2005)**, a.g.e, s. 421.

Şekil 20: Artık Kâr Payı Dağıtım Politikasının Grafik ile Gösterimi



Kaynak: Besley ve Brigham (2005), a.g.e, s.421.

Optimal sermaye bütçesinin 70 milyon TL olması durumunda finansman durumu:

$$70\ 000\ 000 \times \%40 = 28\ 000\ 000 \text{ TL Borç}$$

$$70\ 000\ 000 \times \%60 = 42\ 000\ 000 \text{ TL Hisse Senedi şeklinde olmaktadır.}$$

60 milyon TL tutarındaki alıkonan kârın, hisse senedi finansman için yeterli olması;

$$60\ 000\ 000 - 42\ 000\ 000 = 18\ 000\ 000 \text{ TL'lik kısmın artık kâr olarak değerlendirilebileceğini göstermektedir.}$$

Optimal sermaye bütçesinin 150 milyon TL'ye yükseldiği ve artık kâr payı dağıtım politikasının uygulandığı düşünülürse, finansman durumu:

$$150\ 000\ 000 \times \%40 = 60\ 000\ 000 \text{ TL Borç}$$

$$150\ 000\ 000 \times \%60 = 90\ 000\ 000 \text{ TL Hisse senedi şeklinde gerçekleşmektedir.}$$

Bu durumda, öz sermaye ile finansmanın 60 milyon TL'lik alıkonan kârlardan fazla olduğu, 30 milyon TL'lik yeni hisse senedi ihracına gerek duyulduğu anlaşılabilir.

Dolayısıyla, firmanın yüksek bir özsermaye maliyeti ve marjinal sermaye maliyetine sahip olacağı ve kar payı dağıtımının yapılmasının uygun olmayacağı belirtilmektedir.⁹²

Finansal kaldıraç, kâr payı dağıtım rasyosu ve yatırımlar arasındaki ilişki, firmaların kâr kısıtlamalarından etkilendiğinden, bu konudaki değerlendirmelerde kesin yargıya varılamamaktadır. Kâr kısıtlamalarına rağmen kâr payı ödenmesi ve büyüme imkânlarının toplu olarak finansmanı durumunda, kâr payı dağıtım rasyosunun uzun dönemli değeri ve yatırımların finansal kaldıraç olumlu etkilemesi beklenmektedir.

Buna karşılık, yatırımların kısılması veya ertelenmesi ile beraber kâr paylarının da kısa dönemde borçlanarak ödenmesi durumunda, finansal kaldıraçın kâr payı dağıtım rasyosundan pozitif; yatırımlardan negatif şekilde etkileneceği belirtilmektedir. Kâr kısıtlamasının süreç içinde sabit kalması veya büyüme imkânlarının değişmesi durumunda kâr payı dağıtım rasyosu yeni kâr ve büyüme imkânlarına göre ayarlanmaktadır. Bu da kâr payı dağıtım rasyosunun uzun dönemli değeri ile yatırımlar arasındaki negatif ilişkinin varlığını göstermektedir.⁹³

2.9. Yaşam Süresi Kuramı

Yaşam süresi kuramına göre, kâr dağıtım politikası firmaların hayat döngüsü ile uyumlu kabul edilmektedir. Ayrıca, piyasaların mükemmelliğini olumsuz etkileyen hissedarların vergi yükü, temsil maliyeti, asimetrik bilgi, işlem ve ihraç giderleri gibi unsurların önemini dikkate aldığı belirtilmektedir.⁹⁴

Bu teoriye göre, yüksek karlılık düzeyine sahip, düşük yatırım imkânları bulunan itibarlı şirketler, kârlarının büyük bir kısmını kar payı olarak dağıtmaktadırlar. Buna karşı, yeni kurulmuş firmalar sınırlı finansman kaynakları ve yatırım imkânları nedeni ile elde ettikleri karların büyük bir kısmını dağıtmamaktadırlar. Diğer bir ifade ile dış kaynakla

⁹² Besley ve Brigham (2005), a.g.e, s. 422.

⁹³ Adedeji, a.g.e, s. 1129.

⁹⁴ H. Kent Baker, Samir Gadi, Shantunu Dutta ve Devinder Gandhi. The Perception of Dividends by Canadian Managers: New Survey Evidence. International Journal of Managerial Finance. Vol.3. No.1.2007, s. 73.

yapılan finansmana ihraç maliyetleri, asimetrik bilgi ve vergiler gibi nedenlerle başvurulmamaktadır.⁹⁵

Yaşam süresi kuramı ile ilgili değerlendirmeler, alıkonan karların getirileri ve maliyetleri ile ilişkilidir. Karların alıkonmasının en önemli getirisi ihraç maliyetlerinden tasarruf iken, en önemli dezavantajı da serbest nakit akımlarının doğurduğu temsil maliyetidir. Yapılan araştırmaya göre, toplam özsermaye içindeki alıkonan karların yüzdesi arttıkça, halka açık firmaların kar payı ödemelerinde artış görüldüğü belirtilmektedir.⁹⁶

Kâr payı dağıtımı konusunda yapılan akademik çalışmalarda aşağıda belirlenen faktörlerin yaşam süresi kuramı ile açıklandığı ifade edilmektedir⁹⁷:

- Kâr payları ve geri alımların oluşturduğu toplam ödemeler yıllar itibariyle artış göstermektedir.
- Yüksek kâra sahip sınırlı sayıda firmanın, kâr paylarının büyük bir kısmına sahip olması
- Kâr payları ve kârlar arasında yakın bir korelasyon bulunmaktadır.
- Alıkonan kârların ödenmiş sermayeden fazla olduğu olgun firmalar ile büyük ölçüde sermaye akışı ile finansmanı tercih eden gelişme dönemindeki firmalar, kâr payı dağıtımı açısından farklılık göstermektedir.
- Kâr payı ödemeleri devamlılık göstermekle beraber, yüksek nakit düzeyi firmalar açısından uygun kabul edilmemektedir.

⁹⁵ Kanada'da Toronto Menkul Kıymetler Borsası'na kayıtlı 291 şirketi konu alan araştırmada, yöneticilerin büyük çoğunluğunun nakit kâr payları ile yaşam süresi kuramının uyumunu onayladıkları belirtilmektedir. Bkz ve karşı. **Baker ve diğerleri (2007)**, s.86

⁹⁶ **Harry De Angelo, Linda De Angelo ve Rene M. Stulz**. Dividend Policy and The Earned /Contributed Capital Mix: A Test of the Life-Cycle Theory. Journal of Financial Economics. 2005, ss. 1-2.

⁹⁷ **De Angelo ve De Angelo (2007)**, a.g.e, ss.20-21.

- Kâr paylarının değişmesi simetrik olarak gerçekleşmemektedir. Bu çerçeve, kâr payı artışlarının, kâr payı azalışlarından sayıca fazla olduğu belirtilmektedir.
- Kâr paylarının değişmesi, firma ile ilgili koşullara bağlı kabul edilmektedir. Bu kapsamda, kârların artması, kâr paylarını olumlu etkilerken, kârların azalması ve finansal darboğaz kâr paylarını olumsuz etkilemektedir.
- Hisse senedi fiyatlarındaki artışlar, kâr paylarının beklenmeyen şekilde yükselmesinden kaynaklanmaktadır.
- Gelecek dönemdeki beklenmeyen kârlar ile kâr paylarındaki beklenmeyen değişimler arasında herhangi bir ilişki bulunmamaktadır.
- Kâr payları düzenli olarak ödeniyorsa, gelecek dönemlerdeki kâr payı azalışları veya kesintileri olumsuz bir gösterge olarak kabul edilmektedir.

Özetle, işletmeler kâr payı dağıtım kararlarını faaliyetlerinden sağladıkları kârlar çerçevesinde oluştururlar. Elde edilen kâr, gelecekteki yatırımlar için kullanılacaksa, dağıtılmamaktadır. Gelecekte kârlı yatırım imkânlarının bulunmaması durumunda, şirketler, hissedarların sağladıkları sermayenin karşılığı olan kâr payını dağıtırlar. Bu kapsamda, büyük ve olgun firmalardaki yatırımcıların kâr payı ödemeleri konusundaki beklentileri yüksek olurken, küçük firmalardaki yatırımcıların büyüme nedeni ile alıkonan kârlar sonucu beklentileri düşük olmaktadır.⁹⁸

Kâr payı dağıtım politikası ile ilgili son 50 yıl boyunca önemli akademik araştırma ve çalışmalar yapılmıştır. Fakat bu çalışmaların kâr payı dağıtım karar süreci veya uygun kâr payı dağıtım politikasını oluşturan teoriyi belirleme konusunda arzulanan sonucu veremediği vurgulanmıştır.⁹⁹

⁹⁸ **Gil Cohen, ve Joseph Yagil.** A Multinational Study of Agency Costs of Dividends. International Research Journal of Finance and Economics. Issue 6. 2006, s. 179.

⁹⁹ **Horace Ho.** Dividend Policies in Australia and Japan. International Advances in Economic Research. Vol. 9, No. 2, 2003, s. 92.

Kâr payları ile ilgili kararların karmaşıklığı, kâr payı dağıtım politikasının sınırlı çevre koşullarında faaliyet gösteren işletmelerin genel stratejisi içindeki değişkenlerle karşılıklı ilişkisinin bütüncül açıdan değerlendirilmesi ile aşılabilmektedir. İşletme amaçları ve çevresinin farklı olması işletme, endüstri, piyasa veya bölge temelinde oluşturulan farklı kâr payı dağıtım politikalarını ön plana çıkarmaktadır. Bu çerçevede, kâr payı dağıtım politikalarının firma düzeyinde oluşturulmasının kaçınılmaz olduğu belirtilmektedir. Buna paralel olarak, piyasaların mükemmelliğini azaltan asimetrik bilgi, temsil maliyeti ve işlem giderleri gibi unsurların da bu politikanın düzenlenmesinde göz önünde bulundurulması gerekmektedir.¹⁰⁰

Teorik yaklaşımlar değerlendirildiğinde, her yaklaşımın kâr paylarını açıklamada belirli varsayımlara dayandığı görülmektedir. Bu nedenle, söz konusu yaklaşımları konu alan ampirik çalışmalarda, kâr payı bilmesinin henüz çözümlenemediği ifade edilmektedir. Bu çerçevede, yapılacak yeni ampirik çalışmalarla kâr payı dağıtım politikasının uygulanması ve finansal göstergelerle ilişkisinin daha fazla aydınlatılacağı düşünülmektedir.¹⁰¹

¹⁰⁰ Benzer bir görüş için bkz. **Justin Pettit**. Strategic Corporate Finance. New Jersey: John Wiley&Sons. 2007, s.160-161; **Allen ve Michaely**, a.g.e, s. 6, 59.

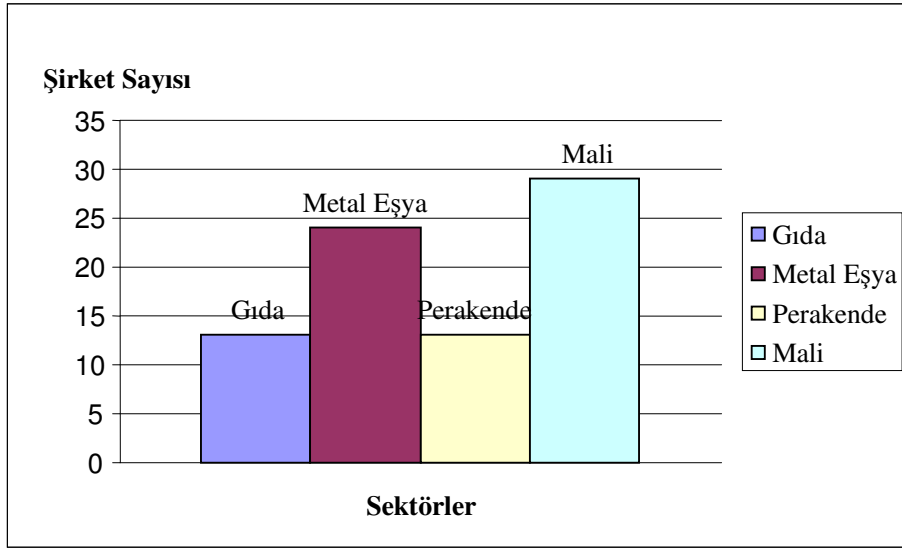
¹⁰¹ Benzer bir görüş için bkz. **Bhattacharyya**, a.g.e, s. 4; ABD’de Nasdaq borsası’nda düzenli nakit kâr payı dağıtımı yapan firma yöneticilerinin kâr payı dağıtım politikası, kâr payı dağıtım politikasıyla hisse senedi değeri arasındaki ilişki ve kâr payı ödemeleri için geçerli dört genel açıklama hakkındaki görüşleri anket yöntemiyle incelenmiştir. Kâr payı dağıtım politikalarını açıklayan teoriler değerlendirildiğinde, sinyalleme yaklaşımının diğer yaklaşımlara göre daha anlamlı olduğu görülmüştür. Bkz ve karşı. **Baker ve diğerleri (2002)**, a.g.e, s. 267.

3. İMKB'DE SEÇİLMİŞ FİRMALARIN 1998–2005 YILLARI ARASINDA KAR PAYI DAĞITIM POLİTİKASININ BÜYÜME VE PAZAR DEĞERİNE ETKİLERİ

3.1 İMKB'de 1998–2005 Döneminde Seçilmiş Firmalara Ait Veriler

Kâr dağıtım politikasının, işletmenin pazar değeri ve büyüme oranları arasındaki ilişkinin incelenmesine yönelik olarak hisse senetleri İstanbul Menkul Kıymetler Borsası'nda işlem gören 79 şirket seçilmiştir. Bu şirketlerin sektörlere göre dağılımı aşağıdaki tabloda gösterilmektedir:

Şekil 21: Şirketlerin Sektörel Dağılımı

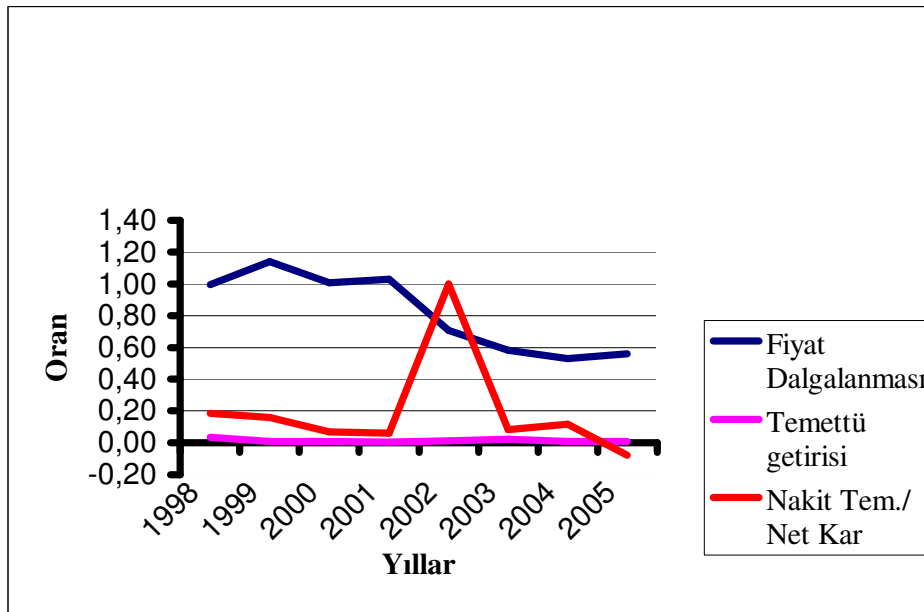


Analize konu 79 şirket gıda, metal eşya, mali (bankalar ve diğer finansal kurumlar) ve perakende/hizmet sektörleri arasından seçilmiştir. Bu sektörlerde son dönemde yaşanan gelişmeler, şirket seçiminde belirleyici rol oynamıştır. Söz konusu gelişmeler, özellikle, ilgili sektörlerde rekabetin yoğunlaşması, mali piyasalarda yaşanan dalgalanmalar, teknolojik gelişmeler, birleşme ve satın almalar, turizm sektörüne olan ilginin artması, ulaşım alternatiflerinin çeşitlenmesi gibi nedenlerle ortaya çıkmaktadır. Dolayısıyla, sektördeki şirketlerin bu koşullarda varlıklarını sürdürmeleri, etkin bir yatırım ve finansman politikasına sahip olmalarını gerekmektedir.

1998–2005 döneminde analize konu mali sektör (bankalar ve diğer finansal kurumlar) şirketlerine ait seçilmiş göstergeler incelendiğinde, fiyat dalgalanması ve kar payı dağıtım oranının dalgalı bir seyir izlediği görülmektedir. Fiyat dalgalanması ekonomik kriz döneminde 1,20-1,00 aralığında gerçekleşirken; kriz sonrası dönemde 0,80-0,50 aralığında azalan bir seyir izlemiştir.

Nakit kâr payı dağıtım oranı ekonomik kriz döneminde oldukça düşük oranlarda kalmıştır. Buna karşı, kriz sonrası hızla yükselerek %100 oranına ulaşmıştır. 2002’den sonra ise hızla düşerek kriz dönemindeki seviyesinin gerisine düşmüştür. 1998–2005 döneminde kar payı getirisinin %0 seviyesinde sabit kaldığı gözlenmektedir.

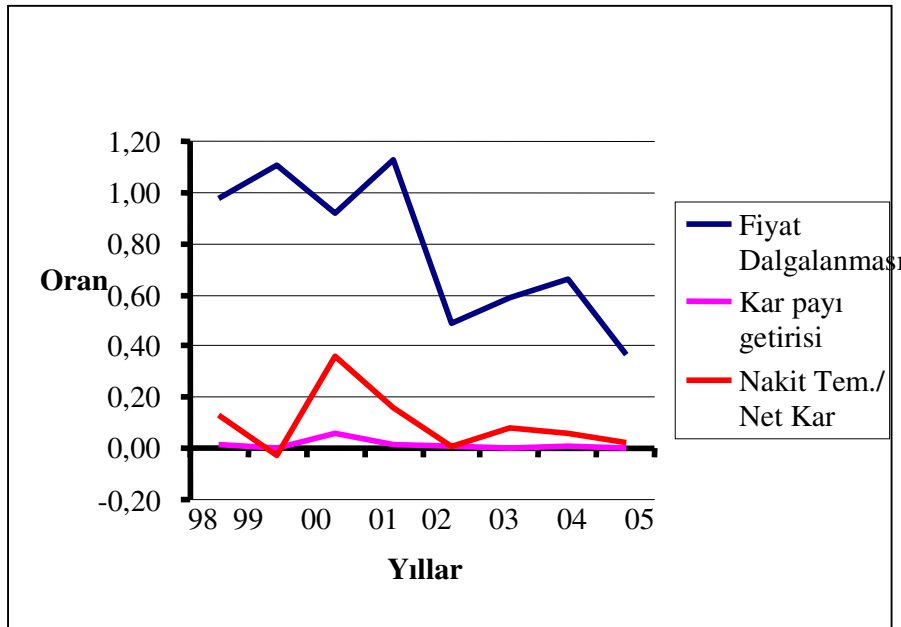
Şekil 22: 1998–2005 Döneminde Mali Sektöre Ait Seçilmiş Göstergeler



1998–2005 döneminde analize konu gıda sektörü şirketlerine ait seçilmiş göstergeler analiz edildiğinde, fiyat dalgalanması ve kar payı dağıtım oranının dalgalı bir seyir izlediği ifade edilebilir. Fiyat dalgalanması ekonomik kriz döneminde (2000–2001) 1,20-1,00 aralığında gerçekleşirken; kriz sonrası dönemde 0,80-0,40 aralığında azalan bir seyir izlemiştir. Fiyat değişiminin en yüksek seviyesi 2001’de gerçekleşirken; en düşük seviyesi 2005’te oluşmuştur.

Nakit kâr payı dağıtım oranı 1999–2001 döneminde en yüksek seviyesine ulaşarak %40 oranında gerçekleşmiştir. Buna karşı, kriz sonrası hızla düşerek 2005'te %0 oranına kadar gerilemiştir. Aynı dönem içinde kar payı getirisi açısından ise çok hafif bir dalgalanmanın olduğu gözlenmektedir. Bu çerçevede, 2000–2001 arasında yaklaşık %5 oranında gerçekleşen kar payı getirisi, daha sonraki yıllarda azalarak 0 oranına ulaşmıştır.

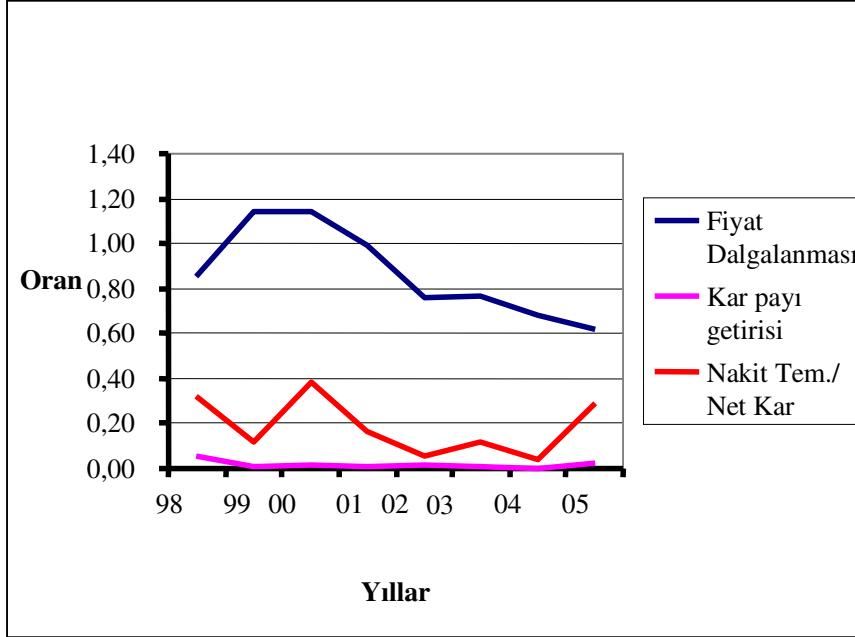
Şekil 23: 1998–2005 Döneminde Gıda Sektörüne Ait Seçilmiş Göstergeler



Aynı dönemde, analize konu metal eşya sektöründeki şirketlere ait seçilmiş göstergelere bakıldığında, fiyat dalgalanması ve kar payı dağıtım oranının dalgalı bir seyir izlediği görülmektedir. Fiyat dalgalanması ekonomik kriz döneminde 1,20-1,00 aralığında gerçekleşirken; kriz sonrası dönemde 0,80-0,60 aralığında azalan bir seyir izlemiştir. Nakit kâr payı dağıtım oranı ekonomik kriz döneminde oldukça düşük oranlarda kalmıştır. Buna karşı, kriz sonrası dalgalı seyir göstererek % 40 oranına ulaşmıştır. 2002'den sonra ise dalgalı bir atışla kriz dönemindeki seviyesinin üzerine çıkmıştır.

Buna karşı, söz konusu dönem içinde kar payı getirisi açısından sabit bir seyrin olduğu söylenebilir.

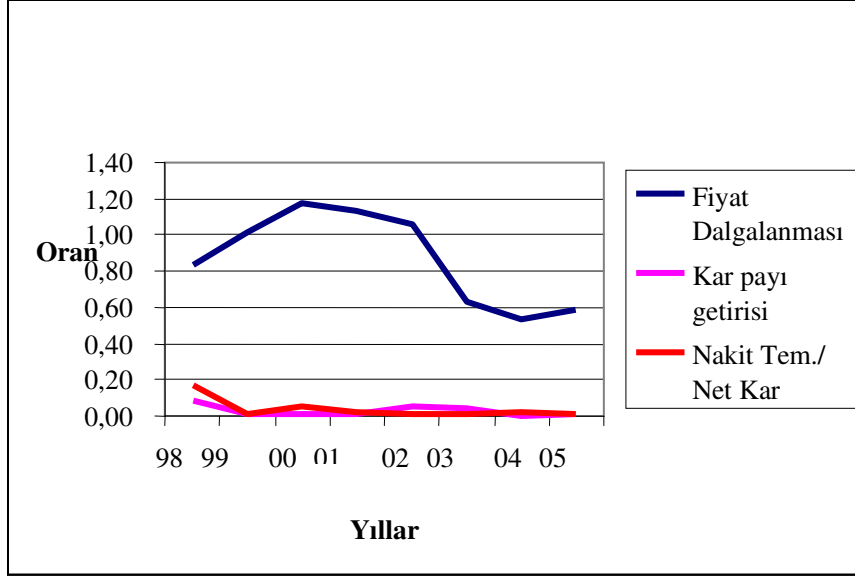
Şekil 24: 1998–2005 Döneminde Metal Eşya Sektörüne Ait Seçilmiş Göstergeler



Son olarak, ilgili dönemde, analize konu perakende sektörü şirketlerine ait seçilmiş göstergeler incelendiğinde, fiyat dalgalanmasının dalgalı bir seyre sahip olduğu, kar payı dağıtım oranının hafif dalgalı ve kar payı getirisinin de sabit bir seyir izlediği vurgulanabilir. Bu çerçevede, fiyat dalgalanması 2000–2001 döneminde 1,05-1,20 aralığında kalmıştır. Ekonomik kriz döneminden sonra ise azalarak 2005'te 0,60 seviyesine kadar gerilemiştir.

Kar payı dağıtım oranı, 1999'da 0,20 ile en yüksek seviyesine ulaşırken, daha sonraki yıllarda azalan fakat hafif dalgalı seyrini koruyarak 2005'te %0'a kadar inmiştir. 1999'da 0,10 olarak gerçekleşen kar payı getirisi de daha sonraki dönemlerde oldukça düşük oranlarda sabit bir seyir izlemiştir.

Şekil 25: 1998–2005 Döneminde Perakende Sektörüne Ait Seçilmiş Göstergeler



Türkiye’de geçmiş 10 yıla ait veriler incelendiğinde, Sermaye Piyasası Kurulu’nun %2.5–3 oranında kâr payı dağıtımını yönündeki kararına rağmen, kâr payı dağıtım oranının %5’i geçmesi, uzun bir zaman sonra gerçekleşmiştir. Şirketlerin ilgili dönemde dağıttığı kâr payı sayısal olarak incelendiğinde, 2001 yılı itibarı ile toplam 76 şirketin 681.6 milyon YTL toplam nakit brüt kâr payı dağıtımının olduğu görülebilir. Bu rakamın, son dönemlerde hızlı şekilde arttığı belirtilmektedir. 2005 yılı incelendiğinde, toplam 114 şirketin 5.2 milyar YTL tutarında nakit kar payı dağıttığı vurgulanmaktadır.¹

3.2 İMKB’de Çeşitli Sektörlerin 1986–2003 Dönemindeki Ortalama Kar Payı Dağıtım

Mali sektördeki firmaların göstergeleri incelendiğinde, 1986–1994 yılları arasında, ortalama kar payı dağıtım oranının, imalat sanayindeki firmaların kar payı dağıtım oranından fazla olduğu görülmektedir. 1994 yılında yaşanan ekonomik kriz, İstanbul Menkul Kıymetler Borsası’ndaki firmaları etkilemekle beraber, şirketlerin kâr payı dağıtım politikalarının 1995 yılı ile beraber değiştiği vurgulanmaktadır. 1995’ten sonra

¹ Yılmaz (2007), a.g.e, s. 15.

imalat sanayindeki kar payı dağıtım oranının, finansal sektörü geçtiği vurgulanmaktadır. Kasım 2000 ve Şubat 2001 yıllarında gerçekleşen ekonomik krizler ile İstanbul Menkul Kıymetler Borsası'ndaki sektörlerin büyük çoğunluğunda kâr payı ödemelerinin önemli ölçüde azaldığı ifade edilmektedir. 2000 ve 2001 yıllarındaki ekonomik krizlerden farklı olarak, sektörlerdeki firmaların kar payı politikasının değişmemesinin, o dönemde yüksek faizli hazine bonolarına yapılan yatırımlardan kaynaklandığı belirtilmektedir.²

Tablo 12: İMKB'de Çeşitli Sektörlerdeki Ortalama Nakit Kâr Payı Dağıtım

<i>Sektörler</i>	<i>1986–1989</i>	<i>1990–1994</i>	<i>1995–2001</i>	<i>2002–2003</i>
İmalat	55.49	55.88	33.34	14.28
Finansal kurumlar	65.08	62.55	24.79	13.17
Toptan ve perakende, oteller ve lokantalar	45.53	52.90	27.00	15.71
Elektrik, gaz ve su	49.42	81.94	56.35	23.25

Kaynak: Yılmaz ve Gülay, a.g.e, s. 27.

1995–2001 döneminde imalat sektöründe ortalama kar payı dağıtım oranı, %33.34 iken, mali sektörde %24.79 olarak gerçekleşmiştir. 2002–2003 dönemi itibarı ile imalat sektörünün kar payı dağıtım oranı %14.28 iken, mali sektörün %13.17 olarak gerçekleşmiştir.

Perakende/hizmet sektörlerinin kar payı dağıtım oranı incelendiğinde, 1986–1994 yıllarında, imalat ve mali sektöre göre daha fazla bir artışın olduğu görülmektedir. Ancak, oransal olarak sektörün kar payı dağıtım oranının, imalat ve mali sektörün gerisinde olduğu görülmektedir. 1994 yılında en yüksek seviyesine ulaşan kar payı dağıtım oranı, 1995 yılı ile beraber düşüşe geçmiştir. 1995–2001 döneminde ortalama %24.79 olarak gerçekleşen kar payı dağıtım oranının, 2002–2003 döneminde %13.17'ye gerilediği gözlenmektedir.

Her üç sektörün, 1986–2003 yılları arasında kar payı dağıtım oranının değişimi incelendiğinde ise, en yüksek değişimin mali sektörde olduğu görülmektedir. Bu çerçevede, ilgili sektörde kâr payı dağıtım oranının %52 oranında azaldığı belirtilebilir. Bu, mali sektörün, diğer sektörlerle göre, ekonomik krizlerden daha fazla etkilendiğini göstermektedir.

² Yılmaz ve Gülay, a.g.e, ss. 26-27.

3.3 Kâr Payı Dağıtım Politikasının Büyüme ve Pazar Değerine Etkisinin Uygulamalı Analizi

Kâr dağıtım politikası, işletmelerin finansman ve yatırım kararların vazgeçilmez bir unsuru olarak stratejik bir öneme sahiptir. İşletmeler kâr payı dağıtım politikasını belirleyerek, hisse senetlerinin pazar değerini doğrudan etkileyebilmektedirler. Kar payı politikasının işletmenin büyüme ve pazar değerine etkilerini analiz etmek için 1998–2005 yılları arasında hisse senetleri İstanbul Menkul Kıymetler Borsası'nda işlem gören 79 şirketin, bilânço, gelir tablosu ve piyasa verilerinden yararlanılarak doğrusal regresyon yöntemi uygulanmıştır. Regresyon analizinde kullanılan değişkenler hisse senedi fiyat dalgalanması (FD), kar payı dağıtım oranı (TD), kar payı getirisi (TG), aktiflerdeki büyüme (AB) ve büyüklük (BÜ) olarak sıralanmaktadır.

Hisse senedi fiyat dalgalanması, hisse senetlerinin aylık fiyat verileri kullanılarak hesaplanmıştır. Bu çerçevede, fiyat dalgalanmasını veren formül aylık fiyat verilerine uygulanarak, elde edilen sonuçların standart sapması yıllık olarak ifade edilmiştir. Hisse senedi fiyat dalgalanması için kullanılan formül aşağıda gösterilmektedir³:

$$FD = (SS^4 [\ln(S_i/S_{i-1})]) \times \sqrt{12}$$

Temettü getirisi (TG) ise, hisse senetlerinin kâr paylarının, fiyatlarına oranlanması ile bulunmuştur. Daha sonra yıllar itibarı ile bulunan oranların ortalaması alınarak veri seti için hazır duruma getirilmiştir.⁵

$$TG = \frac{\text{Dağıtılan nakit kar payı}}{\text{Hisse senedinin piyasa değeri}}$$

³ Smart, Megginson ve Gitman, a.g.e, ss.722-724.

⁴ SS= Standart Sapma için kullanılmıştır.

⁵ Allen ve Rachim, a.g.e, s.180; İstanbul Menkul Kıymetler Borsası. Hisse Senetleri Piyasası Değerleme Oranları. (2005b). <http://www.imkb.gov.tr>

Temettü dağıtım oranı (TD), hisse senetleri için ödenen nakit kâr paylarının işletmenin net kârına bölünmesi ile elde edilmiştir. İncelenen 79 şirket için bulunan oranların yıllar itibarı ile ortalaması alınarak veri setine dâhil edilmiştir.⁶

$$TD = \frac{\text{Nakit kâr payı}}{\text{Dönem net kârı}}$$

Aktiflerdeki büyüme (AB), seçilen 79 şirketin dönem sonu toplam aktifleri ile dönem başı toplam aktifleri arasındaki farkın dönem başı aktiflerine bölünmesi ile elde edilen sonucun yıllar itibarı ile ortalaması şeklinde ifade edilmiştir.⁷

$$AB = \frac{\text{Dönem sonu aktifler- Dönem başı aktifler}}{\text{Dönem başı aktifler}}$$

Büyüklik (BÜ), analize konu 79 şirketin hisse senetlerinin piyasa değerinin doğal logaritması alınarak ifade edilmiştir. Bunun nedeni, menkul kıymet analizlerinde firma büyüklüğünün genel olarak hisse senetlerinin piyasa değerinin dikkate alınması sureti ile bulunmasıdır.⁸ Yıllar itibarı ile bulunan değerlerin ortalaması alınarak veri seti için hazır duruma getirilmiştir.

$$BÜ = \ln (\text{Hisse senetlerinin piyasa değeri})$$

3.3.1 Hisse Senedi Fiyat Dalgalanması ile Temettü Getirisi, Temettü Dağıtım Oranı ve Büyüklik Arasındaki İlişki

Çalışmanın uygulama kısmında ilk olarak ele alınan doğrusal regresyon modelinde hisse senedi fiyat dalgalanması (FD) bağımlı değişken, temettü getirisi (TG), temettü dağıtım oranı (TD) ve büyüklik (BÜ) bağımsız değişken olarak yer almıştır.

$$Y_{FD} = \beta_1 X_{TG} + \beta_2 X_{TD} + \beta_3 X_{BÜ}$$

⁶ Allen ve Rachim, a.g.e, s.180.

⁷ Allen ve Rachim, a.g.e, s.181. Ayrıca bkz ve karşı. Samy Ben Naceur, Mohamed Goaid ve Amel Belanes. On the Determinants and Dynamics of Dividend Policy. International Review of Finance. Vol.6, Nos.1-2, 2006, ss.6,9.

⁸ Yılmaz ve Gülay ,a.g.e, s. 34.

Tablo 13: Hisse Senedi Fiyat Dalgalanması (FD) ile Temettü Getirisi (TG), Temettü Dağıtım Oranı (TD) ve Büyüklük (BÜ) Arasındaki İlişki

Model Summary						
Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate		
1	,979(a)	,959	,958	,17266		

A Predictors: BÜ, TG, TD

ANOVA(b)						
Model		Sum of Squares	Df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	53,410	3	17,803	597,164	,000(a)
	Residual	2,266	76	,030		
	Total	55,675	79			

A Predictors: BÜ, TG, TD
b Dependent Variable: FD

Coefficients(a)						
Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	T	Sig.
		B	Std. Error	Beta		
1	TG	4,474	,946	,140	4,731	,000
	TD	-,453	,156	-,093	-2,908	,005
	BÜ	,111	,003	,957	31,887	,000

A Dependent Variable: FD

İncelenen 79 şirkete göre, temettü getirisi, temettü dağıtım oranı ve büyüklük, hisse senedi fiyat dalgalanmalarının %95,9'unu açıklamaktadır. Model istatistiksel olarak incelendiğinde, modelde yer alan bağımsız değişkenlerin %5 anlamlılık düzeyine göre (t-testi) anlamlı olduğu, bir başka ifade ile modelde yer almaları gerektiği sonucu ortaya çıkmaktadır.

- p: 0.000<0.05
- p: 0.005<0.05
- p: 0.000<0.05

Modelin genel olarak anlamlılığı incelendiğinde, (F-testi), modelin geçerli olduğu anlaşılmaktadır.

— p: 0.000<0.05

Elde edilen sonuçlara göre, fiyat dalgalanması ile temettü getirisi ve büyüklük bağımsız değişkenleri arasında doğru yönde bir ilişki varken, fiyat dalgalanması ile temettü dağıtım oranı bağımsız değişkeni arasında ters yönlü bir ilişki gözlenmektedir. Buna göre, temettü getirilerindeki bir birimlik artış (ya da azalış), hisse senedi fiyat dalgalanmasında 4.474'lük artışa (ya da azalışa) büyüklükteki bir birim artış (ya da azalış), hisse senedi fiyat dalgalanmasında 0.111'lik artışa (ya da azalışa) neden olurken, temettü dağıtım oranındaki bir birim artış (ya da azalış), hisse senedi fiyat dalgalanmasında -0.453'lük azalışa (ya da artışa) neden olmaktadır.

Bu bulgular, finansal açıdan değerlendirildiğinde, temettü getirisi ve büyüklükteki artışların (ya da azalışların) ve temettü dağıtım oranındaki azalışların (ya da artışların) hisse senedi fiyat dalgalanmasında artışa (ya da azalışa) neden olması teorik olarak beklenen bir durumdur. Buna göre elde edilen istatistiksel bulgular ile teorik bilgiler örtüşmekte olup, modelin kullanılabilir olduğunu desteklemektedir.

Temettü dağıtım oranı, daha öncede belirtildiği gibi, işletmenin faaliyet dönemi boyunca elde ettikleri kârdan ortaklara dağıttıkları kısmın yüzdesi olarak tanımlanmaktadır. Genel olarak incelendiğinde, kâr payı ve kârlara yönelik raporların birlikte açıklandığı durumlarda, hisse senedi fiyatlarının ani olarak etkilendiği belirtilmektedir.

Bu kapsamda, hisse senedi fiyat dalgalanması ile kâr payları ve kârların aynı yönde değişim gösterdikleri vurgulanmaktadır. Dolayısıyla, kâr payları ve kârların büyük oranda değişmesi, hisse senedi fiyatlarında daha büyük oranda değişime neden olmaktadır. Buna karşı, çalışmanın uygulama bölümündeki regresyon analizinde, hisse senedi fiyat dalgalanması ile temettü dağıtım oranı arasında ters yönlü bir ilişkinin olduğu gözlenmiştir. Bu durum, kâr paylarının bilgi içeri ile açıklanabilir. Buna göre, kâr paylarının dağıtıldığı zaman dilimi içinde, kârlara yönelik duyuruların yapılması, şirketin istikrarlı bir yapıya kavuştuğunu ve kar payı dağıtım politikası yardımı ile hisse senedi fiyat dalgalanmasının azaltılabileceğini göstermektedir.⁹

⁹ Allen ve Rachim, a.g.e, s. 177.

Bu nedenle, modelde temettü dağıtım oranı ile fiyat dalgalanması arasındaki ters yönlü ilişkinin incelenen 79 şirket kapsamında geçerli olduğu ifade edilebilir.¹⁰

Temettü getirisi ise, önceki bölümlerde açıklandığı gibi hisse başına kâr payının (D_1), hisse senedi fiyatına (P_0) bölünmesi ile elde edilmektedir. Genel olarak incelendiğinde, temettü getirisinin hisse senedi fiyatı ile ters yönlü bir ilişkisinin olduğu belirtilmektedir.¹¹ Bu çerçevede, temettü getirisinin yüksek olması, gelecek dönemki beklentiler için temkinli olunmasını gerektirirken, temettü getirisinin düşük olması, gelecek dönemlerdeki beklentilerin olumlu yönde olacağını bir göstergesidir. Özellikle, temettü getirilerinin çok yüksek olması, firmanın finansal yapısının iyi olmaması nedeni ile gelecek dönemlerdeki temettü dağıtım oranının azalabileceği anlamına gelmektedir.¹²

Fakat çalışmanın uygulama bölümündeki regresyon analizinde, hisse senedi fiyat dalgalanması ile temettü getirisi arasında doğru yönlü bir ilişkinin bulunduğu görülmüştür. Bu durum, analiz konusu 79 şirketin hisse senetleri temel alınarak değerlendirildiğinde, yatırımcıların piyasada talep görmeyen düşük değerlenmiş hisse senetlerini satın almaya istekli olduklarının bir göstergesi olarak ifade edilebilir. Düşük değerlenmiş hisse senetlerinin temel özellikleri, fiyat/kazanç (F/K) ve piyasa değeri/defter değerinin (PD/DD) düşük ve/veya temettü getirilerinin yüksek olması şeklinde tanımlanmaktadır.¹³

Bu çerçevede, analize konu 79 şirketin hisse senetlerinin piyasaya göre düşük değerlenmiş hisse senetleri olması nedeni ile kar payı getirisinin fiyat dalgalanmasını olumlu yönde etkilemiş olabileceği düşünülmektedir. Ayrıca, bu hisse senetlerini tercih edenlerin, geleneksel yatırım kıstaslarının dışına çıkarak farklı bir yatırımcı grubu oluşturdukları da ifade edilebilir.

¹⁰ İsviçre’de 1974-2004 döneminde finans ve kamu sektörü dışındaki 175 şirketin kâr payı dağıtım politikalarını araştıran çalışmada, kâr payı ödemeleri ile fiyat dalgalanmaları, piyasa değeri/defter değeri ve kaldıraç değişkenleri arasında ters yönlü bir ilişki olduğu belirtilmiştir. Bu çerçevede, fiyat dalgalanması, gelecek dönemdeki kârların belirsiz olacağını gösteriyorsa, kâr paylarının düşük kâr durumunda sürdürülebilmesi için düşük seviyede tutulması gerekeceğini ifade etmektedir. Dolayısıyla, kâr paylarının değişmesinin bilgi sağlama özelliğinin bulunduğu anlaşılmaktadır. Bkz. **Stacescu**, a.g.e, s. 181.

¹¹ **Financial Management**, a.g.e, s. 487.

¹² **McGuigan, Kretlow ve Moyer**, a.g.e, s. 81.

¹³ **Hirschey ve Nofsinger**, a.g.e, s. 294.

Regresyon analizinde kullanılan üçüncü bağımsız değişken olan büyüklük, şirketin piyasa değerindeki yıllık değişim olarak tanımlanmıştır. Büyüklük sayısal olarak, piyasa değerinin logaritması alınarak bulunmuştur. Teorik olarak incelendiğinde, gelecek dönemlerde net nakit akımlarının artması sonucu piyasa değerindeki (büyüklük) yükselişler, hisse senedi fiyatlarının da artışına neden olmaktadır.¹⁴

Regresyon analizinde de, teoriye uygun olarak, büyüklükteki bir birim artışın hisse senedi fiyatlarının yukarı yönde dalgalanmasına neden olacağı ifade edilmektedir. Bu nedenle, analize konu 79 şirketin hisse senedi fiyatlarının büyüklük göstergesi ile paralel hareket ettiği vurgulanabilir.

3.3.2. Büyüklük ile Hisse Senedi Fiyat Dalgalanması, Temettü Dağıtım Oranı ve Aktiflerdeki Büyüme Arasındaki İlişki

Çalışmanın uygulama kısmında ikinci olarak ele alınan regresyon modelinde, büyüklük (BÜ) bağımlı değişken, fiyat dalgalanması (FD), temettü dağıtım oranı (TD) ve aktiflerdeki büyüme (AB) bağımsız değişken olarak ele alınmıştır.

$$Y_{BÜ} = \beta_1 X_{FD} + \beta_2 X_{TD} + \beta_3 X_{AB}$$

Model, incelenen 79 şirkete göre, fiyat dalgalanması, temettü dağıtım oranı ve aktiflerdeki büyüme, büyüklüğün %95,4'ünü açıklamaktadır. Model istatistiksel olarak incelendiğinde, modelde bulunan bağımsız değişkenlerin %5 anlamlılık düzeyine göre anlamlı olduğu, diğer bir ifade ile modelde yer almaları gerektiği sonucu anlaşılmaktadır.

— p: 0.000<0.05

— p: 0.005<0.05

— p: 0.023<0.05

¹⁴ Besley ve Brigham (2006), a.g.e, s. 366.

Tablo 14: Büyüklük (BÜ) ile Hisse Senedi Fiyat Dalgalanması (FD), Temettü Dağıtım Oranı (TD) ve Aktiflerdeki Büyüme (AB) Arasındaki İlişki

Model Summary						
Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate		
1	,977(a)	,954	,952	1,58165		

A Predictors: AB, TD, FD

ANOVA(b)						
Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	3931,989	3	1310,663	523,924	,000(a)
	Residual	190,124	76	2,502		
	Total	4122,113	79			

A Predictors: AB, TD, FD
b Dependent Variable: BÜ

Coefficients(a)						
Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	T	Sig.
		B	Std. Error	Beta		
1	FD	7,211	,427	,838	16,897	,000
	TD	3,667	1,276	,087	2,873	,005
	AB	1,042	,449	,103	2,320	,023

A Dependent Variable: BÜ

Modelin genel olarak anlamlılığı incelendiğinde (F-testi), modelin geçerli olduğu sonucu ortaya çıkmaktadır.

— p: 0.000<0.05

Elde edilen bu sonuçlar çerçevesinde, büyüklük ile fiyat dalgalanması, temettü dağıtım oranı ve aktiflerdeki büyüme bağımsız değişkenleri arasında doğru yönde bir ilişki bulunmaktadır. Buna göre, fiyat dalgalanmasında bir birimlik artış (ya da azalış), büyüklükte 7.211’lik artışa (ya da azalışa), temettü dağıtım oranındaki bir birimlik artış

(ya da azalış), büyüklükte 3,6672'lik artışa (ya da azalışa), aktiflerdeki büyümede bir birimlik artış (ya da azalış) ise, büyüklükte 1.042'lik artışa (ya da azalışa) neden olmaktadır.

Büyüklik, önceki bölümlerde şirketin piyasa değerinin logaritması alınarak tanımlanmıştır. Büyüklüğün, hisse senedi fiyat dalgalanması ile ilişkisi teorik olarak incelendiğinde, ölçeği büyük olan firmaların hisse senetlerinin getirilerinin, ölçeği küçük olan firmalara göre daha az olduğu kabul edilmektedir. Bunun nedeni, büyük firmaların küçük firmalara göre riski çeşitlendirme imkânlarının fazla olmasıdır. Bu çerçevede, beklenen getirinin azalmasına bağlı olarak yükselen fiyatların, şirketin piyasa değerini (büyüklüğünü) olumlu yönde etkileyeceği ifade edilmektedir.¹⁵

Regresyon analizinde de, teoriye uygun olarak, fiyat dalgalanması ile şirket büyüklüğü arasında doğru yönlü bir ilişkinin olduğu görülmektedir.

Büyüklüğün, aktiflerdeki büyüme ile olan teorik ilişkisine göre, firma aktiflerindeki her artış veya azalış, bilançonun pasifindeki sermaye ve borçlarda aynı ölçüde artışı gerektirmektedir.¹⁶ Bu nedenle, regresyon analizinde aktiflerdeki artış veya azalışların piyasa değerini (şirketin büyüklüğünü) aynı yönde etkileyeceği belirtilebilir. Analize konu 79 şirkette de, aktiflerdeki büyümenin, büyüklük üzerindeki etkisi olumlu olarak değerlendirilebilir.

Büyüklüğün, temettü dağıtım oranı ile olan teorik ilişkisi çerçevesinde, şirketlerin farklı temettü politikaları nedeni ile farklı yatırımcı grupları tarafından tercih edildiği açıklanmıştır. Bu kapsamda, yatırımcıların temettü dağıtım oranına göre hisse senetlerine gösterdikleri talep, hisse senedi fiyatlarını oluşturarak, şirketin büyüklüğünü (piyasa değerini) etkilemektedir. Örneğin, yüksek kâr payı dağıtım oranını tercih eden yatırımcıların oranı %40 iken, kar payı dağıtım oranı yüksek olan şirketler, toplam şirketlerin %20'sini oluşturuyorsa, bu şirketlerin hisse senedi fiyatlarında artış olacağı belirtilmektedir. Dolayısıyla, kâr payı dağıtım oranı düşük firmalar da politikalarında değişikliğe giderek, piyasaların dengeye gelmesine yardımcı olurlar.¹⁷

¹⁵ **Brigham ve Daves**, a.g.e, ss. 103-104; Ayrıca bkz ve karş. **Konuralp (2005)**, a.g.e, s.74.

¹⁶ **Bodie, Kane ve Marcus**, a.g.e, s. 666.

¹⁷ **Ross, Westerfield ve Jordan (2006)**, a.g.e, s. 584.

İstanbul Menkul Kıymetler Borsası'nda 30 endeksinde bulunan 19 firmanın 1987–2006 dönemindeki finansal verileri kullanılarak yapılan güncel bir çalışmada oto finansman ve kâr dağıtım miktarının şirket değerine etkileri regresyon yöntemiyle incelenmiştir. Elde edilen sonuçlar yalnızca 5 şirketin regresyon katsayılarının anlamlı olduğunu göstermiştir. Bu çerçevede, kâr payı dağıtımının şirket değerine etkisi konusunda kesin bir sonuca ulaşılamamıştır. Bunun nedeni olarak, kâr payı dağıtım miktarının analiz konusu şirketlerin değerini farklı şekillerde etkilemesi gösterilmiştir.

Buna ilaveten, inceleme konusu dönemde enflasyonun yüksek oranlarda gerçekleşmesi ve oluşan ekonomik krizler, piyasalardaki kırılganlığın artmasına neden olmuştur. 1993,1999 ve 2005 yıllarında hisse senetlerinin değerindeki artışlar da analizde ön plana çıkan unsurlar olarak dikkati çekmiştir. Belirtilen bu olumsuzlukların gelecek dönemlerde ortadan kalkması durumunda yapılacak analizlerin daha faydalı olacağı ifade edilmiştir.¹⁸

1989–2003 dönemi arasında Avrupa Birliği'ne üye 15 ülkede 3400'den fazla kayıtlı endüstri şirketinin veri tabanı kullanılarak yapılan araştırmada, kar payı dağıtım eğilimini etkileyen faktörler regresyon analizi ile incelenmiştir. Elde edilen sonuçlara göre, büyüklük ile kar payı dağıtım oranı arasında doğru yönlü bir ilişkinin bulunduğu vurgulanmıştır. Ayrıca, Tunus'ta Menkul Kıymetler Borsası'na kayıtlı 48 şirketin 1996–2002 dönemi arasında kâr payı dağıtım politikalarını inceleyen araştırmada da büyüklük ile kar payı dağıtım oranının (kâr payı ödemelerinin) aynı yönde hareket ettikleri vurgulanmaktadır.¹⁹

Önceki yıllarda yapılan çalışmalarda da, firma büyüklüğünün, temettü politikasını belirleyen önemli bir unsur olduğu ifade edilmiştir. Bu çerçevede, sermaye piyasalarından fon bulma imkânı fazla olan firmalarda kar payı dağıtımının yaygın

¹⁸ **Pekkaya**, a.g.e, ss.183, 206-207. Kanada'da Toronto Menkul Kıymetler Borsası'nda kayıtlı 291 şirketin yöneticilerinin, kâr payı dağıtım politikasının firma değeri üzerindeki etkisine ilişkin görüşlerine göre, nakit kâr paylarının değişmesinin firma değerini etkilemesi, kâr payı dağıtım politikasının hissedarlar için en yüksek getiriyi sağlaması, kâr payı dağıtım politikası oluşturulurken, mevcut kârlar ve gelecek dönemdeki büyümenin dikkate alınması ve yatırım, finansman ve kâr payı dağıtım kararlarının birbirini etkilemesi önemli kabul edilmektedir. Bkz. **Baker ve diğerleri (2007)**, a.g.e, s. 82

¹⁹ **Von Eije ve Megginson**, a.g.e, s.25. Ayrıca bkz ve karşı. **Naceur, Goaid ve Belanes**, a.g.e, ss. 6, 21.

olduğu görülmüştür. Dolayısıyla, yapılan ampirik çalışmalar sonucu firma büyüklüğü ile kar payı dağıtım oranı arasındaki ilişkinin yönü pozitif olarak belirlenmiştir.²⁰

Buna ilaveten, kar payı dağıtım oranının belirli bir oranda artmasının, diğer bir ifade ile istikrarlı kâr dağıtım politikasının izlenmesinin, firma hakkındaki belirsizliği azaltarak piyasa değerinin artmasını sağlayacağı belirtilmektedir.²¹ Uygulamada da, farklı sektörlerden seçilmiş 79 şirketin kar payı dağıtım oranları ile piyasa değerleri arasında olumlu bir ilişkinin olduğu vurgulanabilir.

3.3.3 Aktiflerdeki Büyüme ile Temettü Dağıtım Oranı ve Büyüklük Arasındaki İlişki

Çalışmanın uygulama kısmında üçüncü olarak ele alınan regresyon modelinde, aktiflerdeki büyüme (AB) bağımlı değişken, kar payı dağıtım oranı (TD) ve büyüklük (BÜ) bağımsız değişken olarak ele alınmıştır.

$$Y_{AB} = \beta_1 X_{TD} + \beta_2 X_{BÜ}$$

Model, incelenen 79 şirkete göre, kar payı dağıtım oranı ve büyüklük, aktiflerdeki büyümenin %70,8'ini açıklamaktadır. Model istatistiksel olarak incelendiğinde, modelde bulunan bağımsız değişkenlerin %5 anlamlılık düzeyine göre anlamlı olduğu, diğer bir ifade ile modelde yer almaları gerektiği sonucu anlaşılmaktadır.

— p: 0.032<0.05

— p: 0.000<0.05

Modelin genel olarak anlamlılığı incelendiğinde (F-testi), modelin geçerli olduğu sonucu ortaya çıkmaktadır.

— p: 0.000<0.05

²⁰ Holder ve diğerleri, a.g.e, s. 76.

²¹ Besley ve Brigham (2005), a.g.e, s.423; Hindistan'da hisse senetleri menkul kıymetler borsasında şirketlerin 1991-2001 döneminde kâr payı trendini inceleyen çalışmada, kârlılık, büyüklük ve kâr payları arasındaki ilişkinin temsil yaklaşımı ve asimetrik bilgi modeli ile açıklanabileceği belirtilmektedir. Bu çerçevede, asimetrik bilgi ve işlem maliyetine fazla maruz kalan küçük firmaların büyüme fırsatlarının finansmanında iç kaynakların ön planda yer alacağı vurgulanmıştır. Bkz. Reddy ve Rath, a.g.e, ss. 77,80.

Tablo 15: Aktiflerdeki Büyüme (AB) ile Büyüklük (BÜ) ve Temettü Dağıtım Oranı(TD) Arasındaki İlişki

Model Summary						
Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate		
1	,841(a)	,708	,700	,39087		

a Predictors: BÜ, TD

ANOVA(b, c)						
Model		Sum of Squares	Df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	28,483	2	14,242	93,218	,000(a)
	Residual	11,764	77	,153		
	Total	40,247	79			

a Predictors: BÜ, TD
b Dependent Variable: AB
c Linear Regression through the Origin

Coefficients(a,b)						
Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	T	Sig.
		B	Std. Error	Beta		
1	TD	-,700	,321	-,169	-2,178	,032
	BÜ	,092	,008	,933	12,040	,000

a Dependent Variable: AB
b Linear Regression through the Origin

Elde edilen bu sonuçlar çerçevesinde, aktiflerdeki büyüme ile kar payı dağıtım oranı arasında ters yönlü bir ilişki gözlenirken, aktiflerdeki büyüme ile büyüklük arasında doğru yönde bir ilişki bulunmaktadır. Buna göre, kar payı dağıtım oranındaki bir birimlik artış (ya da azalış), aktiflerdeki büyümede 0,7'lik azalışa (ya da artış) neden olurken, büyüklükteki bir birimlik artış (ya da azalış), aktiflerdeki büyümede 0.092'lik artışa (ya da azalış) neden olmaktadır.

Genel olarak, büyüme finans bilimi açısından çeşitli göstergeler yardımı ile açıklanmaktadır. Bu göstergelerin önemlileri satışlar, aktifler, öz sermaye, vergi öncesi kâr ve hisse başına kâr olarak sıralanmaktadır.²² Uygulamada da büyüme, firmanın toplam aktiflerinde yıllar itibarı ile gözlenen değişim olarak ifade edilmiştir.

Teorik olarak incelendiğinde, kar payı dağıtım politikası ile büyüme ve yatırım fırsatları arasında ters yönlü bir ilişkinin bulunduğu belirtilmektedir. Kâr paylarının temsil maliyeti yaklaşımında, pozitif net bugünkü değere sahip projelerin sayısının artması, kâr paylarının azalmasını sağlamaktadır. Bunun nedeni, şirket bünyesindeki nakdin yatırımlar için kullanılacağına kesinleşmesidir. Bu nedenle, büyüme oranı artan veya büyüme süreci içindeki firmaların kar payı dağıtım oranlarının düşük olduğu vurgulanmaktadır.²³ Uygulamada da, kar payı dağıtım oranı ile aktiflerdeki büyüme oranı arasında ters yönlü bir ilişkinin bulunması teoriyi destekleyen bir sonuç olarak değerlendirilmektedir.

Ayrıca, 1989–2003 dönemi arasında Avrupa Birliği'ne üye 15 ülkede 3400'den fazla kayıtlı endüstri şirketinin veri tabanı kullanılarak yapılan araştırmada, kar payı dağıtım eğilimini etkileyen unsurlar regresyon analizi ile incelenmiştir. Bulunan sonuçlara göre, aktiflerin büyüme oranı ile kar payı dağıtım oranı arasında ters yönlü bir ilişkinin bulunduğu görülmüştür. Buna karşı, Tunus'ta Menkul Kıymetler Borsası'na kayıtlı 48 şirketin 1996–2002 dönemi arasında kâr payı dağıtım politikalarını inceleyen araştırmada, büyüme oranı yüksek firmaların kâr payı dağıtımının da yüksek olduğu belirtilmektedir. Bunun nedeni olarak, söz konusu firmalarda hissedarların beklentilerinin öncelikli sırada yer alması gösterilmektedir. Bu olgunun ise, kâr paylarının bilgi içeriği yaklaşımı ile açıklanabileceği vurgulanmaktadır.²⁴

²² Akgüç (1998), a.g.e, s. 80.

²³ Smart, Megginson ve Gitman, a.g.e, s. 538; Allen ve Rachim , a.g.e, s. 180; De Angelo, De Angelo ve Stulz, a.g.e, s. 2.

²⁴ Von Eije ve Megginson, a.g.e, s. 17; Bkz ve karş. Naceur, Goaid ve Belanes, a.g.e, s. 21; Muhammed Omran ve John Pointon. Dividend Policy, Trading Characteristics, and Share Prices: Empirical Evidence From Egyptian Firms. International Journal of Theoretical and Applied Finance. Vol.7, No.2. 2004, s. 132

4. İNGİLTERE'DE SEÇİLMİŞ SEKTÖRLERDE KAR PAYI DAĞITIM POLİTİKASININ BÜYÜME VE PAZAR DEĞERİNE ETKİLERİ

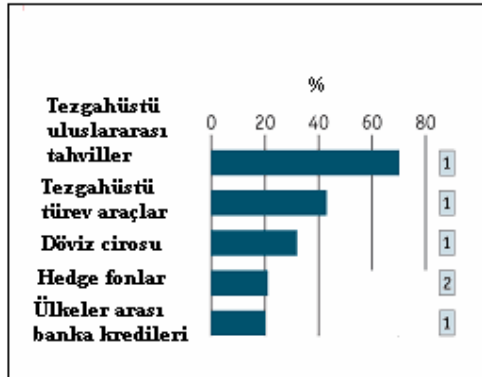
İngiltere, sermaye piyasalarının gelişmiş olduğu, dünyanın en önemli finans merkezlerinden birisidir. Bu nedenle, sermaye hareketlerinin yoğun olarak yaşandığı Londra Menkul Kıymetler Borsası'nda kâr payı dağıtım ve hisse senetlerine ilişkin verilerin ve değerlendirmelerin incelenmesinin, kâr payı dağıtım politikasının işletmelerin büyüme ve piyasa değerine etkileri konusunda faydalı olacağı düşünülmektedir.

4.1 Londra Menkul Kıymetler Borsası ile İlgili Seçilmiş Göstergeler

İngiltere'de Londra Menkul Kıymetler Borsası, sermaye piyasası hizmetleri, menkul kıymet alım satım hizmetleri, piyasa verileri hizmetleri ve türev araçlar olmak üzere dört temel işleve sahip bulunmaktadır.¹

Londra Menkul Kıymetler Borsası'nın önemi, Londra'nın dünyadaki sermaye hareketlerinin önemli bir bölümüne sahip olmasından kaynaklanmaktadır. Bu çerçevede, 2007 yılı itibariyle Londra'nın dünya piyasalarındaki payı tezgâh üstü uluslar arası tahvillerde %70, tezgâh üstü türev araçlarda % 40, döviz işlemlerinde %30 ve hedge fonlar ile ülkeler arası banka kredilerinde %20 olarak gerçekleşmiştir. Ayrıca piyasa kapitalizasyonu açısından ülkeler arası yapılan karşılaştırmada Londra'nın 2005 yılı itibariyle 3.058.182 milyon dolarla üçüncü sırada yer aldığı ifade edilmiştir.²

Şekil 26: Dünya Piyasalarında Londra'nın Payı



Kaynak: **The Economist**. Living by Their Wits. February 2007, <http://www.economist.com>

¹ <http://www.londonstockexchange.com/en-gb/about/cooverview/whatwedo/>, 2007

² <http://www.economist.com/markets/rankings/pocketworldinfigures/Printerfriendly.cf.>, 2007

Londra Menkul Kıymetler Borsası'nda birçok menkul kıymet türü işlem görmektedir. Bunlar, ulusal ve uluslar arası hisse senetleri, Euro tahviller, imtiyazlı hisse senetleri, şirket tahvilleri, devlet tahvilleri, yerel kuruluşların tahvilleri, itibarlı senetler (gilts), garantili ve garantisiz emtia senetleri (warrants) ve saklama makbuzları olarak sıralanmaktadır.³

Londra Menkul Kıymetler Borsası, iki piyasadan oluşmaktadır. Birincisi temel piyasa (ana piyasa) olarak adlandırılırken; ikincisi Alternatif Yatırım Piyasası olarak tanımlanmaktadır. Temel piyasaya yaklaşık 3000 şirket kayıt olmaktadır. Bunun için, sermaye tutarı, finansal durum (geçmiş) ve yönetim kurulu üyelerinin saygınlığı gibi farklı koşullara uyulması gerekmektedir. Buna karşı, Alternatif Yatırım Piyasası yaklaşık 500'ün üzerinde şirketi kapsamaktadır. Bu piyasada, ana piyasadan farklı olarak kabul koşulları sıkı tutulmamıştır. Ancak, piyasada kayıtlı olan şirketlerin özsermayelerinin 2–20 milyon Sterlin arasında değiştiği ifade edilmektedir.⁴

Tablo 16: İngiltere Menkul Kıymet Piyasasındaki Firmalar ve Hisse Senetlerinin Değeri

Yıl	Şirket Sayısı	Hisse senetlerinin piyasa değeri (Milyon Sterlin)
1995	2078	900
1996	2171	1012
1997	2157	1251
1998	2087	1422
1999	1945	1820
2000	1904	1797
2001	1809	1523
2002	1701	1148
2003	1557	1336
2004	1465	1461

Kaynak: Watson ve Head (2007), a.g.e., s. 34.

³ Ayrıntılı bilgi için bkz. **Arnold (2004)**, a.g.e., s. 39.

⁴ **Pike ve Neale**, a.g.e., ss.41-43.

İngiltere’de menkul kıymetler piyasasında faaliyet gösteren firmalar ve hisse senetlerinin piyasa değeri tablo 16’da gösterilmiştir. 1995–2004 döneminde piyasada faaliyet gösteren firmaların sayısında düşüş dikkati çekmektedir. Buna karşı, hisse senetlerinin piyasa değeri açısından dalgalı fakat artan bir seyir söz konusudur. Hisse senetlerinin piyasa değerinin ilgili dönemdeki artış nedeni ise ekonomik büyüme olasılığının gelişmesi olarak gösterilmektedir.

Tablo 17: İngiltere Alternatif Yatırım Piyasasındaki Firmalar ve Hisse Senetlerinin Değeri

Yıl	Şirket Sayısı	Hisse senetlerinin piyasa değeri (Milyon Sterlin)
1995	121	2382
1996	252	5298
1997	308	5655
1998	312	4438
1999	347	13468
2000	524	14935
2001	629	11607
2002	704	10252
2003	754	18358
2004	1021	31753

Kaynak: Watson ve Head (2007), a.g.e, s. 35.

Küçük firmaların oluşturduğu Alternatif Yatırım Piyasası’na ilişkin göstergeler ise tablo 17’de gösterilmektedir. Ana piyasadan farklı olarak, küçük firmaların sayısı 1995–2004 döneminde önemli ölçüde artış göstermiştir. Hisse senetlerinin piyasa değeri açısından da ana piyasaya benzer bir durum söz konusudur. Buna göre, 2000 yılında 14935 milyon Sterlin olarak gerçekleşen piyasa değeri 2002’ye kadar düşüş göstermiştir. Daha sonraki yıllarda ise büyük bir artışla 31573 milyon Sterlin olarak gerçekleşmiştir.⁵

⁵ Watson ve Head (2007), a.g.e, s. 34.

Londra Menkul Kıymetler Borsası'nda işlem gören hisse senetlerinin sahiplik yapısı incelendiğinde, büyük finansal kuruluşların hisse senetlerinin çoğunluğuna sahip oldukları görülmektedir. Bu önemli kuruluşlar arasında, sigorta şirketleri, emeklilik fonları, menkul kıymet yatırım ortaklıkları ve menkul kıymet yatırım fonları bulunmaktadır. 1963–2003 döneminde, söz konusu kuruluşların Londra Menkul Kıymetler Borsası'ndaki payında artış görülürken, bireylerin payında önemli ölçüde düşüş yaşanmıştır.⁶

4.2 Londra Menkul Kıymetler Borsası'nda Kâr Payı Dağıtımının Gelişimi

İngiltere'de kâr payı dağıtımı incelendiğinde yıllar itibariyle önemli farklılıkların görüldüğü belirtilebilir. 1963–1993 yılları arasında ticari ve sınaî sektörlerini kapsayan kâr payı dağıtım oranının gelişimine bakıldığında, 1960'ların ilk yıllarında kâr payı dağıtımının %30-%40 oranında gerçekleştiği; daha sonraki yıllarda ise %10 seviyelerine kadar gerilediği görülmüştür. Bunun nedeni olarak, vergi düzenlemelerinin şirketlerin kâr payı ödemelerini olumsuz etkilemesi ve ekonomide yaşanan durgunluk gösterilmiştir. İngiltere'de 1985 yılından itibaren ise, kâr payı olarak değerlendirilen şirket kârlarının payında önemli ölçüde artış görülmüştür.⁷

1990'lı yıllarda geniş sayıda İngiliz firmasının verileri kullanılarak kâr payı dağıtım politikasının iki önemli özelliği incelenmiştir. Bunlar, ödeme yönteminin belirlenmesi (kâr payı, hisse senedi geri alımı veya kâr payı ve hisse senedi geri alımı) ve mevcut fonların tamamının dağıtımına konu olup olmayacağı şeklinde sıralanmıştır. Zaman serisi ve çapraz kesit eğilim analizlerine göre ilginç sonuçlar elde edilmiştir. Bu çerçevede, 1990'larda İngiltere'de kâr payı ödemesi yapan şirket oranının yaklaşık %85 olduğu ve göreceli sabit kâr payı dağıtım politikasının geçerli olduğu belirtilmiştir. Amerikan şirketlerinden farklı olarak, İngiltere'de kâr payı dağıtım eğiliminde bir düşüş gözlemlenmemiştir. Bunda, her iki ülkenin farklı vergi sistemlerine sahip olmasının göreceli olarak etkili olduğu ifade edilmiştir. Ancak, araştırmada mevcut tüm eğilimlerin vergi etkisi ile ilişkilendirilemeyeceği vurgulanmıştır.⁸

⁶ 2003 sonu itibariyle İngiltere'de Menkul kıymetler borsası'nda işlem gören hisse senetlerinin sahiplik yapısı için bkz. **Peter Atrill**. Financial Management for Decision Makers. 4th Edition. Harlow: Prentice Hall. 2005, ss. 252-253.

⁷ **Stephen Bond, Lucy Channels ve Michael Devereux**. Company Dividends and Taxes in the UK. Fiscal Studies. Vol .16, No.3. 1996, ss. 3-4

⁸ **Renneboog ve Trojanowski (2005)**, a.g.e, s. 30.

Hisse senedi geri alımlarının, önemli bir kâr payı ödeme yöntemi olarak kabul edilmesine karşı, toplam ödemelerde kâr paylarının önemli bir yüzdeye sahip olduğu belirtilmektedir. Buna ilaveten, hisse senedi geri alımı yapan firmalarda, kâr payı dağıtımının da yapıldığı vurgulanmaktadır. Dolayısıyla, İngiliz firmaları açısından 1990'lı yıllarda hisse senedi geri alımlarının kâr paylarının alternatifi olmadığı anlaşılmıştır.⁹

1998–2002 yıllarında Londra Menkul Kıymetler Borsası'nda finans, kamu ve yarı kamu şirketleri dışındaki firmalardan 3351'ini konu alan çalışmaya göre, kâr payı ödemelerinin azalış içinde olduğu belirtilmektedir. İlgili çalışmanın başlangıcında kâr payı ödeyen firma sayısının oranı %76 olurken, 2002'de bu oran %21,5 azalarak %54,5'a gerilemiştir.¹⁰ Aynı dönemde, Amerika Birleşik Devletleri'nde benzer konuda yapılan çalışma ile karşılaştırıldığında, İngiltere'de kâr payı ödemelerinin farklı özelliklerinin bulunduğu ifade edilmektedir. Bu çerçevede, ilk olarak İngiltere'de kâr payı ödemelerinin Amerika Birleşik Devletleri'ne göre daha az düştüğü söylenebilir.¹¹ İkinci olarak İngiltere'de kâr payı ödemeleri çoğunlukla 1997 sonrası azalmaya başlarken, Amerika Birleşik Devletleri'nde 1978 yılından itibaren başlamıştır.

1990–2001 döneminde İngiltere'de birikmiş kar paylarını inceleyen araştırmaya göre, 1990'ların başlarından ve ortalarından itibaren bir yükseliş görülmektedir. Bu artış, 1997 senesine kadar devam etmiştir. Daha sonra, 1997 yılından itibaren, birikmiş kar paylarının azaldığı görülmektedir. 2001 yılı itibariyle kümülâtif kar paylarının 20–25 milyar sterlin olarak gerçekleştiği söylenebilir. Ayrıca, aynı dönemde, İngiltere'de kar payı yoğunlaşmasının Amerika Birleşik Devletleri'nden daha şiddetli olduğu belirtilmektedir. Bu çerçevede, Amerika Birleşik Devletleri'nde kar payı ödeyen ilk 100 şirketin toplam kar paylarındaki oranı %81,8 olurken, İngiltere'de bu oran %88,3 olarak gerçekleşmiştir.¹²

⁹ Renneboog ve Trojanowski (2005), a.g.e, s. 30.

¹⁰ Stephen P Ferris, Nilanjan Sen ve Ho Pei Yui. God Save the Queen and Her Dividends: Corporate Payouts in the United Kingdom. Journal of Business. Vol. 79. No.3. 2006, s. 1150.

¹¹ İlgili çalışmanın son döneminde Amerika Birleşik Devletleri'nde kâr payı ödemesinin yüzdesi %20,8 olurken, İngiltere'de %63 olarak gerçekleşmiştir. Bkz Ferris, Sen ve Yui (2006), a.g.e, s. 1155; Ayrıca bkz ve karşı. Eugene Fama ve K French. Disappearing Dividends: Changing Firm Characteristics or Lower Propensity to Pay? Journal of Financial Economics, Vol.60, 2001, ss.3-43.

¹² Ferris, Sen ve Yui (2005), a.g.e, ss. 6,28.

1998–2002 döneminde İngiltere’de kâr paylarının azalmasının çeşitli nedenlerinin bulunduğu belirtilmiştir. Bu çerçevede, hisse senedi geri alımlarındaki¹³ artışın etkili olduğu yönünde kuvvetli kanıtlar elde edilememiştir. Buna karşı, ele alınan dönemin son yıllarında hizmet inisiyatifinde (catering incentives) yaşanan değişim ve kâr payı priminin (dividend premium) kâr payı ödeme eğilimlerinde etkili olduğu vurgulanmıştır. 1997 yılında vergi kanunlarında kâr payları ile ilgili yapılan değişikliğin ise, kâr payı ödemelerindeki etkisinin önemsiz olduğu ifade edilmiştir. Dolayısıyla, yatırımcı talepleri ile kâr payı dağıtım kararları arasında yakın bir ilişkinin olduğu anlaşılmıştır.¹⁴

1989–2003 dönemi arasında İngiltere’nin de dâhil olduğu AB’ye üye 15 ülkede 3400’den fazla kayıtlı endüstri şirketinin veri tabanı kullanılarak yapılan araştırmada kâr payı dağıtım politikası incelenmiştir. Bu çerçevede, AB’de ödenen toplam reel kâr payları ve toplam şirket kârlarının bir bölümünü oluşturan kâr paylarında önemli artış yaşanırken, kar payı ödemesi yapan Avrupa firmalarının oranında ciddi bir düşüş görülmüştür. Buna ilaveten, Amerikan şirketleri ile paralel olarak, Avrupa firmalarının kâr payları ve kârlarında önemli derecede yoğunlaşma görüldüğü vurgulanmıştır.¹⁵

Kâr payı ödemelerinin, özsermayenin değeri açısından ölçümünün göstergesi olarak değerlendirilen kar payı getirisi ile ilgili 1992 ve 1993 yıllarını kapsayan ülkeler arası araştırmada, İngiltere’nin diğer ülkeleri geride bıraktığı ifade edilmektedir.¹⁶

1990–2007 yılları arasında kar payı getirisi ve kâr payı dağıtım oranlarının İngiliz hisse senetlerinin performansına etkilerini konu alan güncel bir araştırmaya göre, kar payı getirisi yüksek ve kâr payı dağıtım oranı düşük hisse senetlerinin getirisinin diğer hisse senetlerine göre fazla olduğu belirtilmektedir.

İngiltere’de farklı sektörlerden seçilmiş şirketlerin kar payı getirileri ve kâr payı dağıtım oranları ve 5 yıllık ortalamalarını inceleyen araştırmaya göre, kâr payı dağıtım oranlarının 5 yıllık ortalamasının ticari hizmetler, finans, imalat, sağlık teknolojileri ve dayanıksız tüketim sektörlerinde yüksek olduğu görülmektedir. Kar payı getirisinin 5

¹³ Hisse senedi geri alımları ile ilgili politikayı etkileyen faktörler için bkz. **Bancel ve diğerleri**, a.g.e, s.2.

¹⁴ **Ferris, Sen ve Yui (2006)**, a.g.e, s. 1171; . Hizmet teorisinin temelinde yöneticilerin, hissedarlar beklentilerini tam anlamıyla karşılaması yatmaktadır. Bu kapsamda, 1962-2000 yılları arasında New York Borsası’nda kayıtlı firmaların verileri kullanılarak yapılan araştırmada kâr paylarının hisse senedi değeri açısından önemli olduğu görülmüştür. Ayrıca, hissedar taleplerinin değişmesinin firma yöneticileri açısından temel gösterge kabul edildiği belirtilmiştir. Bkz ve karşı. **Baker ve Wurgler**, a.g.e, s. s. 1160.

¹⁵ **Von Eije ve Megginson**, a.g.e, s. 25.

¹⁶ **Bond ve diğerleri**, a.g.e, ss. 4-5

yıllık ortalamasının ise dayanıklı tüketim, enerji, finans ve imalat sektörlerinde yüksek oranlarda gerçekleştiği ifade edilebilir.¹⁷

Dünya borsalarının kar payı getirisi ölçęęi açısından sıralamasında İngiliz menkul kıymet borsalarının diğer borsalara göre yüksek getiri sağladığı ifade edilmektedir. Nisan 2007 ayı itibariyle yapılan karşılaştırmada, İngiliz menkul kıymet borsalarını oluşturan FTSE 100 ve FTSE 250'nin kâr payı getirileri sırasıyla 3,60 ve 4,24 olarak gerçekleşmiştir. Bu kapsamda, kâr payı dağıtım oranının, İngiliz şirketleri arasında yüksek oranlara ulaştığı ifade edilmektedir. Bunun nedeni olarak İngiltere'deki vergi uygulamalarının kâr payı dağıtımını teşvik etmesi gösterilmektedir.¹⁸

Tablo 18: İngiltere'de Seçilmiş Sektörlerdeki Kâr Payı Dağıtım Oranları

Sektör	2000*	2002*	2003**	2006**
Elektronik	0,43	0,38	0,38	0,67
Kamu	0,52	0,80	0,80	0,57
Tütün	0,70	0,59	0,59	0,53
Kimya	0,66	0,53	0,53	0,52
Perakende	0,69	0,48	0,48	0,51
Kozmetik	0,71	0,50	0,50	0,50
Bankacılık	0,52	0,63	0,63	0,50
Perakende Gıda	0,55	0,46	0,46	0,50
İnşaat	0,46	0,32	0,32	0,50
Telekomünikasyon	0,75	0,71	0,71	0,38
Eğlence ve Otel	0,44	0,48	0,48	0,35
Bilgi teknolojisi	0,19	0,34	0,34	0,24
Madencilik	0,50	0,53	0,53	0,23

Kaynak: *Watson ve Head (2005), a.g.e, s.190

** Watson ve Head (2007), a.g.e, s. 296

İngiltere'de sektörler bazında kâr payı dağıtım oranları Tablo 18'de gösterilmektedir. 2000–2002 döneminde İngiltere'de birçok sektörün kâr paylarında önemli ölçüde düşüş yaşandığı görülmektedir. Bu sektörler, telekomünikasyon, tütün, kimya, perakende, perakende gıda, ulaşım, elektronik ve inşaat sektörleri olarak sıralanmaktadır. Buna karşı, aynı dönemde, kamu hizmetleri, madencilik, ticari bankacılık, eğlence ve otelcilik ile bilgi teknolojisi sektörlerinde artış görülmektedir.

¹⁷ Ayrıntılı bilgi için bkz. **Pankaj Patel, Heath Barefoot, Souhang Yoo ve Ryan Carlson**. UK Dividend Yield Strategy. Credit Suisse Quantitative Analysis. 2007, s. 4

¹⁸ **Patel ve diğerleri**, a.g.e, ss.1,8.

Söz konusu dönemde, kâr payı dağıtımında en yüksek artış, kamu hizmetlerinde yaşanırken, en yüksek düşüş ulaşım sektöründe gerçekleşmiştir.

2003 ile 2006 arasında da kâr payı dağıtım oranlarında düşüş yaşandığı belirtilebilir. Kâr payı dağıtımında azalış yaşanan sektörler, kamu hizmetleri, madencilik, tütün, kimya, ticari bankacılık, telekomünikasyon, eğlence ve otelcilik ile bilgi teknolojisi olarak sıralanmaktadır. Buna karşı, aynı dönemde, elektronik, perakende, gıda ve inşaat sektörlerinin kâr payı dağıtım oranlarında yükseliş görülmektedir. Bu değişimlerin şirket özellikleri ile sektörün etkilerinden kaynaklandığı ifade edilmektedir.¹⁹ 2003–2006 döneminde, kâr payı dağıtımında en yüksek artış, elektronik sektöründe yaşanırken, en yüksek düşüş telekomünikasyon sektöründe gerçekleşmiştir.

Son 20 yılda, İngiltere’de kâr payı dağıtımının artış içinde olduğu ifade edilmektedir. Bunun temel nedenleri aşağıdaki gibi sıralanmaktadır:²⁰

- “ —Şirketlerin satın alınma tehdidi nedeni ile hissedar bağlılığını sürdürmek için yüksek kâr payı dağıtımını önleyici yöntem olarak kullanması
- 1988 Finans kanunundaki vergi değişikliklerinin kâr payı ödemeleri üzerindeki vergi ayrımcılığını büyük ölçüde kaldırması
- Kısa dönemli bakış açısı içinde, şirketlerin kurumsal hissedarların yoğun baskısı nedeni ile yüksek kâr payı ödemek zorunda kalmaları.”

İngiltere Sermaye Piyasası’nda hisse senedi getirisi ve kâr payı geliri arasındaki ilişkiyi ele alan bir çalışmaya göre, kâr payı dağıtım rasyosunun hisse senedi getirisini etkileyen önemli bir unsur olduğu ve kâr payı gelirinin anlamlılığını belirlediği vurgulanmıştır. Ayrıca, kâr payı dağıtım rasyosunun kâr payı geliri gibi bilgi etkisinin bulunduğu ifade edilmiştir.²¹

¹⁹ **Watson ve Head (2007)**, a.g.e, ss.295-296.

²⁰ **Pike ve Neale**, a.g.e, s. 628.

²¹ **Ian McManus, Owain Ap Gwilym ve Stephen Thomas**. The Role of Payout Ratio in the Relationship Between Stock Returns and Dividend Yield. *Journal of Business Finance & Accounting*. Vol 31. Nos. 9-10. 2004, s. 1384. 1975-1997 yılları arasında kâr payı istikrarı, kar payı getirisi ve hisse senedi getirisi arasındaki ilişkiyi inceleyen çalışmada da, kar payı getirisi dışında kâr payı dağıtım politikasının istikrarlı olmasının, İngiliz hisse senedinden oluşan portföylerin getiri sıralamasında getiri dağılımını etkilediği anlaşılmıştır. Bkz. **Owain Ap Gwilym, Gareth Morgan ve Stephen Thomas**. Dividend Stability, Dividend Yield and Stock Returns: UK Evidence. *Journal of Business Finance & Accounting*. Vol 27. Nos. 3-4. 2000, s. 278.

2004 yılında İngiltere’de Londra Menkul Kıymetler Borsası’nda kayıtlı mali olmayan kuruluşların (non-financial companies) yöneticilerinin kâr payı dağıtım politikası ile ilgili görüşlerini konu alan araştırmada, şirketlerin farklı bakış açılarına sahip oldukları belirtilmiştir. Genel olarak incelendiğinde, araştırma konusu firmaların yaklaşık yarısının kâr dağıtımını yapmadığı veya alıkonan kârlar ile ilgili politika geliştirmedeği görülmektedir. Şirket büyüklüğü ile karşılaştırıldığında bu oranların ters yönlü ilişkisinin olduğu ifade edilmiştir.

İlgili araştırmada, 1980’e kadar faaliyete geçmiş şirketler ile kıyaslandığında, 1995’ten sonra kurulmuş şirketlerin kâr payı dağıtımını ve alıkonan kârlar açısından daha kötü durumda oldukları vurgulanmıştır. Buna ilaveten, kâr payı dağıtımını açısından yıllık cirosu 50 milyon Sterlin’den yüksek olanların daha avantajlı oldukları belirtilmektedir.

Kâr payı dağıtım politikasının mevcut kârlılıkla olan ilişkisi çerçevesinde, araştırmada en düşük kârlılığa sahip firmaların, en küçük ve en genç firmalar olduğu ifade edilmiştir. Bu kapsamda, 1995 sonrasında kurulmuş firmalarda zarar oranı %72’yi bulurken, bu oranın 1981 öncesi kurulmuş firmalarda %18’e kadar indiği görülmüştür. Araştırmada, kâr payı dağıtım politikasına ilişkin bulgulara küçük kotasyonlu firmaların, büyük kotasyonlu firmaların sektörleri ile karşılaştırılmasında da ulaşılmıştır.

İngiltere Merkez Bankası’nın 2004 öncesi yapılmış çalışmasına göre, küçük kotasyonlu firmaların kârlılığının son 30 yılda büyük kotasyonlu firmaların gerisinde kaldığı belirtilirken, alıkonan kârlar açısından tersine bir durumun söz konusu olduğu vurgulanmaktadır. Bu çerçevede, ilgili firmaların borçlanma derecesinin düşük, içsel finansman imkânlarının yüksek olduğu anlaşılmıştır.²²

4.3 Londra Menkul Kıymetler Borsası’nda Kayıtlı Firmaların Kâr Payı Dağıtımını Etkileyen Faktörler

İngiltere’de kâr payı dağıtım politikası birçok unsurdan etkilenmektedir. Bunlar, kârlılık ve likidite, yasal sınırlamalar, vergi oranları, yatırım fırsatları, sermaye yapısı, sektör

²² **Peter Brierley ve Mike Young.** The Financing of Smaller Quoted Companies: A Survey. Bank of England Quarterly Bulletin, 2004, s. 162.

özellikleri, firmanın ortaklık yapısı, hissedar beklentileri ve borsa konumu olarak sıralanmaktadır.

4.3.1 Kârlılık ve Likidite

Kârlılık ve likidite, kârların ve nakit akımlarının seviyesinin bir göstergesidir. Dolayısıyla, kârların ve nakit akımlarının yeterliliği ve istikrarı, kâr payı dağıtımını etkileyen en önemli unsurlardandır. Bu çerçevede, kâr paylarının nakit çıkışını gerektirmesi nedeniyle, kârlılık ve likidite açısından iyi durumda olmayan şirketlerin olumsuz etkileneceği belirtilmektedir.²³

Önceki bölümlerde açıklandığı gibi, kârların yüksek olması, kâr paylarının aynı derecede yüksek olmasını gerektirmemektedir. Bu kapsamda, kâr payları açısından firmaların nakit dengesi önemli kabul edilmektedir.²⁴

4.3.2 Yasal Sınırlamalar

Kâr payı dağıtım oranının ülkeler arası karşılaştırmasında, İngiliz geleneksel hukuk sisteminin uygulandığı ülkelerde kâr payı dağıtım oranının yüksek oranlarda gerçekleştiği görülürken; medeni hukuk sistemindeki ülkelerde kâr payı dağıtım oranının daha düşük oranlarda olduğu ifade edilmektedir. Bunun nedeni, geleneksel hukuk sisteminde finansman yöntemi olarak sermaye piyasasının tercih edilmesi ve özsermayenin kontrol maliyetlerinin düşük olması ile kâr payı ödemelerine öncelik verilmesidir. Buna karşı, medeni hukuk sisteminde finansal aracılık mekanizmasının gelişmiş olmasının ve borç kontrol maliyeti'nin düşük olmasının kâr payı dağıtımında yükselmeyi engellediği belirtilmektedir.²⁵

İngiltere'de şirketlerin tabi olduğu yasalara göre, kâr paylarının ödenmesi dağıtılabılır kârların yeterli seviyede olmasına bağlanmıştır. Bu çerçevede, kâr payı dağıtımını için dönem faaliyetinin net kârla sonuçlanması gerekmektedir. İngiltere'de kâr paylarını etkileyen diğer yasal sınırlamalar arasında borç verenlerin şirket sermayesinin kullanımını üzerindeki sınırlamaları ile sektör kaynaklı sınırlamalar veya teşvikler yer almaktadır.²⁶

²³ **Financial Management (1999)**, a.g.e, s. 496; Likidite ve kâr payı ödemeleri arasındaki ilişki için ayrıca bkz. **Pettit**, a.g.e, s. 163.

²⁴ **Watson ve Head (2007)**, a.g.e, s. 285.

²⁵ **Smart, Megginson ve Gitman**, a.g.e, s. 537; **Besley ve Brigham (2006)**, a.g.e, s. 554.

²⁶ **Pike ve Neale**, a.g.e, s.629.

Şirket sermayesinin kullanımı ve oluşumuna ilişkin sınırlamaların yaygın olarak yaşandığı kurumlara örnek olarak risk sermayesi yatırım ortaklıkları gösterilebilir. Bu çerçevede, risk sermayesi sözleşmelerinde kâr payı dağıtım rasyosu ve kaldıraçla ilgili belirli oranlar söz konusu olabilmektedir. Ayrıca, risk sermayesi sahiplerinin (venture capitalists) yaptıkları yatırımlarda kâr payı dağıtım oranı az olan değiştirilebilir menkul kıymet (convertible securities) kullanımına önem verdikleri görülmektedir. Bunun en önemli nedeni, şirket üzerindeki kontrol yetkisinin sürdürülmek istenmesidir.²⁷

4.3.3 Vergi Oranları

İngiltere’de vergi oranlarının kâr payı dağıtım politikasına etkisi, kâr payları ve sermaye kazançlarına uygulanan vergi oranları ile yakından ilişkilidir. Geçmiş yıllarda, İngiltere’de kâr paylarının vergi oranının sermaye kazançlarından fazla olduğu vurgulanmaktadır. Buna karşı, yapılan düzenlemelerle kâr paylarının vergileri düzeltilmeye çalışılmıştır. Bu çerçevede, sermaye kazançlarına uygulanacak vergilerde, bireylerin marjinal vergi oranlarının dikkate alınacağı vurgulanmaktadır. Genel olarak incelendiğinde, İngiltere’de sermaye kazançlarının vergi oranları bakımından daha uygun olduğu belirtilmektedir.²⁸

4.3.4 Yatırım Fırsatları

Yatırım fırsatları, İngiltere’de şirketlerin kâr payı dağıtım politikasını etkileyen önemli faktörlerden biridir. Bu kapsamda, yatırım projelerinin finansmanında alıkonan kârlara ağırlık verildiği görülmektedir. Yatırım projelerinin finansmanı için kâr paylarının düşürülmesinde çeşitli noktalara dikkat edilmesi gerektiği belirtilmektedir. Bunlar:

- “— Kâr paylarındaki azalışa piyasaların ve hissedarların tepkisi
- Dış finansman kaynaklarının maliyeti ve varlığı
- Mevcut dağıtılabilir kârlara kıyasla ihtiyaç duyulan fonların tutarı”²⁹

olarak sıralanmaktadır.

²⁷ Megginson ve Smart, a.g.e, ss. 580-581.

²⁸ Arnold (2005), a.g.e, s. 1017; 1970-1990 döneminde konu ile ilgili araştırma için bkz. Bond ve diğerleri, a.g.e, s. 16.

²⁹ Watson ve Head (2007), a.g.e, s. 285.

4.3.5 Sermaye Yapısı

Sermaye yapısının uygun ve dengeli olması, firmaların önemli finansal amaçlarından biridir. Ayrıca, sermaye yapısı, kâr payı dağıtımını önemli ölçüde belirlemektedir. Bu çerçevede, kaldıraçtan fazla yararlanılması durumunda, kâr paylarında azalış yaşanabileceği belirtilmektedir.³⁰

Sermaye yapısının gelişmiş ve gelişmekte olan ülkeler arasındaki özelliklerini inceleyen araştırmada, toplam borcun defter değeri (book value of total debt) açısından, İngiltere'deki firmaların borç kullanım oranlarının, Japonya, İtalya, Fransa ve Almanya gibi gelişmiş ülkelerin gerisinde kaldığı ifade edilmiştir. Piyasa değeri açısından karşılaştırıldığında ise İngiltere'deki uzun vadeli borç kullanım oranının Amerika Birleşik Devletleri, Japonya ve Almanya'nın üzerinde olduğu görülmüştür. Kaldıraç oranlarının ise, ekonomideki sektörlerin özellikleri ve işletme finansmanında bankacılık sektörü veya sermaye piyasasının etkinliği gibi unsurlara göre değiştiği vurgulanmaktadır.³¹

İngiliz firmalarının finansmanla ilgili karar verme süreçlerini ve bunları etkileyen faktörleri inceleyen çalışmada, borçlanma derecesinin, faiz vergisi kalkanı (interest tax shield), finansal sıkıntı (financial distress), temsilci maliyetleri ve bir ölçüde simetrik olmayan bilgidan etkilendiği vurgulanmıştır.³²

Sermaye yapısı ile ilgili 2001 yılında yapılan çalışmaya göre, sermaye yapısı kararlarının finansal esnekliğe sahip olmasının kâr payı dağıtım politikasını olumlu yönde etkilediği vurgulanmıştır.³³

4.3.6 Sektör Özellikleri

İngiltere'de sektör özellikleri kâr payı dağıtım politikasını şekillendiren etkili unsurlar arasında yer almaktadır. Dolayısıyla, kâr payı dağıtım politikalarının sektörlere uygun

³⁰ **Financial Management (1999)**, a.g.e, s. 497; Ayrıca bkz ve karşı. **Barclay ve Smith**, a.g.e, ss. 8-17.

³¹ **Smart, Megginson ve Gitman**, a.g.e, s. 455; Kaldıraç oranlarının ülkeler arasındaki ayrıntılı karşılaştırması için ayrıca bkz. **Smart, Megginson ve Gitman**, a.g.e, s. 457.

³² **Vivien Beattie, Alan Goodacre ve Sarah Jane Thomson**. Corporate Financing Decisions: UK Survey Evidence. Journal of Business Finance and Accounting. Vol.33. Nos. 9-10. 2006, s. 1402.

³³ **Dhanani**, a.g.e, s.1635.

özellikler taşıyabileceği ifade edilmektedir. Yüksek büyüme yaşanan sektörlerde, kâr payı dağıtım politikaları, gelecek dönemdeki yatırımların finansmanına yardımcı olacak şekilde oluşturulurken, olgunlaşmış sektörlerde farklı uygulamalar söz konusu olabilmektedir.

Bu konu ile ilgili olarak, 1985 yılında yapılan çalışmaya göre kamu sektörünün kâr payı dağıtım oranı açısından diğer sektörlerin önünde olduğu belirtilmektedir. Ayrıca, 1999 yılındaki başka bir çalışmaya göre, İngiltere’de sektörler için kâr payı değerlendirme modelinin değişebileceği vurgulanmıştır.³⁴

4.3.7 Sahiplik Yapısı

Firma türlerine göre oluşan sahiplik yapısı, kâr payı dağıtım oranlarının seviyesini oluşturmaktadır. Genel olarak, yönetici ve firma sahiplerinin aynı olduğu küçük firmaların, kâr payı dağıtımını düşük oranda tuttukları ifade edilmektedir. Buna karşı, farklı sahiplik yapısı bulunan büyük ve halka açık firmalarda kâr payı dağıtım oranının yüksek olduğu belirtilmektedir.³⁵

4.3.8 Hissedar Beklentileri

Hissedarlar veya şirket hisse senetlerini satın alan yatırımcıların kâr payı dağıtımını ile ilgili farklı beklentileri bulunmaktadır. Yatırımcıların/hissedarların tercihini, yüksek ve istikrarlı kâr payları oluşturuyorsa, kâr payı dağıtım politikasının bunu karşılayacak şekilde düzenlenmesi gerekmektedir. Hissedar beklentilerinin karşılanamaması durumunda ise, hisse senedi fiyatlarının olumsuz etkileneceği belirtilmektedir.³⁶

4.3.9 Borsa Konumu

Şirketlerin borsada buldukları konum ise, kâr paylarını etkileyen önemli faktörlerden biridir. Bu kapsamda, Londra Menkul Kıymetler Borsası’nda bulunan Alternatif Yatırım Piyasası’ndaki firmaların yeni ve genç olması, yüksek bilgi asimetrisine ve temsil problemlerine neden olmaktadır. Bununla beraber, söz konusu piyasada finansman

³⁴ Dhanani, a.g.e, s.1635.

³⁵ Financial Management (1999), a.g.e, s.497.

³⁶ Financial Management (1999), a.g.e, s.497

imkânlarının maliyetinin yüksekliği artık kâr payı dağıtım stratejisinin benimsenmesine neden olmaktadır.³⁷

1990'lı yıllarda geniş sayıda İngiliz firmasının verileri kullanılarak kâr payı dağıtım politikasının özelliklerini inceleyen araştırmada, daha büyük, kârlılığı yüksek ve borçlanma oranı düşük firmalarda kâr payı dağıtımının yaygın olduğu belirtilmiştir. Ayrıca, söz konusu firmalarda büyümenin daha yavaş yaşandığı ve yatırım fırsatlarının daha az görüldüğü gözlemlenmiştir. Ortaklık yapısı ile ilgili olarak, blok hissedarların varlığının kâr payı ödeme yöntemini etkilediği açıklanmıştır. Bu kapsamda, yoğun ortaklık yapısında kâr paylarının hisse senedi geri alımları yerine tercih edildiği görülmüştür. Bu etkinin, blok hissedarların oy verme gücünün ölçüm yöntemi ve her hissedar türü açısından anlamlı kabul edildiği ifade edilmiştir.³⁸

4.4 Londra Menkul Kıymetler Borsası'nda Kayıtlı Firmaların Kâr Payı Dağıtım Politikasının Büyüme ve Pazar Değerine Etkileri

İngiltere'de kâr payı dağıtım politikalarının hisse senedi değeri ve büyüme üzerindeki etkilerini inceleyen çalışma, anket yaklaşımını kullanarak İngiliz firma yöneticilerinin görüşlerini açıklamıştır. Anket metodolojisi, firmaların nasıl çalıştığını anlamaya yönelik olarak sermaye piyasası temelli uygulamaları tamamlayıcı niteliktedir. Dolayısıyla, bu yöntemin avantajları, araştırmalara spesifik cevap oluşturabilecek soru sorma ve değişken ve /veya model özellikli kantitatif araştırmalardan doğabilecek zorlukların giderilmesi olarak sıralanmaktadır.³⁹

Yapılan araştırmada, piyasaların mükemmelliğini etkileyen sermaye olanak ve yapısındaki sınırlamalar ve koşullar, hissedarlar ve yöneticiler arasındaki simetrik olmayan bilgi dengesi, temsil/yönetişim sorunları ve hissedarların durumlarındaki farklılıklar göz önünde bulundurularak kâr payı dağıtım politikası ile ilgili bir ana hipotez ve ona bağlı dört yan hipotez geliştirilmiştir.⁴⁰

³⁷ Dhanani, a.g.e, s.1637.

³⁸ Renneboog ve Trojanowski (2005), a.g.e, ss. 30-31; Avustralya ve Japonya'da kâr payı dağıtım politikalarını etkileyen faktörler sektör özellikleri, büyüklük, risk ve likidite olarak sıralanmıştır. Bkz Ho, a.g.e, s. 91.

³⁹ Dhanani, a.g.e, s.1627-1628.

⁴⁰ Dhanani, a.g.e, s.1628-1629.

Ana hipoteze göre:

H₁: “Bir firmanın kar payı politikası, gerçek dünyada mevcut bir veya daha fazla çeşitli sermaye piyasası kusur ve noksanlarını etkileyebilir ve dolayısıyla, firmanın hissedarlara yönelik değerini artırabilir.”⁴¹

Ana hipoteze bağlı yan hipotezler ise

H_{1a}: “Bir firmanın kar payı politikası sermaye yapısını ve/veya yatırım kararlarını etkileyebilir ve dolayısıyla firma değerini hissedarlar açısından artırabilir.”

H_{1b}: “ Bir firmanın kar payı politikası hissedarlar ve yöneticiler arasındaki simetrik olmayan bilgiyi azaltmakta ve böylece, hissedarlar için firmanın değerini artırmaktadır”

H_{1c}: “Bir firmanın kar payı politikası hissedarlar ve yöneticiler arasındaki yönetişime bağlı temsil sorunlarını azaltarak firmanın hissedarlara olan değerini artırır.”

H_{1d}: “Bir firmanın kar payı politikası hissedarlarının farklı durumunu dikkate alarak hissedarlar için firmanın değerini artırmaktadır”⁴² olarak belirlenmiştir.

Birinci alt hipotez çerçevesinde (H_{1a}), en uygun sermaye yapısıyla finanse edilen etkin yatırım stratejilerinin geliştirilmesi hissedarların servetini maksimize etme amacına yardımcı olmaktadır. Yatırım ve finansman stratejileriyle ilişkili olarak hissedarlara dağıtılması gereken kazancın bulunması durumunda, kâr payı dağıtım politikasının yatırım ve finansman kararlarından doğrudan etkilendiği söylenebilir. Buna karşı, aynı şekilde kâr payı dağıtım politikası ile sermaye yatırımı ve sermaye yapısının ilişkisi farklı olabilir.

Bu durumda sermaye yatırımı ve sermaye yapısı kararları ile varlıklarının değer artışı kâr payı dağıtım politikasından etkilenebilir. Bunun için kâr payı dağıtım politikasının sermaye yapısı ve sermaye yatırım kararları sonucu oluşan bir artık/kalıntı değer olması gerektiği düşünülmektedir. Sermaye yatırım kararları kapsamında, esnek kâr payı oluşumuna yardımcı olan artık kar payı stratejisinin oldukça uygun olduğu ifade

⁴¹ Dhanani, a.g.e, s.1637

⁴² Dhanani, a.g.e, ss. 1630, 1631, 1632, 1633.

edilmektedir. Bunun nedeni olarak, yeni projelerin finansmanında alıkonan kârların dış pazar kaynaklı fonlardan daha ucuz olması gösterilmiştir. Firmalar esnek türdeki kâr paylarını sermaye yapısını uygun bir duruma getirmek için de kullanabilirler. Buna ilaveten, dağıtılabilir kârın hisse senedi alımı için kullanıldığı hisse senedi geri alma programlarının, hisse senedi değerlerinin değiştirilmesinde ve finansal rasyolarının ayarlanmasında kullanılabileceği düşünülmektedir.⁴³

İngiliz firmalarının finansmanla ilgili karar verme süreçlerini ve bunları etkileyen faktörleri inceleyen çalışmada, standart bir sermaye yapısı politikasının bulunmadığı görülmüştür. Bu çerçevede, hedef borçlanma rasyosunun sürdürülmesini önemli bulan firma sayısının analize konu şirketlerin yaklaşık yarısını oluşturduğu belirtilmektedir. Finansman politikası teorileri açısından değerlendirildiğine, elde edilen bu sonucun dengeleme teorisini desteklediği vurgulanmıştır.

Buna karşı, fon kaynaklarının değerlendirilmesinde hiyerarşik sırayı dikkate alan firma sayısının ise incelemeye konu firmaların %40'ını oluşturduğu gözlemlenmiştir. Bu sonuçtan da, finansman hiyerarşisi hipotezinin geçerli olduğu anlaşılmıştır. Dolayısıyla, her iki finansman politikası teorisinin aynı anda geçerli olabileceği belirtilmiştir.⁴⁴

İkinci alt hipotez çerçevesinde (H_{1b}), kâr paylarının, hissedarlarla yöneticiler arasındaki simetrik olmayan bilgi dengesini yönetilmesine yardımcı olan bir tür sinyalleme metodu olduğu ifade edilmektedir. Bu kapsamda, başarılı ve başarısız olmayan firmaların piyasada kolayca ayırt edilebilmesinde kâr paylarının inandırıcı ve yüksek maliyetli bir bilgi aktarma yöntemi olduğu vurgulanmaktadır. (ayırt etme dengesi).

İlk olarak, diğer bir ifadeyle inandırıcılık konusunda, kâr paylarının ödenmesinin firmanın başarılı olmasının temel koşulu olarak kabul edildiği belirtilmektedir. Bunun nedeni, yakın bir gelecekte dış finansman kaynaklarına gerek olmadan kar payı

⁴³ Dhanani, a.g.e, ss. 1629-1630.

⁴⁴ Beattie ve diğerleri, a.g.e, s. 1402; “Dengeleme teorisinde, firmalar ilave bir dolarlık borcun maliyetlerini ve faydalarını karşılaştırarak optimal kaldıraç oranlarını belirlemektedirler. Borcun faydaları olarak faiz ödemelerinin vergi matrahını düşürücü etkisi ve nakit akışı problemlerini azaltması sayılabilir. Borcun maliyetleri ise potansiyel iflas maliyetlerini ve hissedarlar ile borç verenler arasındaki temsilci çatışmalarını içermektedir. Optimal kaldıraç oranında ise son kullanılan borcun faydası maliyeti dengelemektedir.” Bkz. Erkan ve Aydemir, a.g.e, s. 132.

ödemelerinin yapılabilmesidir. İkinci olarak, kâr payı dağıtımının piyasaya maliyeti yüksek bir sinyal verdiği görülmektedir. Dolayısıyla, bu tür yüksek maliyetli bir mekanizmanın hissedarlara pozitif bilgi aktarımında kullanılabilmesi, firmanın piyasada başarılı olarak kabul edildiğini göstermektedir.⁴⁵

Üçüncü alt hipotez çerçevesinde (H_{1c}), kâr paylarının, operasyonel faaliyetlerden oluşacak ek gelirlerin yönetici menfaatleri doğrultusunda kullanılmasıyla ilgili temsilci sorununun (agency problem) yönetiminde önemli bir rolünün olduğu belirtilmektedir. İlk olarak, kâr paylarının serbest nakit akımı şeklinde hissedarlara ödenmesiyle, uygun olmayan yatırımların yapılması önlenmektedir. İkinci olarak ise, kar payı ödemeleriyle yeni yatırımlar için dış finansman sağlanmasının zorunlu olacağı ve böylece firma faaliyetlerinin dış gözetiminin yapılmasının mümkün olacağı ifade edilmektedir.

Kâr paylarının geleneksel hukuk sisteminin uygulandığı ülkelerde temsilci sorunlarının yönetiminde daha etkili olduğu gözlemlenmektedir. Bu kapsamda, ilgili ülkelerdeki yatırımcıların kâr payları ile ilgili beklentilerinin olması ve yasalarca korunması, serbest nakit akımlarının kötüye kullanımını önleyerek, daha yüksek oranlarda kar payı yaratılmasına yardımcı olmaktadır.⁴⁶

Dördüncü alt hipotez çerçevesinde (H_{1d}), ortaklık yapısının firma kar payı politikası açısından büyük bir öneme sahip olduğu belirtilmektedir. Kendi özel durumlarının sonucu olarak, bazı hissedarların tercihinin nakit kar payı, kar payı istikrarı ve kâr payı yerine sermaye kazancı olarak farklı şekillerde gerçekleşebileceği vurgulanmaktadır. Bu nedenle, bireysel yatırımcıların ihtiyaçlarının karşılanması, hisse senedi priminin kontrolünde büyük avantajlar sağlamaktadır.⁴⁷

⁴⁵ **Dhanani**, a.g.e, ss. 1630-1631.

⁴⁶ **Dhanani**, a.g.e, ss. 1631-1632; “Denis ve Osobov (2006) 1989 – 2002 dönemini kapsayan data ile altı belli başlı ülkede bulunan firmaların kar payı politikalarını incelemişlerdir. ABD, İngiltere, Kanada, Fransa, Almanya ve Japonya’yı inceleyen yazarlar bu altı ülkede azalan bir (PTP) kar payı ödeme eğilimi kanıtlamışlardır. Bu yazarlar ayrıca, izlenen eğilimin kar payı modellerinin temsil maliyetlerini veya hizmet teorisini etkilemesini de test etmişlerdir. Ödeme eğiliminin geleneksel hukukun işlediği ülkelerde büyüme olanaklarıyla olumsuz, medeni kanunun yer aldığı ülkelerde ise olumlu etkilendiğini tespit etmişler ve bunun da hizmet teorisinden çok temsil maliyeti modelini desteklediği sonucuna varmışlardır.” Bkz. **Von Eije ve Megginson**, a.g.e, s. 6; Ayrıca bkz ve karşı. **Cohen ve Yagil**, a.g.e, s. 178.

⁴⁷ İspanya’da hisse senetleri borsaya kote olmuş 135 firmanın 1990-1999 dönemindeki verileri kullanılarak yapılan araştırmada, yatırım, finansman ve kâr payı kararları temel alınarak sahiplik yapısının oluşumunda etkili faktörler incelenmiştir. Bu çerçevede, firma içi ve firma dışı pay sahipliklerinin borçlar ve kâr paylarına ilişkin kararlarla bağlantılı olduğu anlaşılmıştır. Ayrıntılı bilgi için bkz. **Pindado ve De La Torre**, a.g.e, ss. 668,683.

Nakit kâr payı ödemeleri iki görüşle açıklanmaktadır. Birinci görüşe göre, hisse senedi sahiplerinin işlem masraflarının azaltılmasında kar payı ödemeleri büyük bir öneme sahiptir. Çünkü sermaye kazancının nakite çevrilmesinin işlem giderlerinin artmasını sağlayacağı düşünülmektedir. İkincisi görüşe göre ise, nakit kar payılar, daha az riskli alternatif olarak, sermaye kazancına (veya gelecekteki nakit kar payılara) tercih edilebilmektedir.

Kar payı tercihleri, kişisel yatırımcıların vergi durumu ile de yakından ilişkilidir. Bu kapsamda, yatırımcıların vergiye tabi olması, düşük kâr payı veren veya hiç kâr payı ödemeyen hisse senetlerine talebi artırmaktadır. Yatırımcıların elde ettiği sermaye kazancı da vergiye tabi olabilir; bunun için hisse senetlerinin satıldığı zaman gelirin tahakkuk etmesi gerektiği belirtilmektedir.

Buna ilaveten, İngiltere ve Amerika Birleşik Devletleri gibi bazı ülkelerde kar payı ve sermaye kazancına uygulanan vergi oranlarının farklılığı da kâr payı tercihlerinde etkilidir. Emeklilik fonları ve sigorta şirketleri gibi kurumsal yatırımcıların vergi mükellefi olarak aynı kategoride bulunması da kâr payı tercihlerinin oluşmasına yardımcı olmaktadır. Bu kapsamda, bu tür yatırımcıların uzun vadeli yatırımları tercih etmesi, kâr payı dağıtım politikalarında alıkonan kârların gelecekteki yatırımlar için önemini artırmaktadır.

Bununla beraber, söz konusu yatırımcılar açısından, likidite eksikliğinin bir sorun olarak görülmediği ve kazançlarının değerlendirilmesi için uygun yatırım olanaklarının bulunması gerektiği ifade edilmektedir. Bu çerçevede, kar payı kazancının (dividend receipts) sadece olumsuz etkisinin bulunduğu vurgulanmaktadır.⁴⁸

Anket çalışmasından elde edilen sonuçlara göre, İngiliz firma yöneticileri, kâr payı dağıtım politikasının hissedar değerini en yüksek seviyeye çıkarmadaki önemine ve hissedar beklentilerinin karşılanmasıyla firma devralmalarının engellenebileceğine vurgu yapmışlardır. Ankete katılan yöneticilerin daha küçük fakat istatistikî açıdan önemli bir yüzdesine göre, uygun bir kâr payı dağıtım politikası ile hissedar değerinin en yüksek seviyeye çıkarılmasının mümkün olabileceği görülmüştür.

⁴⁸ **Dhanani**, a.g.e, ss. 1632-1633; Amerika'daki şirketlerin vergi konusundaki görüşleri için bkz **Brav ve diğerleri**, a.g.e, ss.38-41.

Buna karşı, ankete katılan yöneticilerin kâr payı dağıtım politikasının yan hipotezlerde ($H_{1a} - H_{1d}$) belirtilen fonksiyonları konusunda kararsız oldukları vurgulanmıştır.⁴⁹

Tablo 19: Genel Temettü Hipotezine (H1) İlişkin Katılımcı Cevaplarının Tanımlayıcı İstatistikleri ve Çapraz Kesit Analizi: Kar payı Politikası ve Firma Değeri (FV)⁵⁰

Faktör	Ortalama T-test (1)	Sıra Ortalama	Katılıyor% T-test (2)	Katılmıyor% T-test (3)	Sıra A/(D)4	
<i>Kar payı Politikası/Firma Değeri (FV)</i>						
FV1 Kar payı politikası hissedarlar için firma değerini maksimize etmeli	3.88 11.46***	4	73.6 8.76***	12.9 -7.06***	5	
FV2 Hissedar isteklerini karşılayan bir kar payı politikası firma devralmaya karşı savunmada yardımcı olur	3.53 7.28***	7	65.1 6.54***	14.7 -6.59***	7	
FV3 Hissedarların servetini maksimize etmek için firmanın benimseyeceği optimum bir kar payı politikası var	3.42 5.63***	8	54.9 3.87***	17.3 -5.90***	10	
<i>Önemli Kurumsal Değişkenler (7)</i>						
Faktör	Büykl.	Statü	Endüst.	Kald.	Büym Asim Büy.Ol. Bilg.	Hiss. Karl. Tip.
<i>Kar payı Politikası/Firma Değeri (FV) Kur.</i>	Küçük	AIM	GP1(8)	Düşük	Düşük	Düşük
	Büyük	LSE	GP2(8)	Yüks.	Yüks.	Yüks.
FV1 Kar payı politikası hissedarlar için firma değerini maksimize etmeli			G1:4.06 G2:3.81			
FV2 Hissedar isteklerini karşılayan bir kar payı politikası devralmaya karşı savunmada yardımcı olur	** S:3.84 L:3.44		* G1:3.88 G2:3.44			* L:3.65 H:3.37
FV3 Hissedarların servetini maksimize etmek için firmanın benimseyeceği optimum bir kar payı politikası var	** S:3.22 L:3.54		* G1:3.59 G2:3.33			

Kaynak: Dhanani, a.g.e, s. 1646.

⁴⁹ Norveç'te yapılan araştırmada kar payı dağıtım politikasının önemli olduğu belirtilmektedirler. Bu çerçevede, kar payı dağıtım politikasının hissedarların getirisini en yüksek seviyeye çıkaracak şekilde oluşturulması gerektiği ifade edilmektedir. Ayrıca, en uygun kar payı dağıtım politikasının oluşturulmasında pay senedinin fiyatını artıran mevcut kar payları ve gelecek dönemki büyümenin dengelemesi gerektiği vurgulanmaktadır. Ancak, nakit kar paylarının değişmesinin pay senedinin değerini etkilemesi konusunda net bir görüş elde edilememiştir. Kar payı dağıtım politikası ve pay senedinin değeri arasında bir ilişki konusunda da destekleyici görüşlerin fazla olmadığı anlaşılmıştır. Bkz. **Baker ve diğerleri (2006a)**, a.g.e, s. 175.

⁵⁰ "(1)Farksızlık hipotezi: $u = 3$, (2) Farksızlık hipotezi: $p(s>3)$, (3)Farksızlık hipotezi: $p(s<3)$.

(7) Endüstri sınıflama grubu 1, finansal ve kamu grubu, 2 ise sanayi, tüketim ve hizmet endüstrilerini içermektedir. ***, ** ve * t-ve Mann Whitney- testlerinin %1, %5 ve %10 aynı sıraya göre önem düzeylerini sırasıyla göstermektedir." Bkz. **Dhanani**, a.g.e, s. 1646

Yatay kesit analizinde, küçük ve/veya daha az kârlı firmaların devralınma tehdidine karşı, kâr payı dağıtım politikasını diğer firmalara kıyasla daha önemli buldukları görülmüştür. Bu firmalara göre, optimum kâr payı dağıtım politikası bulunmamaktadır. Bunun nedeni, söz konusu firmaların sinyalleme ve sermaye yapısı ile ilgili olarak dezavantajlı konumda olmalarıdır.

FV1-FV3'ün sektörel bazlı incelemesine göre, finans ve kamu firmalarında kâr payı hisse senedi değeri ilişkisinin önemli bir yeri bulunduğu anlaşılmıştır. Bunun da sinyalleme yaklaşımı ile yakından ilişkili olduğu belirtilmiştir.

Tablo 19'da belirtilen görüşler, büyüklük, borsa statüsü, sektör, kaldıraç, büyüme fırsatları, asimetrik bilgi, kârlılık ve hissedar türü gibi kurumsal değişkenler dikkate alınarak istatistiksel açıdan değerlendirilmiştir. İstatistiksel açıdan test edilen diğer kurumsal değişkenler önemli bulunmamıştır. Bunun nedeni, kâr payı dağıtım politikasının ana kütledeki firmaların değeri açısından aynı öneme sahip olmasıdır.⁵¹

Kurumsal karakteristiklerin etkisi göz ardı edildiğinde, anket sonuçları sinyalleme (H_{1b}) ve ortaklık yapısı (H_{1d}) ile ilgili hipotezlerin finansman ve yatırım kararları (H_{1a}) ile acente/temsil sorunları (H_{1c}) hipotezlerine göre daha anlamlı olduğu vurgulanmıştır. Özellikle, İngiliz firmalarınca, sermaye yapısı ve yatırım kararlarının kâr payı dağıtım politikası ile etkilenemeyeceği belirtilmiştir. Bu kapsamda, artık kar payı politikasının yatırım kararları için uygun olmadığı ve kâr payı dağıtım politikasının sermaye yapısını etkilemede esnekliğinin fazla olmadığı ifade edilmiştir.⁵²

Kâr payları ile sinyalleme (dividend signalling) ve düzeltme (dividend smoothing)⁵³ yaklaşımları arasındaki ilişkinin belirlenmesine yönelik olarak 1990–2003 döneminde 137 İngiliz hizmet ve imalat firmasının hisse senedi fiyatları ve kârlarının dinamik tavrını inceleyen araştırmaya göre, hisse senedi fiyatları, kâr payları ve kârlar arasında güncel/eş

⁵¹ **Dhanani**, a.g.e, s. 1645.

⁵² **Dhanani**, a.g.e, s. 1660; 1992-1998 döneminde İngiltere'de kâr payı ödeme eğilimlerini inceleyen araştırmada, bütün firmalar için geçerli bir sinyalleme yaklaşımının bulunmadığı belirtilmiştir. Bkz. **Tse**, a.g.e, s. 12; ABD'de firma yöneticilerinin kâr payı dağıtım politikalarını inceleyen araştırmada, kâr payı dağıtım politikası ise hisse senedi fiyatı arasında kuvvetli bir ilişkinin olmadığı belirtilmiştir. Bkz. **Brav ve diğerleri**, a.g.e, s. 514.

⁵³ Kâr payı dağıtım politikası ile kontrol yoğunluğu arasındaki ilişkiyi araştıran çalışmaya göre, kâr payı dağıtım politikasının kârlardaki değişmeye göre düzenlendiği gözlemlenmiştir. Dolayısıyla, bu yaklaşımın, finans literatüründe yer alan kar payı düzeltmesine (dividend smoothing) uygun olduğu vurgulanmıştır. Bkz. **Renneboog ve Trojanowski (2007)**, a.g.e, s. 57-58.

zamanlı bir ilişkinin olduğu ifade edilmektedir. Buna karşı, söz konusu değişkenler arasında bağımsızlık yönünden bir ilişki görülmemiştir.

Yapılan araştırmada, her iki kâr payı yaklaşımının geçerli olduğu belirtilirken, sinyalleme yaklaşımının hisse senedi fiyatının belirlenmesinde daha iyi sonuçlar verdiği gözlenmiştir.⁵⁴

Ankette kâr payı dağıtım politikası ile ilgili geliştirilen dört alt hipotezin (H_{1a} - H_{1d}) büyüme olanaklarından etkilendiği belirtilmektedir. Bu kapsamda, artık kâr payı dağıtım politikası hipotezinin (residual dividend policy) yüksek büyüme potansiyeli bulunan firmalar için uygun olduğu vurgulanmaktadır.⁵⁵ Özellikle, kar payı kesintisinin gelecek dönemdeki firma performansı ile ilişkisizliği ve nakit kâr payı yerine sermaye kazancı tercihini öngören sinyalleme hipotezine olan firma yaklaşımlarının artık kâr payı dağıtım politikası ile uyumlu olduğu görülmüştür.⁵⁶

Kâr payı dağıtım politikaları, firma büyüklüğünden iki türlü etkilenmektedir. Bu kapsamda, küçük firmalarda sermaye yapısı kararlarıyla ilgili yaşanan sınırlamalar, kâr payı dağıtım politikalarının esnekliğini arttırdığı düşünülmektedir. Aynı şekilde, kâr payı dağıtım politikasının önemli bir sinyalleme mekanizması olarak değerlendirildiği görülmektedir. Bunun nedeni olarak, söz konusu firmaların daha büyük çapta simetrik olmayan bilgi sorunu yaşamaması ve daha ufak çapta iletişim metotlarıyla çalışmaya mecbur olmaları gösterilmiştir. Dolayısıyla, kâr payı dağıtım politikasının küçük firmalar açısından daha etkili bir araç olduğu ifade edilebilir.⁵⁷

Endüstri analizinde, kar payı sinyalleme hipotezinin, kamu ve finansal sektördeki firmalarda, sanayi, tüketim ve hizmet sektörlerindeki karşıtlarından daha çok anlamlı bulunduğu görülmektedir. Bu sonuçların, kurumsal hisse senedi değerlendirmesinde kamu ve finans firmalarının kar payı getirisi modeline; diğer gruptaki firmaların (P/E)

⁵⁴ **Goddard ve diğerleri**, a.g.e, s. 493, 503; İrlanda'nın önde gelen 20 firmasının finansal direktörlerinin kâr payları ile ilgili görüşleri Aralık 2002-Kasım 2003 döneminde görüşme yöntemi ile analiz edilmiştir. Buna göre, kâr paylarının kesintisiz olarak ödenmesi ve kar payı oranlarının değiştirilmemesi söz konusu firmaların kar payı dağıtım politikalarının özellikleri olarak ifade edilmiştir. İrlanda'da yapılan bu araştırmada kar payı dağıtım politikası ile ilgili özelliklerin İngiltere ve ABD'de de gözlemlendiği belirtilmiştir. **Thomas Mc Cluskey, Brice Burton ve David Power**. Evidence on Irish Financial Directors Views About Dividends. Qualitative Research in Accounting and Management. Vol. 4, No.2, 2007, s. 123.

⁵⁵ **Dhanani**, a.g.e, s. 1664; Ayrıca benzer bir görüş için bkz. **Pettit**, a.g.e, s. 161.

⁵⁶ **Dhanani**, a.g.e, s. 1664-1665.

⁵⁷ **Dhanani**, a.g.e, s. 1664; Ayrıca bkz ve karşı. **Omran ve Pointon**, a.g.e, s. 132.

fiyat kazanç rasyosuna ağırlık verdiğini öne süren 1999 yılındaki çalışmayla uyum içinde olduğu ileri sürülmüştür.⁵⁸

Firma değeri ile kâr payı dağıtım politikası arasındaki ilişkiyi kurumsal yönetim (corporate governance) ve likit varlıklar açısından ele alan çalışmada, 1988–1998 döneminde İngiltere’yi de kapsayan 35 ülkenin firmalarına ait veriler kullanılarak yatırımcıların korunma derecesi ile ilgili iki farklı hipotez regresyon modeliyle test edilmiştir. Elde edilen sonuçlara göre, yatırımcıların korunma derecesinin yüksek olduğu ülkelerde, nakitin firma değerine yaptığı katkının önemli ölçüde yükseldiği görülmüştür. Buna karşı, yatırımcıların korunma derecesinin düşük olduğu ülkelerde, kâr paylarının firma değerine yaptığı katkının nakite göre daha fazla olduğu vurgulanmıştır.⁵⁹

1998–2002 döneminde İngiltere’de kâr payı ödemelerini inceleyen diğer bir çalışmaya göre, firma büyüklüğü ve kârlılığın, kâr payı dağıtımı ile pozitif yönde ilişkisinin olduğu görülmüştür. Buna karşı, yatırım fırsatları ile kâr payı dağıtımı arasında ters yönlü bir ilişkinin bulunduğu belirtilmiştir. Bu kapsamda, kârlı yatırım fırsatlarının bulunması, dağıtılması beklenen kâr payları için gerekli finansman kaynaklarının düşük miktarda olacağını ifade etmektedir. Elde edilen bu sonuca, Fama ve French (2001), Smith ve Watts (1992), Gover ve Gover (1993) ile Barclay ve diğerlerinin (1995) yıllarındaki çalışmalarında da rastlandığı vurgulanmıştır.⁶⁰

⁵⁸ Dhanani, a.g.e, s. 1664.

⁵⁹ Lee Pinkowitz ve Rohan Williamson. Cash Holdings, Dividend Policy and Corporate Governance: A Cross-Country Analysis. Journal of Applied Corporate Finance. Vol.19. No.1, 2007, ss. 85,86.

⁶⁰ Ferris, Sen ve Yui (2006), a.g.e, s. 1163; Kâr payı dağıtım politikasının hisse senedinin değeri üzerindeki etkisi, İrlanda’nın önde gelen 20 firmasının finans müdürlerinin kâr payları ile ilgili görüşlerini inceleyen çalışmada belirtilmiştir. Bu çerçevede, kâr paylarının miktarı ve yüzdesindeki değişimin finansal planlama açısından önemli olduğu vurgulanmıştır. Dolayısıyla, İrlanda’da kâr paylarının vergi dezavantajının bulunmasına rağmen, düzenli kâr payı ödeyen firmaların çoğunluğu oluşturduğu ifade edilmiştir. Bkz. Mc Cluskey ve diğerleri, a.g.e, s. 128.

SONUÇ

Hisse senedinin fiyatının değerlendirilmesinde etkili makro ekonomik veriler, genel ekonomik durum, konjonktürel (tahmini) beklentiler, ekonomik hayatı etkileyebilecek siyasi faktörler, faiz oranlarındaki gelişimin/gelişmelerin sermaye ve para piyasaları üzerindeki etkisi, kurların genel gidişatından anlaşılan borsanın eğilimi, belirli ekonomik sektörlerdeki beklentiler şeklinde sıralanmaktadır. Mikro ekonomik veriler ise; şirketin tarihsel gelişimi, örgütlenmesi, pazardaki konumu, faaliyet alanı, sermayesinin rantabilitesi (verimliliği/kârlılığı), sermaye yapısı, malvarlığı/likiditenin yapısı, hisse senedinin sahipleri (halka açık anonim şirket/ aile tipi anonim şirket), idarenin/yönetimin niteliği, kurlardaki gelişim ve **kar payı/kâr payı dağıtım politikası** olarak belirtilmiştir.

Kâr payı dağıtım politikası, finansal yönetimin önemli karar alanlarından biri olarak, işletmeler açısından büyük önem taşımaktadır. Bunun nedeni, işletme faaliyetleri sonucu sağlanan kârın, vergi olarak devlete ödenmesi, ortaklara kâr payı şeklinde dağıtılması ve yedekler şeklinde işletme bünyesinde bırakılmasıdır.

Dolayısıyla, temel amacı işletmenin piyasa değerini en yükseğe çıkarmak olan yöneticiler için kâr payı dağıtım politikası stratejik bir araç niteliğindedir. Bu kapsamda, dağıtılacak kâr payının nakit veya hisse senedi şeklinde olması, istikrarlı veya değişken bir özelliğe sahip olması, hisse senedi geri alımları şeklinde ödenip ödenmemesi gibi konular bu politikanın temel noktalarını yansıtmaktadır.

Kâr payı dağıtım politikasının stratejik özelliği, birçok unsurdan etkilenmesi ile de açıklanmaktadır. Bu unsurlar, dönem kârından ayrılacak kâr payı tutarını belirleyerek işletmenin hisse senetlerinin piyasa değerini önemli ölçüde etkilemektedir. Yapılan araştırmalarda, mevcut kârların istikrarı, mevcut ve gelecek dönemdeki kârların seviyesi, yasal düzenlemeler, şirketin büyüme hızı, borç yapısı, büyüklüğü, kârlılığı, vergi oranları, enflasyon, benzer işletmelerin kâr payı dağıtım politikaları, işletmenin likidite durumu ve yeni yatırımlar kâr payı dağıtım kararlarını etkileyen unsurlar olarak ön plana çıkmıştır.

Özellikle ülkemizde, şirketlerin halka açık olup olmaması, sektörlerin özellikleri ve ekonomik koşullar kâr payı dağıtım politikasını etkileyen en önemli unsurlar olarak dikkati çekmektedir. Halka açık anonim şirketlerin, kâr dağıtımında, Türk Ticaret Kanunu ve Vergi Kanunlarına ilave olarak Sermaye Piyasası Kanunu'na tabi olması dağıtılacak kâr paylarının değişmesine neden olmaktadır. Buna göre, halka açık anonim şirketlerin finansman imkânlarının anonim şirketlere göre fazla olması ve hisse senetlerinin yatırımcılar tarafından alınıp satılması gibi nedenlerle kâr payı dağıtımının halka açık şirketlerde daha fazla olduğu belirtilebilir.

Vergi kanunları açısından, kurumlar vergisi ve gelir vergisi kanunları kâr payı dağıtımını belirleyici rol oynamaktadır. 2005 yılı için %30 olarak belirlenen kurumlar vergisi oranının 2006 yılı için %20'ye düşürülmesi ve kurumlar vergisi için uygulanan %10 fon payı kesintisinin kaldırılmasının şirket bünyesinde daha fazla fonun birikmesine yardımcı olacağı düşünülmektedir. Buna karşı devletin gelirleri açısından olumsuz bir gelişme olarak değerlendirilmektedir.

Kurumlar vergisi kanunu, halka açık olan veya olmayan şirketler için aynı vergi oranının uygulanacağını belirtmektedir. Gelir vergisi kanunu açısından da halka açık anonim şirketler ile aile tipi anonim şirketler arasında kâr payının vergilendirilmesi açısından herhangi bir fark görülmemektedir. Ayrıca, istisna kapsamında olan veya olmayan kazanç ayrımı kaldırılmıştır.

Türk Ticaret Kanunu açısından da, halka açık şirketlerin birinci kar payı oranı ile aile tipi anonim şirketlerin birinci kar payı oranının farklı olduğu belirtilebilir. Bunun nedeni, halka açık şirketlerin sermaye piyasası tarafından oluşturulan denetim mekanizması çerçevesinde ortaklarına daha fazla kâr payı dağıtma zorunluluğudur.

Sermaye Piyasası Kanunu ise, halka açık anonim şirketlerin ayrıca kar payı avansı dağıtım zorunluluğunu düzenlemektedir.

1994 – 2003 yılları arasında, hisse senetleri İMKB'de işlem gören firmaların kâr payı (kar payı) dağıtım politikaları, nakit olarak kâr payı dağıtım şeklini uygulayan firmaların çoğunluğu oluşturduğunu göstermektedir. Buna karşı, bedelsiz hisse senedi olarak kâr payı dağıtımı ile bedelsiz hisse senedi ve nakit kâr payı dağıtımının çok yaygın olmadığı

gözlemlenmiştir. Bununla birlikte, kâr payı dağıtımını yapan şirket yüzdesinde belirgin bir düşüşün yaşandığı anlaşılmaktadır.

Kâr payı dağıtım politikasının ülkeler arasındaki gelişimi karşılaştırıldığında, Türkiye ile Amerika Birleşik Devletleri ve Avrupa arasında önemli farklılıkların olduğu gözlemlenmektedir. Bu çerçevede, ülkemizde kâr paylarının nakit şeklinde dağıtımı yaygınken, Amerika Birleşik Devletleri ve Avrupa’da hisse senedi geri alımları ve hisse senedi şeklinde kâr payı dağıtımının, nakit kâr payı yerine de kullanıldığı görülmektedir.

Ülkemizde, 1985–1994 yılları arasında %50 oranında nakit kâr payı dağıtım zorunluluğu varken, aynı dönemde Amerika Birleşik Devletleri ve Avrupa’da kaybolan kâr olgusunun olduğu ve hisse senedi geri alımlarında önemli ölçüde artış yaşandığı söylenebilir. Yine aynı dönem içinde, gelişmekte olan ülkelerde alıkonan kârların gelişmiş ülkelere kıyasla daha fazla olduğu belirtilebilir. 2005 yılı itibarı ile ülkemizde, halka açık anonim şirketlerin kârlarından en az %30 oranında kâr payı dağıtım zorunluluğunun getirilmesi ve İstanbul Menkul Kıymetler Borsası’nda yabancı yatırımcıların hisse senetlerine olan ilgisinin artması ile kar payı ödemelerinde önemli artışlar yaşandığı görülmektedir.

Türkiye’deki şirketlerin, yurt dışındaki şirketler gibi kâr payı dağıtım kültürüne sahip olmadıkları görülmektedir. Genel olarak, kar payı dağıtımını yapan şirketlerin kurumsallaşmayı tamamlamış şirketler olduğu vurgulanmaktadır. Bu çerçevede, kâr dağıtım politikaları kurumsallaşma ve Sermaye Piyasası Kurulu’nun düzenlemeleri çerçevesinde önem kazanmaya başlamıştır. Bu kapsamda, kâr payı beklentisi ile hisse senedi alınırken, kar payı politikalarının da analiz edilmesi, yatırımcıların getirisini olumlu etkileyebileceği ifade edilebilir.

Kâr payı dağıtım politikasının işletmenin pazar değerine etkileri konusunda birçok teorik yaklaşım bulunmasına karşın, kar payı politikası finans teorisi açısından çözülemeyen bir bilmece olarak tanımlanmaktadır.

Sermaye piyasalarının mükemmelliği, kâr paylarının işletmenin pazar değerine etkisinin önemini azaltırken, günümüz finans piyasalarında vergiler, asimetrik bilgi ve işlem giderleri gibi tam rekabet koşullarını bozan unsurların varlığı, kâr paylarının hissedarlar ve işletmeler açısından önemini artırmaktadır.

Buna ilaveten, hisse senetlerinin farklı risk anlayışına sahip bireysel ve kurumsal yatırımcılarca alınıp satılması, kar payı politikasını hisse senedinin piyasa değerini etkileyen bir unsur olarak ön plana çıkarmaktadır. Bu kapsamda, farklı kâr payı dağıtım politikaları uygulayan firmaların farklı türdeki yatırımcıları etkiledikleri görülmektedir. Dolayısıyla, yatırımcı beklentilerine uygun kâr payı dağıtan firmaların hisse senedi fiyatlarının olumlu etkilendiği ifade edilebilir. Yapılan ampirik çalışmalarda işletmelerin kâr payı dağıtım politikalarına uygun yatırımcı gruplarının oluştuğunu ve bunların işletmenin piyasa değerini belirlediği vurgulanmaktadır.

Yatırımcıların kâr payı veya hisse senedi fiyatlarının değişiminden doğan sermaye kazancı şeklindeki tercihlerini belirleyen en önemli unsur vergilerdir. Kâr payları ile sermaye kazançlarının farklı oranda vergiye tabi olması, yatırımcıların alıkonan kârları ve hisse senedi geri alımlarını tercih etmesini sağlamaktadır. Bu nedenle, hissedarların vergiye dayalı olarak farklı gruplar oluşturdukları söylenebilir.

İşletme yönetimi açısından kâr payları, piyasalara firmanın durumu hakkında bilgi vermektedir. Bunun nedeni, sermaye piyasalarının mükemmelliğini bozan asimetrik bilginin olumsuz etkisinin kâr payları aracılığı ile giderilmesidir. Bu kapsamda, işletme yöneticileri firmanın finansal durumu ile ilgili sahip olduğu bilgileri hisse senetlerine yansıtarak yatırımcılarına güven vermektedir. Dolayısıyla, işletmenin piyasa değeri olumlu etkilenmektedir. Firmalar, hisse senedi geri alımlarından da kâr paylarının bilgi etkisi yaklaşımında yararlanmaktadır. Özellikle, hisse senetlerinin düşük değerlendirildiği durumlarda dolaşımdaki hisse senetleri toplanarak hisse senedinin fiyatının yükselmesi sağlanmaktadır.

Kâr payı dağıtım politikasının işletmenin büyüme oranına etkileri teorik olarak incelendiğinde, büyüme oranı ile kar payı politikası arasında ters yönlü bir ilişkinin bulunduğu görülmektedir. Firmanın büyüme oranı, dağıtılmayan kârlar ve özsermaye kârlılığı tarafından belirlendiğinden, işletmenin kâr payı dağıtım oranı büyük önem taşımaktadır. Bu çerçevede, büyüme oranını artırmak isteyen firmaların daha fazla kâr bünyelerinde bıraktıkları ifade edilebilir. Dolayısıyla, alıkonan kârların oranının artmasının (kâr payı dağıtım oranının azalması), büyümeyi olumlu etkilediği ifade edilebilir.

Aynı şekilde, toplam varlıkların (aktifler) hızlı artması şeklinde sağlanan büyümede, finansman ihtiyacının yükselmesi özsermayenin desteklenmesini gerektirmektedir. Bunun en uygun yolu da alıkonan kârlar yardımı ile gerçekleşmektedir.

Özetle, büyümeyi amaçlayan firmaların alıkonan kâr oranları artmaktadır. Sağlıklı bir büyümenin gerçekleşmesi için de firmaların finansal riskini göz önünde bulundurmaları gerekmektedir.

Teoride, kâr payı dağıtım politikasının, işletmenin pazar değeri ve büyüme oranına etkileri ile ilgili yapılan değerlendirmelerin benzerlerine uygulama sonucunda da ulaşılmıştır. Bu çerçevede, İstanbul Menkul Kıymetler Borsası'nda 1998–2005 döneminde farklı sektörlerde faaliyet gösteren 79 şirketin finansal verileri kullanılarak yapılan regresyon analizine göre, kâr payı dağıtım politikasının işletmenin büyüme ve pazar değerini etkilediği belirtilebilir.

Elde edilen sonuçlara göre, İstanbul Menkul Kıymetler Borsası'ndan analiz için seçilen şirketlerin kâr payı dağıtım politikalarının kâr payı ilişkisizliği yaklaşımı dışındaki yaklaşımlarla açıklanabileceği görülmektedir. Ülkemizde menkul kıymetler piyasasının tam mükemmel piyasa şartlarını taşımaması ve spekülasyona açık olması gibi nedenler bu sonucu destekler niteliktedir.

Bu kapsamda, analize konu şirketler açısından kâr payı dağıtım politikası ile hisse senetlerinin piyasa değeri arasındaki ilişkinin kâr paylarının bilgi içeri yaklaşımı ile açıklandığı görülmektedir.

Regresyon analizinde, piyasa değeri ile ilgili bir kavram olan büyüklük ile kâr payı dağıtım politikasının ilişkisi incelendiğinde, büyüklük ile kâr payı dağıtım politikası arasında doğru yönlü bir ilişkinin olduğu görülmektedir. Bu ilişki, gözlem konusu şirketler açısından kâr payı dağıtım politikasının işletme ile ilgili çevreler yaklaşımı ile açıklandığını göstermektedir. Ayrıca, söz konusu şirketler açısından kâr payı dağıtımında istikrarın ön plana çıktığı belirtilebilir.

Kâr payı dağıtım politikası ile büyüme arasında teoride var olan negatif yönlü ilişki, uygulamada da ortaya çıkmıştır. Bu kapsamda, 1998–2005 döneminde İstanbul Menkul

Kıymetler Borsası'nda faaliyet gösteren şirketlerin aktiflerindeki büyüme oranı ile kar payı dağıtım oranlarının ters yönde hareket ettikleri görülmektedir.

İngiltere'nin piyasa kapitalizasyonu açısından dünyada önemli bir yere sahip Londra Menkul Kıymetler Borsası'nda faaliyet gösteren firmaların kâr payı dağıtım oranları incelendiğinde, yıllar itibariyle önemli farklılıkların görüldüğü söylenebilir. 1963–2003 döneminde kâr payı dağıtımının dalgalı bir seyre sahip olduğu görülmektedir. Bunda, vergi düzenlemelerinin ve ekonomide yaşanan durgunluğun etkili olduğu ifade edilebilir. 1998–2002 döneminde ise İngiliz firmalarının kâr payı ödemelerinin azalış içinde olduğu gözlemlenmiştir. Özellikle, söz konusu dönemin son yıllarında hizmet inisiyatifinde ve kâr payı priminde yaşanan değişimin kâr payı ödeme eğilimlerinde etkili olduğu söylenebilir. 2001 yılı itibariyle kümülâtif kâr payları 20–25 milyar sterlin olurken; kâr payı yoğunlaşmasının %88,3 oranında gerçekleştiği söylenebilir. 1983–2003 dönemini kapsayan diğer çalışmada da İngiltere'de kâr payı dağıtımının artış içinde olduğu ifade edilmiştir.

1989–2003 döneminde AB'de ödenen toplam reel kâr payları ve toplam şirket kârlarının bir bölümünü oluşturan kâr paylarında önemli artış yaşanırken, kar payı ödemesi yapan Avrupa firmalarının oranında ciddi bir düşüş görülmüştür. Buna ilaveten, kâr payları ve kârlarda önemli derecede yoğunlaşmanın söz konusu olduğu gözlemlenmiştir. Dolayısıyla, incelenen dönemler itibariyle İngiltere'de ve AB'de benzer eğilimlerin görüldüğü anlaşılmaktadır.

Sektörler bazında kâr payı dağıtım oranları incelendiğinde 2000–2002 döneminde düşüş yaşanan sektörler telekomünikasyon, tütün, kimya, perakende, perakende gıda, ulaşım, elektronik ve inşaat sektörleri olarak sıralanmıştır. 2003–2006 döneminde ise azalış yaşanan sektörler, kamu hizmetleri, tütün, kimya, ticari bankacılık, telekomünikasyon, eğlence ve otelcilik, bilgi teknolojileri ve madencilik sektörü olarak belirlenmiştir. Sıralanan sektörlerin dışındaki sektörlerin ise kâr payı dağıtım oranlarında yükseliş yaşanmıştır. Bu artışların şirket özellikleri ile sektör etkilerinden kaynaklandığı görülmüştür. Özetle, İngiltere'de yapılan çalışmalarda kâr payı dağıtımının genel olarak dalgalı bir seyre sahip olduğu anlaşılmaktadır.

İngiltere’de firmaların kâr payı dağıtım politikasını etkileyen faktörler kârlılık ve likidite, yasal sınırlamalar, vergi oranları, yatırım fırsatları, sermaye yapısı, sektör özellikleri, sahiplik yapısı, hissedar beklentileri ve borsa konumu olarak belirlenmiştir. Bu çerçevede, İngiltere’de kâr payı dağıtım oranının yıllar itibariyle incelenmesinde, vergi oranlarının, ekonomik durumun, sektör özelliklerinin, şirket özelliklerinin, kurumsal hissedarların beklentilerinin, hizmet inisiyatifi, borsa konumu ve büyüme olanaklarının ön plana çıktığı görülmektedir.

İngiltere’de kâr payı dağıtım politikasının hisse senedi değeri ve büyüme üzerindeki etkilerini inceleyen çalışma, anket yaklaşımını kullanarak firma yöneticilerinin görüşlerini açıklamıştır. Anket çalışmasından elde edilen sonuçlara göre, kâr payı dağıtım politikasının hissedar değeri ve firma devralmalarının engellenmesindeki önemi anlamlı bulunmuştur. Bunun dışında, ankete katılan yöneticilerin daha küçük fakat istatistikî açıdan önemli bir yüzdesine göre ise, hissedar değerinin en yüksek seviyeye çıkarılmasında uygun bir kâr payı dağıtım politikasının etkili olduğu belirtilmiştir. Elde edilen sonuçlar, sektörsel olarak değerlendirildiğinde, finans ve kamu sektörlerinde anlamlı olduğu görülmüştür.

Anket çalışmasında, kâr payı dağıtım politikası ile ilgili olarak, sinyalleme ve ortaklık yapısı hipotezlerinin geçerli olduğu gözlemlenmiştir. Sinyalleme yaklaşımı ile hisse senedi fiyatı arasındaki ilişkiyi inceleyen başka bir çalışmada da her iki değişken arasında pozitif yönlü bir ilişkinin olduğu anlaşılmıştır.

Anket araştırmasında, kâr payı dağıtım politikası ile ilgili geliştirilen yan hipotezlerin büyüme olanaklarından etkilendiği belirtilmektedir. Bu kapsamda, artık kâr payı dağıtım politikası hipotezinin yüksek büyüme potansiyeli bulunan firmalar için geçerli olduğu vurgulanmıştır. Dolayısıyla, analize konu firmalardan Alternatif Yatırım Piyasası’nda faaliyet gösterenler açısından büyüme ile kâr payı dağıtım politikası arasında ters yönlü bir ilişkinin olduğu anlaşılmaktadır.

Firma büyüklüğü açısından ise, kâr payı dağıtım politikasının küçük firmalarda daha etkili bir araç olduğu gözlenmektedir. Bu çerçevede, kâr payı dağıtım politikasının sermaye yapısı kararları ve sinyalleme konusunda önemli bir işleve sahip olduğu söylenebilir. 1998–2002 döneminde İngiltere’de yapılan diğer bir çalışmada da yatırım

fırsatları ile kâr payı dağıtım oranı arasında ters yönlü bir ilişki bulunurken; firma büyüklüğü ve kâr payı dağıtımının pozitif yönde ilişkisinin olduğu görülmüştür. Bu nedenle, kâr payı dağıtım politikası ile büyüme ve büyüklük arasında teoride gözlemlenen ilişkinin İngiltere’de de benzer sonuçlar verdiği görülmektedir.

İngiltere ve Türkiye’de kâr paylarının gelişimi incelendiğinde, dalgalı bir seyrin olduğu ve ekonomik gelişmelerin etkili olduğu görülmektedir. Menkul kıymet piyasaları açısından karşılaştırıldığında, İngiltere’nin dünyada önemli bir yere sahip olması, hisse senedi işlemlerinin ve kâr payı ödemelerinin daha yaygın olmasını sağlamaktadır. Bu çerçevede, İngiltere’de dağıtılan kâr payı miktarının Türkiye’nin çok üzerinde olduğu görülmüştür. Bunda, Türkiye’deki şirketlerin, yurt dışındaki şirketler gibi kâr payı dağıtım kültürüne sahip olmamalarının ve fonların yatırım projelerinin finansmanında kullanılmasının etkisinin büyük olduğu düşünülmektedir.

Kâr payı dağıtım şekilleri açısından ülkemizde nakit şekline kâr payı dağıtımını yaygınken, İngiltere’de farklı ödeme şekillerinin geçerli olduğu görülmüştür. Kâr payı dağıtım politikasını etkileyen faktörler açısından ise, İngiltere’de vergi oranlarının, ekonomik durumun, sektör özelliklerinin, şirket özelliklerinin, kurumsal hissedarların beklentilerinin, hizmet inisiyatifi, borsa konumu ve büyüme olanakları ön plana çıkarken; Türkiye’de halka açık olup olmama, sektör özellikleri, vergi oranları ve ekonomik koşulların etkili olduğu görülmektedir.

Kâr payı dağıtım politikasının işletmenin büyüme ve pazar değerine etkileri açısından iki ülkede benzer sonuçlar elde edilmiştir. Bu kapsamda, kâr payı dağıtım politikasının işletmenin piyasa değeri ve büyüme oranını etkilediği söylenebilir. İngiltere açısından, sinyalleme yaklaşımının hisse senedinin fiyatının belirlenmesinde etkili olduğu görülürken; Türkiye açısından kâr paylarının bilgi içeriği ve işletme ile ilgili çevrelerin etkisi yaklaşımının belirleyici konuma sahip olduğu gözlemlenmiştir. Kâr payı dağıtım politikası ile büyüme arasında teoride var olan negatif yönlü ilişkinin, her iki ülkede de uygulamada aynı sonuçları verdiği anlaşılmıştır.

Sonuç olarak, kâr payı dağıtım politikasının belirlenmesinde birçok unsurun etkili olduğu söylenebilir. Finans teorisi açısından uygun kâr payı dağıtım politikasının mevcut kârlar ve gelecek dönemlerdeki büyümenin göz önünde bulundurularak oluşturulması

gerekmektedir. Sermaye yapısı ve sermaye maliyetini doğrudan etkileyen kâr payı dağıtım politikası ile ilgili görüşler değerlendirildiğinde, işletmenin piyasa değerinin ve büyüme oranının kar payı politikasından etkilendiği söylenebilir. Yapılan uygulamalı analiz sonucunda ülkemizde hisse senetleri İstanbul Menkul Kıymetler Borsası'na kote olmuş çeşitli sektörlerdeki 79 şirketin 1998–2005 döneminde kar payı politikalarının büyüme ve piyasa değerini etkilediği görülmüştür.

Ayrıca, İngiliz firmalarının yöneticilerinin kâr payı dağıtım politikası ile ilgili görüşlerini inceleyen çalışmada da kâr payı dağıtım politikasının hisse senedi fiyatının ve büyüme olanaklarının belirlenmesinde önemli bir araç olarak değerlendirildiği anlaşılmaktadır. Bu kapsamda, kâr payı dağıtım politikasıyla hisse senedi arasındaki ilişkinin tanımlanmasında sinyalleme yaklaşımının diğer yaklaşımlara göre daha anlamlı sonuçlar verdiği görülmüştür. Büyüme imkânları ile kâr payı dağıtım politikası arasında teorideki ters yönlü ilişki konusunda uygulamada da benzer sonuçlar elde edildiği görülmektedir. Bu ilişkinin de kâr payı dağıtım politikası teorilerinden artık kâr payı dağıtımına uygun olduğu anlaşılmaktadır.

Bu çerçevede, İngiltere ve Türkiye'de yapılan araştırmalar sonucunda, rekabetin arttığı günümüz ekonomisinde işletmelerin kâr payı dağıtım politikalarını stratejik bir araç olarak değerlendirmelerinin zorunluluğu ortaya çıkmaktadır. Finansman kaynaklarının işletmelerin büyümesindeki ve hisse senetlerinin piyasa değerinin oluşmasındaki önemi çerçevesinde, hissedarlara hiç kâr payı vermemek, kârın tamamını veya bir kısmını dağıtmak, nakit ve/veya bedelsiz hisse senedi şeklinde dağıtmak çeşitli stratejik alternatifler olarak düşünülmektedir.

Bu alternatiflerin uygulanmasında şirketin yatırım ve finansman politikasının önemi oldukça büyüktür. İşletmenin temel amacı hissedarlara düzenli nakit kâr payı dağıtmaksa, nakit bütçesinin bu politikayla uyumlu olması gerekirken, gelecekteki yatırımlar için kârların alıkonması temel amaç olarak belirlenmişse, gelecekteki yatırımların kârlılığı ön plana çıkmaktadır. Ayrıca, kâr payı dağıtım politikasının uygulamasında yapılan hatalar çalışma sermayesinin olumsuz etkilenmesine neden olmaktadır. Dolayısıyla, kâr payı dağıtım politikalarının yatırım ve finansman kararlarından ayrı düşünülmemeyeceği açıktır.

Bu noktada belirleyici olan unsurun işletmenin finansal amaçları olduğu ortaya çıkmaktadır. Yalnızca hissedarların refahının göz önünde bulundurulması, kâr payların yüksek oranlarda belirlendiği bir kâr payı dağıtım politikasını gerektirirken, finansal ve finansal olmayan amaçların dengelendiği bir ortamda ise esnek bir kâr payı dağıtım politikasının geçerli olacağı söylenebilir. Dolayısıyla, finansal amaçların en iyi şekilde belirlenmesi, uygun kâr payı dağıtım politikasının oluşmasını sağlayarak işletmenin pazar değerini ve büyümesini olumlu etkileyecektir.

KAYNAKÇA

Kitaplar

Akgüç, Öztin. Finansal Yönetim. Yenilenmiş 7.Baskı. İstanbul: Avcıol Basım-Yayın. 1998

Akgüç, Öztin. Mali Tablolar Analizi. 10. Baskı. İstanbul: Arayış Basın ve Yayıncılık.2002

Akgüç, Öztin. Mali Tablolar Analizi. 12. Baskı. İstanbul: Avcıol Basım. 2006.

Arnold, Glen. The FT Guide to Investing. London: FT Prentice Hall. 2004

Arnold, Glen. Corporate Financial Management. FT Prentice Hall: Harlow. 2005

Ataman, Ümit. Tekdüzen Hesap Planı ve Mali Tablolar. İstanbul: Türkmen Kitabevi. 1997a

Aydın, Nurhan, Metin Coşkun, Hasan Bakır, Ali Ceylan ve Mehmet Başar. Finansal Yönetim. 3. Baskı Eskişehir: Anadolu Üniversitesi Yayınları. 2005

Berk, Niyazi. Finansal Yönetim. 8.Baskı. İstanbul: Türkmen Kitapevi. 2005

Bektöre, Sabri, Davut Aydın, Yılmaz Benligiray ve Nurten Erdoğan. Muhasebe Uygulamaları. Eskişehir: Anadolu Üniversitesi Yayınları No: 891. 8. Baskı, 2002

Benligiray, Yılmaz, Nurten Erdoğan, Sabri Bektöre, Ergun Kaya ve Necdet Sağlam. Muhasebe Uygulamaları. Eskişehir: Anadolu Üniversitesi Yayınları, 2006

Besley, Scott. ve Eugene F. Brigham. Principles of Finance. 3rd Edition. USA: Southwestern College Publishing. 2006.

Besley, Scott ve Eugene F. Brigham. Essentials of Managerial Finance. 13th Edition. USA: Southwestern College Publishing. 2005

Block, Stanley B. ve Geoffrey A. Hirt. Foundations of Financial Management. 11th Edition. New York: Mc-Graw Hill. 2005

Bodie, Zvi, Kane, Alex ve Alen J. Marcus. Investments. Sixth Edition. New York: McGraw Hill International Edition. 2005.

Brealey, Richard A. Stewart C. Myers ve Alan J. Marcus. Fundamentals of Corporate Finance. Fifth Edition. New York: Mc-Graw Hill, 2005

Brealey, Richard A ve Stewart C. Myers. Principles of Corporate Finance. Seventh Edition. New York: McGraw Hill International Edition. 2003

Brealey, Richard A. Stewart C. Myers ve Franklin Allen. Corporate Finance. Eighth Edition. New York: McGraw Hill International Edition, 2005

Brigham, Eugene F. ve Philip R. Daves. Intermediate Financial Management. 8th Edition. USA. Southwestern College Publishing. 2004

Brigham, Eugene F. ve Michael C. Ehrhardt. Financial Management: Theory and Practice. 11th Ed. USA: Southwestern College Publishing. 2005

Brigham, Eugene F. ve Louis C. Gapenski. Financial Management: Theory and Practice. Orlando: The Dryden Press. 1994

Büker Semih ve Doğan Bayar. Finansal Yönetim. Anadolu Üniversitesi Yayınları No: 875. Eskişehir: 2001

Ceylan, Ali ve Turhan Korkmaz. İşletmelerde Finansal Yönetim. Güncelleştirilmiş 9. Baskı. Bursa: Ekin Yayınevi. 2006

Çömlekçi, Ferruh, Münevver Yılandı, Nurten Erdoğan, Saime Önce, Seval Kardeş Selimoğlu ve Ergun Kaya. Muhasebe Denetimi ve Mali Analiz. Eskişehir: Açıköğretim Fakültesi Yayın No:185, 2004

Elton, Edwin J. ,Martin J. Gruber, Stephen J. Brown ve William N. Goetzmann. Modern Portfolio Theory and Investment Analysis. Sixth Edition. John Wiley and Sons: USA, 2003

Financial Management: An Introduction. United Kingdom: Taylor and Francis.
<http://search.ebscohost.com/login.aspx?direct=true&db=bth&jid=13TN&site=bsi-live>. 1999

Frank, Robert H. ve Ben Bernanke. Principles of Economics. 3rd Edition. New York: McGraw Hill. 2006

Frankfurter, George M, Wood, Bob G. ve James Wansley. Dividend Policy: Theory and Practice. Academic Press Inc. London. 2003.

Hirschey, Mark ve John Nofsinger. Investments: Analysis and Behaviour. New York: McGraw Hill. 2007.

Jordan, Bradford, Randolph Westerfield ve Stephen Ross. Essentials of Corporate Finance. 5th Edition. New York: McGraw Hill. 2005

Konuralp, Gürel. Sermaye Piyasaları: Analizler, Kuramlar ve Portföy Yönetimi. 1. Baskı. İstanbul: Alfa Yayınları. 2001

Konuralp, Gürel. Sermaye Piyasaları: Analizler, Kuramlar ve Portföy Yönetimi. 2. Baskı. İstanbul: Alfa Yayınları. 2005

Korkmaz, Turhan ve Ali Ceylan. Sermaye Piyasası ve Menkul Değer Analizi. Gözden Geçirilmiş 3. Baskı. Bursa: Ekin Kitapevi. 2006

Madura, Jeff. International Financial Management. Abridged 8th Edition. Mason: Thomson South-Western. 2007

McGuigan, James R., William J.Kretlow ve R.Charles Moyer. Contemporary Financial Management. 10th Edition. Ohio: South Western College Publishing. 2006

Meggison, William L ve Scott B. Smart. Introduction to Corporate Finance. 1 st Edition. USA: South Western College Publishing. 2006

Özdemir, Muharrem. Finansal Yönetim. 2. Baskı İstanbul: Türkmen Kitapevi. 1999

Pettit, Justin. Strategic Corporate Finance. New Jersey: John Wiley & Sons. 2007.

Pike, Richard ve Bill Neale. Corporate Finance and Investment: Decisions and Strategies. FT Prentice Hall. Harlow. 2003

Ross, Stephen A., Westerfield, Randolph W ve Jeffrey Jaffe. Corporate Finance. Seventh Edition. New York: McGraw Hill International Edition. 2005

Ross, Stephen A, Westerfield, Randolph W. ve Bradford D Jordan. Corporate Finance Fundamentals. 7th Edition, New York: McGraw Hill ISE Edition. 2006

Ross, Stephen Randolph Westerfield, Jeffrey Jaffe ve Bradford Jordan. Corporate Finance: Core Principles and Applications. New York: McGraw Hill Higher Education. 2006

Sayılğan, Güven. Soru ve Yanıtlarla İşletme Finansmanı. Ankara: Turhan Kitapevi. 2003.

Sevil, Güven. İşletme Finansmanı. Eskişehir. Anadolu Üniversitesi Yayınları No:780.1996

Seyidoğlu, Halil. İktisat Biliminin Temelleri. İstanbul: Kurtiş Matbaası. 2006.

Smart, Scott B, William L. Meggison ve Lawrence J. Gitman. Corporate Finance. 2nd Edition. USA: South Western College Publishing. 2006

Türko, Metin. Finansal Yönetim. İstanbul: Alfa Yayınları. 2002

Van Horne, James C. ve John M Wachowicz JR. Fundamentals of Financial Management. Twelfth Edition. FT Prentice Hall. Harlow. 2005.

Vernimmen, Pierre, Pascal Quiry, Yann Le Fur, Maurizio Dallacchio ve Antonio Salvi. Corporate Finance: Theory and Practice. Sussex: John Wiley & Sons Ltd. 2005

Watson, Denzil ve Anthony Head. Corporate Finance: Principles & Practice. Third Edition. FT Prentice Hall. Harlow. 2004.

Watson, Denzil ve Anthony Head. Corporate Finance: Principles & Practice. Fourth Edition. FT Prentice Hall. Harlow. 2007.

Makaleler

Adaoğlu, Cahit. Instability in the Dividend Policy of the ISE Corporations: Evidence from an Emerging Market. *Emerging Markets Review*. Vol 1. 2000

Adedeji, Abimbola. Does the Pecking Order Hypothesis Explain the Dividend Payout Ratios of Firms in the UK? *Journal of Business Finance & Accounting*, 25 (9)&(10). November/December 1998

Allen, Dave E. ve Veronica S. Rachim. Dividend policy and stock price volatility: Australian evidence. *Applied Financial Economics*, 1996.

Allen, Franklin ve Roni Michaely. Payout Policy. *Wharton Financial Institutions Center*. April, 2002

Anbar, Adem. Hisse Senetleri İMKB'de İşlem Gören İşletmelerde Kâr Payı Dağıtım Politikası. *Mali Çözüm*. Sayı:75.2006.

Baker, Kent H. Dividend Policy Issues in Regulated and Unregulated Firms: A Managerial Perspective. *Managerial Finance*. Vol 25. No 6. 1999

Baker, Kent.H. ve David M. Smith. In Search of a Residual Dividend Policy. *Review of Financial Economics*. 15, 2006.

Baker, Kent.H, Veit, Theodore E ve Gary E Powell. Factors Influencing Dividend Policy Decisions of Nasdaq Firms. *The Financial Review* (38). 2001.

Baker, H. Kent, Gary E. Powell ve E. Theodore Veit. Revisiting Managerial Perspectives on Dividend Policy. *Journal of Economics and Finance*. Vol 26. No 3, 2002

Baker, Malcolm ve Jeffrey Wurgler. A Catering Theory of Dividends. *The Journal of Finance* • Vol. LIX, No. 3, 2004

Baker, Kent H., Tarun K. Mukherjee ve Ohannes George Paskelian. How Norwegian managers view dividend policy. *Global Finance Journal*. Vol. 17 2006

Baker, H. Kent, Samir Gadi, Shantunu Dutta ve Devinder Gandhi. The Perception of Dividends by Canadian Managers: New Survey Evidence. *International Journal of Managerial Finance*. Vol.3. No.1.2007

Bancel, Franck, Nalinaksha Bhattacharyya ve Usha. R. Mittoo. Cross-Country Determinants of Payout Policy: A Survey of European Firms. 2005

Barclay, Michael J ve Clifford Smith. The Capital Structure Puzzle: The Evidence Revisited. *Journal of Applied Corporate Finance*. Vol.17. No.1, 2005.

Beattie, Vivien, Alan Goodacre ve Sarah Jane Thomson. Corporate Financing Decisions: UK Survey Evidence. *Journal of Business Finance and Accounting*. Vol.33. Nos. 9-10. 2006.

Bhattacharyya, N. Dividend Policy: A Review. *Managerial Finance*. Vol.33.No.1.2007.

Bond, Stephen, Lucy Channels ve Michael Devereux. Company Dividends and Taxes in the UK. *Fiscal Studies*. Vol .16, No.3. 1996.

Brav, Alon, Graham, John R.,Harvey, Campbell R. ve Roni Michaely. Payout Policy in the 21st Century. *Journal of Financial Economics*. 2004.

Canina, Linda, Rajesh Advani, Aaron Greenman ve Ifigenia Palimeri. Dividend Policy in the Lodging Industry. *Journal of Hospitality & Tourism Research*. 2001.

Castillo, Augusto ve Keith Jakob. The Chilean Ex-Dividend Day. *Global Finance Journal*. Vol. 17. 2006.

Chunchi, Wu. Taxes and Dividend Policy. *International Review of Economics and Finance*. 5(3). 2001

Cohen, Gil ve Joseph Yagil. A Multinational Study of Agency Costs of Dividends. *International Research Journal of Finance and Economics*. Issue 6. 2006.

De Angelo, Harry ve Linda De Angelo. Payout Policy Pedagogy: What Matters and Why. *European Financial Management*. Vol.13, No.1, 2007.

De Angelo, Harry ve Linda De Angelo. The Irrelevance of the MM Irrelevance Theorem. *Journal of Financial Economics*.79. 2006

De Angelo,Harry, Linda De Angelo ve Rene M. Stulz. Dividend Policy and The Earned /Contributed Capital Mix: A Test of the Life-Cycle Theory. *Journal of Financial Economics*. 2005.

Dhanani, Alpa. Corporate Dividend Policy: The Views of UK Managers. *Journal of Business Finance and Accounting*. 2005

Ming Dong, Chris Robinson ve Chris Veld. Why Individual Investors Want Dividends. *Journal of Corporate Finance*. Vol.12. 2005

Dunis, Christian ve Declan Reilly. Alternative Valuation Techniques for Predicting UK Stock Returns. *Journal of Asset Management*. Vol 5, 4, 2004

Erkan, Mehmet ve Oğuzhan Aydemir. İşletmelerin Finansman Kararları ve Yabancı Kaynak Kullanımı: Türkiye’de Bir Uygulama. *Analiz*. Cilt:6. Sayı: 15. 2006

Ferris, Stephen P, Sen, Nilanjan ve Ho Pei Yui. Are fewer firms paying more dividends? The international evidence. *Journal of Multinational Financial Management*. 2005

Ferris, Stephen P, Sen, Nilanjan ve Ho Pei Yui. God Save the Queen and Her Dividends: Corporate Payouts in the United Kingdom. *Journal of Business*. Vol. 79. No.3. 2006.

Foester, Stephen R. ve Stephen G. Sapp. The Changing Role of Dividends: A Firm-Level Study From the Nineteenth to the Twenty-First Century. *The Canadian Journal of Economics*. Vol. 39. Nov 2006.

Goddard, John, David G. McMillan ve John O.S. Wilson. Dividend Smoothing vs Dividend Signalling: Evidence from UK Firms. *Managerial Finance*. Vol. 32, No. 6, 2006

Holder, Mark E, Langrehr, Frederick W ve J. Lawrence Hexter. Dividend Policy Determinants: An Investigation of the Influences of Stakeholder Theory. *Financial Management*. Vol 27, No. 3, Autumn 1998.

Horace Ho. Dividend Policies in Australia and Japan. *International Advances in Economic Research*: May 2003, Vol. 9, No. 2.

Julio, Brandon ve David L. Ikenberry. Reappearing Dividends. *Journal of Applied Corporate Finance*. Vol. 16, No.4, 2004

Kania, Sharon L. ve Frank. W. Bacon. What Factors Motivate the Corporate Dividend Decision. *ASBSS E-Journal*. Vol 1. No.1. 2005

Korgun, Aynur. Bir Kar payı Politikası olarak Kar payı Avansı Teorisi ve Türkiye'ye İlişkin Uygulama Önerileri. Sayı:XIV-12/6-4. *SPK Denetleme Dairesi*. 1999.

La Porta, Rafael, Lopez-De-Silanes, Florencio, Shleifer, Andrei ve Robert W. Vishny. Agency Problems and Dividend Policies Around the World. *Journal of Finance*. Vol LV, No 1. February 2000.

Mc Cluskey, Thomas, Brice Burton ve David Power. Evidence on Irish Financial Directors Views About Dividends. *Qualitative Research in Accounting and Management*. Vol. 4, No.2, 2007

Naceur, Samy Ben, Mohamed Goaid ve Amel Belanes. On the Determinants and Dynamics of Dividend Policy. *International Review of Finance*. Vol.6, Nos.1-2, 2006

Omran, Muhammed ve John Pointon. *International Journal of Theoretical and Applied Finance*. Vol.7, No.2. 2004

Pekkaya, Mehmet. Kar Payı Dağıtımının Şirket Değeri Üzerine Etkisi: İMKB 30 Endeks Hisselerine Bir Analiz. *ZKÜ Sosyal Bilimler Dergisi*, Cilt 2, Sayı 4, 2006.

Pindado, Julio ve Chabela de la Torre. The Role of Investment, Financing and Dividend Decisions in Explaining Corporate Ownership Structure: Empirical Evidence from Spain. *European Financial Management*. Vol. 12, No. 5, 2006.

Reddy, Y.Subba ve Subhrendu Rath. Disappearing Dividends in Emerging Markets? Evidence from India. *Emerging Markets, Finance and Trade*. Vol.41. No.6, 2005

- Renneboog, Luc ve Gregorz Trojanowski.** Patterns in Payout Policy and Payout Channel Choice of UK Firms in the 1990s. *ECG Working Paper Series in Finance*. 70/2005
- Renneboog, Luc ve Grzegorz Trojanowski.** Control Structures and Payout Policy. *Managerial Finance*. Vol. 33 No. 1, 2007.
- Robinson, Justin.** Dividend Policy Among Publicly Listed Firms in Barbados. *Journal of Eastern Caribbean Studies*. Vol.31, No.1, 2006
- Singh, Manohar ve Ali Nejadmalayeri.** Internationalization, Capital Structure and Cost of Capital: Evidence from French Corporations. *Journal of Multinational Financial Management*. Vol 14. 2004
- Singhanian, Monica.** Trends in Dividend Payout: A Study of Select Indian Companies. *Journal of Management Research*. Vol. 5. No.3. 2005.
- Stacescu, Bogdan.** Dividend Policy in Switzerland. *Financial Markets and Portfolio Management*, Vol. 20, No. 2, 2006.
- Stonham, Paul.** A Game Plan for Share Repurchases. *European Management Journal*. Vol. 20. No. 1. 2002.
- Tse, Chin-Bun.** Use dividends to signal or not: an examination of the UK dividend payout patterns. *Managerial Finance*; Volume 31 No. 4; 2005
- Von Eije, Henk ve William Megginson.** Dividend Policy in the European Union. <http://www.ssrn.com>.2006
- Yılmaz, Mustafa Kemal.** Hisse Senetleri İMKB’de İşlem Gören Şirketlerin Kar payı Politikaları Üzerine Bir Analiz: Nakit Kar payı-Sektör Davranışı İlişkisi. *İMKB Dergisi*: Cilt 7. Sayı 25-26. Ocak-Haziran 2003
- Yılmaz , Mustafa K. ve Recep Bildik.** İstanbul Menkul Kıymetler Borsası’nda 2005 Yılı Gelişmeleri ve 2006 Yılı Beklentileri. <http://www.mkyilmaz.com/makaleler/makale18.pdf>, 2006
- Yılmaz, Mustafa Kemal ve Güzhan Gülay.** Dividend Policies and Price-Volume Reactions to Cash Dividends on the Stock Market. *Emerging Markets Finance and Trade*. Vol.42. No.4. 2006
- Zaif, Figen.** Firma Değeri Açısından Kâr ve Nakit Kavramı: İMKB’de Deneysel Bir İnceleme. *Muhasebe ve Denetime Bakış*. 2005
- Tezler**
- Güngör, Bener.** Muhasebe Karları ve Kar Payı Politikalarının Hisse Senedi Fiyatlarıyla İlişkisi: İMKB’de İşlem Gören Şirketler Üzerine Bir Uygulama. Doktora Tezi. Atatürk Üniversitesi, İşletme ABD, 2003

Kanunlar

Pınar, İbrahim. Tüm Vergi Kanunları. 33.Baskı. Ankara: Seçkin Yayıncılık, 2007.

Sermaye Piyasası Kanunu, http://www.spk.gov.tr/mevzuat/mevzuat_index.html.

Tekinalp, Ünal ve Ersin Çamoğlu. Türk Ticaret Kanunu ve İlgili Mevzuat. Güncelleştirilmiş 4. Bası. İstanbul, 2003.

İnternet Adresleri

Aydın, Erkan. Menkul Kıymet Gelirlerinin Vergilemesi. <http://www.imkb.gov.tr/yayinlar/spkilavuzu.htm>, 2007.

Ernst and Young. Yatırım İndirimi Uygulaması ile İlgili Olarak 4842 sayılı Kanunla Yapılan Düzenlemeler. http://www.vergidegundem.com/circular.asp?circular_id=36# . 2005b

Gedik Yatırım. Avrupa Birliği Katılım Öncesi Ekonomik Program ve 2005 Yılı Beklentileri. http://www.gedik.com/Analiz/2005_beklentileri.pdf

İstanbul Menkul Kıymetler Borsası. Sermaye Piyasası ve Borsa Temel Bilgiler Kılavuzu <http://www.imkb.gov.tr/yayinlar/spkilavuzu.htm>, 2005

<http://www.gib.gov.tr/index.php?id=1028>, 2007.

Investopedia. The Importance of Dividends. <http://www.investopedia.com/articles/fundamental/03/102903>

<http://www.investorwords.com>

The Vernimmen.Com Newsletter, http://www.vernimmen.com/letter/pdf/letter_12.pdf, January 2006

Türkiye Sermaye Piyasası Aracı Kuruluşları Birliği. Türk Sermaye Piyasası. <http://www.tspakb.org.tr/docs/rapor04/sermayepiyasasi2004.pdf>

Türkiye Sermaye Piyasası Aracı Kuruluşları Birliği. Temel Finans Matematiği, Değerleme Yöntemleri, Muhasebe ve Mali Analiz. 2007 a. http://www.tspakb.org.tr/docs/egitim_notlari/finans_matematiği_temel.pdf

Türkiye Sermaye Piyasası Aracı Kuruluşları Birliği. İlgili Vergi Mevzuatı. 2007c http://www.tspakb.org.tr/docs/egitim_notlari/vergi_ileri.pdf

Diğer Kaynaklar

Brierly, Peter ve Philip Bunn. The Determination of UK Corporate Capital Gearing. Bank of England Quarterly Bulletin, 2005

Ernst and Young. 2006 Vergi Rehberi. İstanbul. 2006.

Patel, Pankaj, Heath Barefoot, Souhang Yoo ve Ryan Carlson. UK Dividend Yield Strategy. Credit Suisse Quantitative Analysis. 2007

Selimler, Hüseyin. Anonim Şirketlerde Kâr Dağıtım Politikaları ve Uygulaması. İstanbul.2001

The Economist. Overhauling the Old Jalopy. August 2007

Yılmaz, Talip.“Hem Kar payıdan Hem Yükselişten Kazan”. Ekonomist. Sayı 4. 2007.

NOTANDA: Tezimizde sadece bir kez atıfta bulunulan yazar ve eserleri sadece dipnotlarında yer almış olup bibliyografyaya dâhil edilmemiştir.