

**ŞİRKETLERİN KÂR DAĞITIM POLİTİKASI VE KÂR PAYI ÖDEME  
ŞEKİLLERİNİN FİRMA DEĞERİNE ETKİSİNİN ANALİZİ VE İSTANBUL  
MENKUL KIYMETLER BORSASI'NDA BİR İNCELEME**

**Süleyman Serdar KARACA**

**DOKTORA TEZİ**

**Tez Danışmanı : Yrd.Doç.Dr. Fikret OTLU**

**İnönü Üniversitesi Lisansüstü Eğitim-Öğretim Yönetmeliğinin İşletme Anabilim Dalı,  
Muhasebe-Finansman Bilim Dalı İçin Öngördüğü Doktora Tezi Olarak Hazırlanmıştır.**

**(Malatya – Ocak 2007)**

**İnönü Üniversitesi**  
**Sosyal Bilimler Enstitüsü Müdürlüğüne**

Enstitümüz Doktora Öğrencisi Süleyman Serdar KARACA tarafından Yrd. Doç. Dr. Fikret OTLU danışmanlığında hazırlanan "Şirketlerin Kâr Dağıtım Politikası ve Kâr Payı Ödeme Şekillerinin Firma Değerine Etkisinin Analizi ve İstanbul Menkul Kıymetler Borsası'nda Bir İnceleme" başlıklı bu çalışma, Jürimiz tarafından İşletme Anabilim Dalı, Muhasebe-Finansman Bilim Dalında Doktora Tezi olarak kabul edilmiştir.

Başkan : Prof. Dr. Recep GÜNEŞ  
Üye : Yrd. Doç. Dr. Tünel ATRICAT  
Üye : Yrd. Doç. Dr. Fikret OTLU  
Üye : Yrd. Doç. Dr. Metin KIRIMHAN  
Üye : Yrd. Doç. Dr. Recep KARABUĞA

**ONAY**

Yukarıdaki imzaların adı geçen öğretim üyelerine ait olduğunu onaylarım.

...../...../200..  
Enstitü Müdürü

## ÖNSÖZ

Günümüzde şirketin piyasa değerinin maksimizasyonu işletmenin amacı haline geldiği için, şirketin piyasa değeri ve şirketin piyasa değerini etkileyen unsurlar büyük bir önem taşımaya başlamıştır.

Şirketin piyasa değerini etkileyen unsurların arasında sayılan kâr payı dağıtım politikalarının kesin etkisi tam olarak tespit edilememiştir. Konuyla ilgili çeşitli modeller oluşturulmuş ve hiç biri şirketin piyasa değerine etkisini ya da etkisizliğini tam olarak açıklayamamıştır.

Kâr payı dağıtım politikalarının bir parçası olan kâr payı dağıtım şekillerinin de şirketin piyasa değerine etkisi konusunda çeşitli araştırmalar yapılmıştır. Yapılan çalışmalarda ortak bir sonuca varılamamış olması ilgi çekicidir.

Bu bağlamda, Türkiye açısından bir değerlendirme yapmak için İMKB 100 Endeksine dahil olan şirketlerin kâr payı dağıtım şekillerinin şirketin piyasa değerine etkisi / etkisizliği bu tezde incelenmiştir.

İMKB 100 Endeksindeki şirketlerin kâr payı dağıtım şekillerinin şirketin piyasa değerine etkisi olup olmadığının tespiti, yatırımcılara yol gösterici bir nitelik taşıyacaktır. Çıkan sonuca göre yatırımcılar yatırım kararlarını hangi noktada vereceklerini tespit edebilecekler, dağıtılan kâr payının yatırımcılara toplam getirisi hesaplanarak, kâr payı dağıtım şekilleri arasında bir tercih yapılması sağlanabilecektir.

Çalışmanın her aşamasında yakın ilgi ve önerileriyle beni yönlendiren Sayın Prof. Dr. Recep Güneş'e, danışman hocam, Sayın Ydr. Doç. Dr. Fikret OTLU'ya, tezin literatür taraması ve uygulama aşamasındaki yardımlarından dolayı, Sayın Araş.Gör. Ahmet UĞUR'a ve Sayın Araş. Gör. Şükrü İNAN'a, uygulama aşamasında SPSS programının kullanımında ve hesaplamalardaki yardımlarından dolayı, Sayın Araş. Gör. Eşref Savaş BAŞÇI'ya ve bana sonsuz destekleri için değerli aileme teşekkürlerimi sunarım.

# İÇİNDEKİLER

ÖNSÖZ.....	i
İÇİNDEKİLER.....	ii
KISALTMALAR.....	vi
GRAFİKLER DİZİNİ.....	vii
ŞEKİLLER DİZİNİ.....	viii
TABLOLAR DİZİNİ.....	ix
ÖZET.....	xi
ABSTRACT.....	xiii
GİRİŞ.....	1
BİRİNCİ BÖLÜM.....	5
<b>KÂR TANIMI VE SAPTANMASI.....</b>	<b>5</b>
<b>1.1. FARKLI BAKIŞ AÇILARINA GÖRE</b>	
<b>KÂR'IN TANIMLANMASI.....</b>	<b>5</b>
1.1.1. Bilanço (Özsermaye) Yaklaşımı'na Göre Kâr'ın Tanımı.....	7
1.1.2. Gelir (Eşleştirme) Yaklaşımına Göre Kâr'ın Tanımı.....	8
1.1.3. Hesap Dönemi Sonucu Yönünden Kâr'ın Tanımı.....	9
1.1.4. Dağıtım Yönünden Kâr'ın Tanımı.....	9
1.1.5. Vergi Hukuku Yönünden Kâr'ın Tanımı.....	10
<b>1.2. DEĞERLEME İLKELERİNE GÖRE KÂR.....</b>	<b>10</b>
1.2.1. Tarihi Maliyet Yöntemi İle Kâr.....	11
1.2.2. Yenileme Maliyeti Yöntemi ile Kâr.....	12
1.2.3. Net Nakit Değeri (Net Gerçekleşebilir Değer) Yöntemi ile Kâr.....	14
1.2.4. Net Şimdiki Değer Yöntemi ile Kâr.....	16
1.2.5. Firmaya Katkı Değeri (Firmaya Mal Oluş Değeri) ile Kâr.....	17
1.2.6. Uygun Değer Yöntemi ile Kâr.....	20
<b>1.3. SERMAYENİN KORUNMASI KAVRAMINA GÖRE KÂR.....</b>	<b>20</b>
1.3.1. Sermayenin "Nominal Olarak" Korunması.....	20
1.3.2. Sermayenin "Satın Alma Gücü Olarak" Korunması.....	21
1.3.3. Sermayenin "Üretim Gücü Olarak" Korunması.....	22
<b>1.4. KÂR'IN ÖNEMİ.....</b>	<b>22</b>
1.4.1. Topluma Fayda Sağlamak.....	23
1.4.2. İşletmenin Yaşamını Sürekli Kılmak.....	24
1.4.3. Kâr Elde Etmek.....	24
<b>1.5. KÂR'IN UNSURLARI.....</b>	<b>26</b>
1.5.1. Gider.....	26
1.5.1.1. Gider ve Harcama Kavramı.....	27
1.5.1.2. Gider ve Maliyet Kavramı.....	28
1.5.2. Zarar.....	30
1.5.3. Hasılat (Brüt Gelir).....	31
<b>İKİNCİ BÖLÜM.....</b>	<b>33</b>
<b>FİRMA DEĞERİ VE SERMAYE YAPISI İLİŞKİSİ</b>	<b>33</b>
<b>2.1. FİRMA DEĞERİNE GENEL BİR BAKIŞ.....</b>	<b>33</b>
2.1.1. Firmanın Amacı.....	34
2.1.2. Firma Değerinin Önemi.....	36
2.1.3. Firma Değerinin Ölçümü ve Kullanılan Yöntemler.....	39

2.1.3.1. Defter Değeri.....	41
2.1.3.2. Yeniden Tesis Etme Yaklaşımı.....	42
2.1.3.3. Piyasa Değeri / defter Değeri Oranı.....	42
2.1.3.4. Fiyat / Kazanç Oranı Yöntemi.....	43
2.1.3.5. Temettü (Kâr Payı) Verimi Yöntemi.....	45
2.1.3.6. İndirgenmiş Nakit Akımları Yöntemi.....	46
2.1.3.7. İşleyen Teşebbüs Değeri.....	46
2.1.4. Hisse Senedi Değerleme Yaklaşımları.....	47
2.1.4.1. Kâr Payı Yaklaşımı.....	48
2.1.4.2. Gelir Yaklaşımı.....	49
2.1.4.3. Yatırım Fırsatları Yaklaşımı.....	50
<b>2.2. FİRMA DEğERİ VE SERMAYE MALİYETİ.....</b>	<b>52</b>
2.2.1. Özsermaye Maliyeti.....	54
2.2.1.1. Adi Hisse Senedinin Maliyeti.....	55
2.2.1.2. Dağıtılmayan Kârların Maliyeti.....	57
2.2.1.3. Amortisman Maliyeti.....	59
2.2.1.4. İmtiyazlı Hisse Senetlerinin Maliyeti.....	60
2.2.1.5. Yeni Çıkarılan Hisse Senetlerinin Maliyeti.....	60
2.2.2. Yabancı Kaynak Maliyeti.....	62
2.2.2.1. Borcun Maliyeti.....	62
2.2.2.2. Tahvil Çıkarılması Yoluyla Sağlanan Borcun Maliyeti.....	64
2.2.3. Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti.....	65
<b>2.3. FİRMA DEğERİ VE SERMAYE YAPISI.....</b>	<b>66</b>
2.3.1. Optimal Sermaye Yapısının Bulunması.....	67
2.3.1.1. Sermaye Yapısı Kararını etkileyen Faktörler.....	68
2.3.1.1.1. Uygunluk.....	68
2.3.1.1.2. Risk.....	68
2.3.1.1.3. Maliyet ve Esneklik.....	69
2.3.1.1.4. Firmanın Kontrol Hakkı.....	70
2.3.1.1.5. Finansal Kaldıraç Etkisi.....	71
2.3.1.2. Firmanın Sermaye Yapısı İle İlgili Yaklaşımlar.....	73
2.3.1.2.1. Net Gelir Yaklaşımı (Net Income Approach).....	74
2.3.1.2.2. Net Faaliyet Geliri Yaklaşımı (Net Operating Income Approach).....	77
2.3.1.2.3. Geleneksel Yaklaşım (Traditional Approach).....	79
2.3.1.2.4. Modigliani- Miller Yaklaşımı.....	81
<b>ÜÇÜNCÜ BÖLÜM.....</b>	<b>84</b>
<b>KÂR PAYI DAĞITIM POLİTİKASININ FİRMA DEğERİ AÇISINDAN İNCELENMESİ.....</b>	<b>84</b>
<b>3.1. KÂR PAYI DAĞITIM POLİTİKASININ FİRMA DEğERİ ÜZERİNE ETKİLERİNİN BELİRLENMESİNE YÖNELİK ÇALIŞMALAR.....</b>	<b>84</b>
<b>3.2. KÂR PAYI DAĞITIM POLİTİKASININ FİRMA DEğERİ ÜZERİNE ETKİSİNE YÖNELİK GELİŞTİRİLEN MODELLER.....</b>	<b>88</b>
3.2.1. Metron Miller ve Franco Modigliani Modeli.....	89
3.2.1.1. Modele Getirilen Eleştiriler.....	92
3.2.2. Myron J. Gordon- John Lintner Modeli (Eldeki Kuş Teorisi).....	98
3.2.2.1. M. Gordon ve John Lintner Modelinde Dağıtılan Kâr Paylarının Hisse Senetlerinin Değerine Etkisi.....	102

3.2.2.1.1. Düşük Kâr Payı Dağıtımı Yapılan İşletmelerde Hisse Senetlerinin Değerlemesi.....	103
3.2.2.1.2. Yüksek Kâr Payı Dağıtımı Yapılan İşletmelerde Hisse Senetlerinin Değerlemesi.....	103
3.2.3. Litzenberger – Ramaswamy Modeli ( Vergi Farkı Teorisi ).....	105
3.2.4. Bir Finansman Kararı Olarak Kâr Dağıtım Politikası.....	112
3.2.4.1. Alternatif 1: Yatırım Kârlılığı Sermaye Maliyetinden Büyük ( $r > k_e$ )..	113
3.2.4.2. Alternatif 2: Yatırım Kârlılığı Sermaye Maliyetinden Küçük ( $r < k_e$ ).	114
3.2.4.3. Alternatif 3: Yatırım Kârlılığı Sermaye Maliyetine Eşit ( $r = k_e$ ).....	114
3.2.5. Artık Kâr Payı Politikası (Residual Theory of Dividend).....	116
3.2.6. Kâr Paylarının Bilgi Verme Özelliği.....	117
<b>3.3. KÂR DAĞITIMI VE KÂR DAĞITIMININ ÖNEMİ.....</b>	<b>118</b>
<b>3.4. KÂR DAĞITIM POLİTİKASINI ETKİLEYEN FAKTÖRLER.....</b>	<b>123</b>
3.4.1. Yasal Faktörler.....	124
3.4.1.1. Türk Ticaret Kanunu'na tabi Şirketlerde Kâr Dağıtımı.....	126
3.4.1.2. Sermaye Piyasası Kanunu'na Tabi Şirketlerde Kâr Dağıtımı.....	129
3.4.2. Firmanın Likidite Durumu.....	131
3.4.3. Borçlanma Yeteneği.....	132
3.4.4. Borç Ödeme Gereği.....	133
3.4.5. Kredi Sözleşmelerinde Yer Alan Hükümler.....	133
3.4.6. Aktif Varlıklarda Büyüme Hızı.....	134
3.4.7. Karların İstikrarı.....	136
3.4.8. Kontrol.....	136
3.4.9. Vergi Etkisi.....	137
3.4.10. Sermaye Piyasasına Başvurma Olanağı.....	138
3.4.11. Yöneticilerin Tutumu.....	139
3.4.12. Şirketlerin Ortak Yapısı.....	139
3.4.13. Yeni Yatırım Planları.....	140
3.4.14. Enflasyon.....	140
<b>DÖRDÜNCÜ BÖLÜM.....</b>	<b>142</b>
<b>ŞİRKETLERİN İZLEDİKLERİ KÂR PAYI ÖDEME ŞEKİLLERİ.....</b>	<b>142</b>
<b>4.1. KÂR PAYI DAĞITIM POLİTİKALARI.....</b>	<b>142</b>
4.1.1. İstikrarlı Gelişme Gösteren Kâr Payı Dağıtımı.....	144
4.1.2. Sabit Miktarda Kâr Payı Dağıtımı (Stable “Regular” Dividend Policy).	148
4.1.3. Sabit Oranda Kâr Payı Dağıtımı ( Constant Payout Ratio).....	150
4.1.4. Sabit Miktarda Kâr Payına İlave Olarak Kâr Payı Dağıtımı.....	151
<b>4.2. ŞİRKETLERİN İZLEDİKLERİ KÂR PAYI ÖDEME ŞEKİLLERİ.....</b>	<b>153</b>
4.2.1. Kâr Payının Nakit Olarak Ödenmesi.....	154
4.2.2. Kâr Payının Hisse Senedi Verilmesi Yoluyla Ödenmesi (Stock Dividend).....	158
4.2.3. Hisse Senetlerinin Nominal Değerinin Azaltılması ve Sayısının Artırılması Yoluyla Kâr Payı Dağıtımı (Stock Split).....	166
4.2.4. Şirketlerin Kendi Hisse Senetlerini Geri Satın Almaları Yoluyla Kâr Payı Dağıtımı (Stock Repurchases).....	170
4.2.5. Melez Kâr Payı Dağıtım.....	174
4.2.6. Seçmeli Kâr Payı Dağıtımı (Optional Dividend).....	175
4.2.7. Bono Kâr Payı Dağıtımı ( Scrip Dividend).....	175

4.2.8. Aynı Olarak Kâr Payı Dağıtımı ( Property Dividend).....	176
4.2.9. Tasfiyeden Kâr Payı (Liquidating Dividend).....	176
4.2.10. Kâr Payı Olarak İntifa Senedi Verilmesi.....	176
<b>BEŞİNCİ BÖLÜM.....</b>	<b>177</b>
<b>KÂR PAYI ÖDEME ŞEKİLLERİNİN FİRMA DEĞERİNE ETKİSİNİN BELİRLENMESİNE YÖNELİK İSTANBUL MENKUL KIYMETLER BORSASI'NDA BİR İNCELEME.....</b>	<b>177</b>
<b>5.1. İSTANBUL MENKUL KIYMETLER BORSASI 100 ENDEKSİ HAKKINDA GENEL BİLGİ.....</b>	<b>177</b>
<b>5.2. İSTATİSTİKSEL ANALİZ VE BULGULAR.....</b>	<b>181</b>
5.2.1. Kullanılan Verilerin Özellikleri.....	181
5.2.2. Yöntem.....	185
5.2.2.1. Anormal Getirinin Hesaplanması ( Abnormal Return AbR).....	186
5.2.2.2. Kümülatif Getirinin Hesaplanması (Cumulative Abnormal Return – CAR).....	186
5.2.2.3. Hipotezlerin Kontrolü.....	187
5.2.3. Hipotezler.....	188
5.2.4. Analiz Sonuçları.....	189
5.2.4.1. Nakit Kâr Payı.....	193
5.2.4.2. Hisse Senedi Şeklinde Kâr Payı.....	196
5.2.4.3. Bedelli Sermaye Artırımı.....	199
5.2.4.4. Bedelsiz Sermaye Artırımı.....	202
5.2.4.5. Melez Kâr Payı Dağıtımı.....	205
<b>SONUÇ VE ÖNERİLER.....</b>	<b>209</b>
<b>EKLER.....</b>	<b>219</b>
<b>EK 1: 2000-2005 Yıllarında İMKB 100 Endeksine Dahil Olan Şirketler.....</b>	<b>220</b>
<b>EK 2: İMKB 100 Endeksine Dahil Şirketlerin 2000-2005 Döneminde Kâr Payı Dağıtım Şekilleri ve Tarihleri.....</b>	<b>225</b>
<b>EK 3: Nakit Kâr Payı Dağıtımı (t) Testi İstatistik Değerleri.....</b>	<b>238</b>
<b>EK 4: Hisse Senedi Şeklinde Kâr Dağıtımı (t) Testi İstatistik Değerleri.....</b>	<b>239</b>
<b>EK 5: Bedelli Sermaye Artırımı (t) Testi İstatistik Değerleri.....</b>	<b>240</b>
<b>EK 6: Bedelsiz Sermaye Artırımı (t) Testi İstatistik Değerleri.....</b>	<b>241</b>
<b>EK 7: Melez Kâr Payı Dağıtımı (t) Testi Değerleri.....</b>	<b>242</b>
<b>KAYNAKLAR.....</b>	<b>243</b>

## KISALTMALAR DİZİNİ

<b>TTK</b>	:Türk Ticaret Kanunu
<b>SPK</b>	:Sermaye Piyasası Kanunu
<b>KVYK</b>	:Kısa Vadeli Yabancı Kaynaklar
<b>UVYK</b>	:Uzun Vadeli Yabancı Kaynaklar
<b>NİS</b>	:Net İşletme Sermayesi
<b>WACC</b>	:Weighted Average Cost of Capital (Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti)
<b>MM</b>	:Metron MILLER-Franco MODIGLIANI
<b>İMKB</b>	:İstanbul Menkul Kıymetler Borsası
<b>PD / DD</b>	:Piyasa Değeri / Defter Değeri
<b>AbR</b>	:Anormal Getiri
<b>CAR</b>	:Kümülatif Anormal Getiri
<b>FVÖK</b>	: Faiz Ve Vergiden Önceki Kâr
<b>VÖK</b>	: Vergi Öncesi Kâr
<b>FKD</b>	: Finansal Kaldıraç Derecesi



## GRAFİKLER DİZİNİ

Grafik 4.1: İstikrarlı Gelişme Gösteren Kâr Payı Dağıtımında Net Kâr ve Kâr Dağıtımı Dalgalanma Trendi.....	147
Grafik 4.2: Sabit Miktarda Kâr Payı Dağıtımı Net Kâr ve Kâr Dağıtımı Dalgalanma Trendi.....	149
Grafik 4.3: Sabit Oranda Kâr Payı Dağıtımında Net Kâr ve Kâr Dağıtımı Dalgalanma Trendi.....	151
Grafik 4.4: Sabit Miktarda Kâr Payına İlave Olarak Kâr Payı Dağıtımında Net Kâr ve Kâr Dağıtımı Trendi.....	153
Grafik 5.1. Nakit Kâr Payı Dağıtım Döneminde Ortalama Kümülatif Getiri (CAR) Grafiği.....	194
Grafik 5.2. Hisse Senedi Şeklinde Kâr Payı Dağıtımı Döneminde Ortalama Kümülatif Getiri (CAR) Grafiği.....	197
Grafik 5.3. Bedelli Sermaye Artırımı Dönemindeki Ortalama Kümülatif Getiri (CAR) Grafiği.....	200
Grafik 5.4. Bedelsiz Sermaye Artırım Dönemindeki Ortalama Kümülatif Getiri (CAR) Grafiği.....	203
Grafik 5.5. Melez Kâr Payı Dağıtım Dönemindeki Ortalama Kümülatif Getiri (CAR) Grafiği.....	206

## ŞEKİLLER DİZİNİ

Şekil 1.1. Firmaya Katkı Değeri Yönteminde Kârın Oluşumu.....	18
Şekil 2.1. Firma Değerini Maksimize Eden Kararlar.....	36
Şekil 2.2. Firma Değerini Etkileyen Kararlar.....	37
Şekil 2.3. Sermaye Maliyeti Dağılımı.....	53
Şekil 2.4. Net Gelir Yaklaşımına Göre Sermaye Maliyeti ve Firma Değeri.....	75
Şekil 2.5. Net Faaliyet Geliri Yaklaşımına Göre Sermaye Maliyeti ve Firma Değeri.....	78
Şekil 2.6. Geleneksel Yaklaşımına Göre Sermaye Maliyeti ve Firma Değeri.....	80
Şekil 3.1. MM Modeli.....	91
Şekil 3.2. Gordon-Lintner Modeli (Eldeki Kuş).....	104
Şekil 3.3. Kâr Payı Dağıtım Politikası ve Gordon-Lintner Teorisiyle Birlikte Litzemberger-Ramaswamy Teorisi.....	106
Şekil 3.4. Kâr Payı Dağıtım Oranları ve Özsermaye İlişkisi.....	110
Şekil 3.5. Kâr Dağıtım Politikasını etkileyen Faktörler.....	124
Şekil 3.6. Firmaların Büyüme Aşamaları ile Temettü Politikaları Arasındaki İlişki.....	135

## TABLolar DİZİNİ

Tablo 1.1. Net Şimdiki Değerin Hesaplanışında Net Nakit Giriş ve Çıktıları...	16
Tablo 1.2. Makine ve Teçhizattan Sağlanacak Net Nakit Akımlarının Şimdiki Değeri.....	17
Tablo 1.3. Firmaya Katkı Değerinin Oluşumu.....	19
Tablo 3.1. Düşük Kâr Payı Dağıtım Politikası Uygulayan Bir İşletmenin Yıllar İtibariyle Hisse Senetlerinin Piyasa Fiyatı.....	103
Tablo 3.2. Yüksek Kâr Payı Dağıtım Politikası Uygulayan Bir İşletmenin Yıllar İtibariyle Hisse Senetlerinin Piyasa Fiyatı.....	104
Tablo 3.3. Kâr Payı Dağıtım Politikasına İlişkin Seçeneklerin Karşılaştırılması.....	109
Tablo 3.4. Türk Ticaret Kanunu 'na Tabi Şirketlerde Dağıtılacak Temettü.....	127
Tablo 3.5. Sermaye Piyasası Kanunu' Na Tabi Halka Açık Şirketlerde Dağıtılacak Temettü.....	130
Tablo 4.1. İstikrarlı Kâr Payı Dağıtımı (Sarkuysan Örneği).....	147
Tablo 4.2. Sabit Miktarda Kâr Payı Dağıtımı.....	149
Tablo 4.3. Sabit Oranda Kâr Payı Dağıtımı.....	151
Tablo 4.4. Sabit Miktarda Kâr Payına İlave Olarak Kâr Payı Dağıtımı.....	152
Tablo 4.5. Belirli Tarihlerde Hisse Senedi Fiyatlarındaki Yüzde Değişimleri...	161
Tablo 4.6. Hissedar Sayısındaki Artışlar.....	162
Tablo 4.7. 2003 İMKB Şirketleri Kâr Payı Ödemesi (TL).....	163
Tablo 5.1. 2005 Yılı İMKB Endekslerinde İşlem Gören Şirketlerin Değerleme Oranları (000 YTL).....	179
Tablo 5.2. 2004 Yılı İMKB Endekslerinde İşlem Gören Şirketlerin Değerleme Oranları (000 YTL).....	180
Tablo 5.3. 31.12.2005 Tarihi İtibariyle İMKB Endeksine Dahil Olan Şirketler.....	182
Tablo 5.4. Yıl / Kâr Payı Dağıtım Şekli Bazında İMKB 100 Endeksine Dahil Olan Şirketlerin Kâr Payı Dağıtım Sayısı.....	184

Tablo 5.5. Şirketlerin Kâr Payı Dağıtım Şekillerine Göre -60;+30 Dönemine Ait (t) Değerleri Tablosu.....	190
Tablo 5.6. Nakit Kâr Payı Dağıtımında Firma ve Olay Sayısı Tablosu.....	193
Tablo 5.7. Nakit Kâr Payı Dağıtım Döneminde Kümülatif Getiriler.....	195
Tablo 5.8. Hisse Senedi Şeklinde Kâr Payı.....	196
Tablo 5.9. Hisse Senedi Şeklinde Kâr Payı Dağıtım Döneminde Kümülatif Getiriler.....	198
Tablo 5.10. Bedelli Sermaye Artırımının Şirket ve Olay Sayısı Tablosu.....	199
Tablo 5.11. Bedelli Sermaye Artırımı Dönemindeki Kümülatif Getiriler.....	201
Tablo 5.12. Bedelsiz Sermaye Artırımının Şirket ve Olay Sayısı Tablosu.....	203
Tablo 5.13. Bedelsiz Sermaye Artırımı Dönemindeki Kümülatif Getiriler.....	204
Tablo 5.14. Melez Kâr Payı Dağıtım Döneminde Şirket ve Olay Sayısı Tablosu.....	205
Tablo 5.15. Melez Kâr Payı Dağıtım Dönemindeki Kümülatif Getiriler.....	207

## ÖZET

Ekonomik gelişmelerin finans alanına yansımaları sonucunda firmalar büyük bir değişim süreciyle karşı karşıya kalmışlardır. Yaşanan bu hızlı değişim sürecinde, literatürde kâr maksimizasyonu olarak ifade edilen klasik işletme amacı bir kenara bırakılmış ve firma değerinin maksimizasyonu şeklinde ifade edilen amaç finans fonksiyonu yönünden daha geçerli görülmüştür. Firma değerinin maksimizasyonu ise yatırım, sermaye yapısı ve kâr payı dağıtım kararlarının bir fonksiyonu şeklinde ortaya çıkar.

Kâr payı dağıtım politikası, firma değerini etkilemesi bakımından büyük öneme sahiptir. Dağıtılmayan kârlar firma büyüme finansmanını sağlayan temel kaynaklardan birisi olduğundan, kâr dağıtım politikası işletmenin büyüme hızını, piyasa değerini, ortakların servetlerini etkileyen bir nitelik taşımaktadır. Ayrıca, kâr payları yatırımcı durumundaki üçüncü kişilere firmanın karakteristik özellikleri hakkında bilgi niteliği taşımaktadır. Firmanın kâr payı dağıtım politikasını benimsemesi ve kâr payı dağıtımına gitmesi, yatırımcılar nezdinde firmanın kârlılığı yönünde bir referans niteliği taşır.

Kâr payı dağıtım politikasının firma değerine etkisi konusunda bir takım yaklaşımlar ortaya atılmış olup bu yaklaşımlar temelde ikiye ayrılabilir. Binici yaklaşıma göre, kâr payı dağıtım politikası firma değerini etkilerken, diğer yaklaşıma göre ise kâr payı dağıtım politikası ile firma değeri arasında herhangi bir ilişki yoktur.

Kâr payı dağıtım politikasının belirlenmesinde, yasal kurallar, likidite, enflasyon, kârların istikrarı, vergi etkisi gibi faktörlerle, işletmelerin izledikleri kâr dağıtım politikaları ve kâr dağıtım şekillerinin de göz önüne alınması gerekir. Ayrıca, kazanç gücü, büyüme hızı, sanayi kolunun yapısı, yatırım fırsatları ve rekabet gibi faktörlere de ağırlık verilmelidir.

Firma yönetimlerinin finansman tercihleri ve\veya kâr ve kâr payı açıklamalarından ve dağıtımlarından sonra hisse senedi fiyatlarında gözlenen hareketler ile ilgili çalışmalar, şirket finansmanı literatüründe geniş bir yere sahiptir. Bu çalışmada, 2000-2005 döneminde, İstanbul Menkul Kıymetler

Borsası 100 Endeksinde yer alan şirketlerin nakit, hisse senedi, bedelli, bedelsiz bölünme ve melez temettü açıklamaları ve dağıtımları sonrası hisse senedi fiyatları üzerine etkileri araştırılmıştır. Kâr payı açıklama ve dağıtım tarihleri için İstanbul Menkul Kıymetler Borsası Kütüphanesi arşivlerinde yer alan İMKB Günlük Bültenleri'nden ve internet sitelerinden faydalanılmıştır.

Temettü dağıtım tarihinden 60 gün öncesi ve 30 gün sonrasında hisse senedi fiyatları incelenerek, temettü dağıtımının etkisi olup olmadığı araştırılmıştır. Yapılan çalışmalar ve araştırmalar sonucunda, nakit, hisse senedi şeklinde, bedelli, bedelsiz ve melez kâr payı hisse senedi fiyatını dolayısıyla hisse senedi getirisini etkilediği tespit edilmiştir. Piyasanın her bir dağıtım şekline karşı tepkisi farklı olmaktadır.

Nakit ve melez kâr payı dağıtım ilanı yatırımcıların getirilerini olumlu yönde etkilerken, bedelli ve bedelsiz sermaye artırımını getirileri olumsuz yönde etkilemektedir. Yatırımcılar hisse senedi şeklinde kâr payı dağıtım ilanına tepkisiz kalmaktadır. Melez kâr payı dağıtımını getirileri olumlu yönde etkilerken, nakit hisse senedi şeklinde kâr payı, bedelli ve bedelsiz sermaye artırımını getirileri olumsuz etkilemektedir. Sonuçlar, yatırımcı ve yöneticilerin bir karar alırken kâr payı dağıtım dönemine dikkat etmeleri gerektiğini göstermektedir.

## ABSTRACT

Due to the reflection of economic development on financial area, the companies are exposed to great changes. In this changing process, the classical management goal called profit maximization in literature was given up and in terms of financial function. The goal which is expressed as firm value maximization is accepted. Firm value maximization consists of the function of investment, capital structure and dividend distribution decision.

Dividend policy has an important aspect since it affects the firm value. Since the retained earnings are fundamental financial resources for growth of the firm, dividend policy has an effect on the firm's expansion market value and shareholder's wealth. Dividends informs the third persons who thing to make and investment about the firm's characteristics. Adopting the dividend policy and paying dividend, the firm create and impact on the investors about its profitability.

There are some approaches to the effect of dividend policy on the firm's value. These approaches are separated into two. According to the first approach, the dividend policy affects the firm's value, where as according to the second approach there is not any relationship between the dividend policy and the firm's value.

In determining the dividend policy the following factors should be considered: the legal rules, liquidity, inflation, the stabilization of profits, taxation, dividend distribution policy and dividend distribution types. Furthermore, the factors like earning power, the structure of industrial sector, the investment opportunities and competition should also be considered.

Anomalous share price behavior following management decisions on corporate financing choices and announcements of dividends and earnings has been the focus of numerous studies in corporate finance literature in the past years. This paper investigates the effect of cash, stock dividend, stock split and hybrid dividend payment on share prices, using 2000-2005 constituent companies of the İstanbul Stock Exchange 100 Indeks (ISE-100) price data.

The announcement information is gathered from ISE Daily Bulletins from the archives of the ISE Library and Internet. Daily stock returns are examined for 60 days before and 30 days after the payment date for evidence on a payment effect associated with cash, stock and hybrid dividends. The results indicate that cash, stock and hybrid dividend and stock splits affect stock prices and so stock returns. It was observed that the market acts differently to different types of dividend payments. Cash and hybrid dividend announcements increases shareholders' wealth whereas initiating stock dividend and stock split does not. Investors behave indifferent to stock dividends in the announcement period.

Results showed that no demand accrues for these stocks. Hybrid dividend payment increases stock returns but cash, stock dividend and stock split payment decreases stock returns in the payment period. Results showed that when investor and managers take a decision, they must pay attention to payment period.



# GİRİŞ

Günümüzde finans dünyasında yaşanan hızlı gelişmeler, şirketleri bu gelişmelere ayak uydurmaya zorlamış ve şirketlerin finansman ihtiyaçları bu gelişmelere bağlı olarak artmıştır. Artan finansman ihtiyaçları neticesinde şirketler kaynak sıkıntısıyla karşı karşıya kalmışlardır. Şirketlerin elde ettiği ve dağıtmadığı kârlar büyük bir finansman kaynağı olurken, dağıtılan kârlar da yatırımcılar açısından önemli bir gelir kaynağı niteliği taşımaktadır.

Firma değerinin belirlenmesinde firmanın büyüme potansiyeli, risk profili, nakit yaratma gücünün yanı sıra diğer birçok faktör dikkate alınır. Bir firmanın hisse senedi ihracı, hisse senetlerini geri satın alma, potansiyel bir devralma, bir firmaya yatırım yapma veya herhangi bir yatırımla ilgili karar verme sürecinde değerlendirme kritik bir rol oynamaktadır.

Yatırımcılar, şirkete yaptıkları yatırımın bir karşılığı olarak kâr payı elde etmek isterken, şirketler daha yüksek bir kâr payı vermek suretiyle yatırımcıları kendi hisse senetlerini satın almaları için özendirmek amacı taşıyabilirler.

Gelişen ekonomik koşulların bir gereği olarak, şirketlerin dışa açılmaları neticesinde kapalı aile şirketlerinden, halka açık şirketlere doğru bir yöneliş meydana gelmiş ve şirketler çoğunlukla halka açılarak finansman ihtiyaçlarını karşılama yoluna gitmişlerdir. Şirketlerin bu yolu başvurmaları, kâr payı dağıtım kararlarının işletme politikası içindeki önemini artırmıştır.

Şirketlerin yönetiminde önemli karar sahalarından birisi, kâr payı dağıtım politikalarıyla ilgili kararlardır. Dönem kârlarının, bir taraftan yatırımların finansmanında kullanılarak büyüme olanaklarının değerlendirilmesi, diğer taraftan düzenli ve yüksek oranlarda kâr payı şeklinde dağıtılarak sermaye sahiplerinin beklentilerinin maksimum kılınması amaçlarına yönelik olarak kullanılması gerekir.

Anonim şirketler de her yıl önemli karar aşamalarından birisi kâr payı dağıtım politikasının belirlenmesidir. Çünkü verilecek karar anonim şirketin finansal yapısını, yeni yatırım kararlarını, ortakların servetlerini ve hepsinden

önemlisi şirketin piyasa değerini etkileyecektir. Kâr payı dağıtım politikalarının bir parçası olan kâr payı dağıtım şekillerinin de şirketin piyasa değeri üzerine etkisi günümüzde sıkı tartışılan bir konudur.

Türkiye’de 1980’li yılların başında meydana gelen banker iflasları, sermaye piyasasının gelişimini olumsuz yönde etkilemiş ve yatırımcıların sermaye piyasasına olan güvenini azaltmıştır. SPK’da yapılan değişiklikler halka açık anonim şirket kavramını gündeme getirmiş ve bu şirketlerin uymak zorunda oldukları kurallar belirlenmiştir. Bu kurallardan birisi ve en önemlisi kâr payı dağıtım zorunluluğudur. Ancak şirketler nakit ya da hisse senedi şeklinde kâr payı dağıtım konusunda serbesttir.

Kâr payı dağıtım şekillerinin şirketin piyasa değerine etkisinin olup olmadığının bulunması, eğer etkisi varsa, hangi dağıtım şeklinde hissedarların beklentilerini maksimize ettiğinin bulunması, hangi kâr payı dağıtım şeklinde ne zaman yatırım kararının alınacağına tespiti ve özellikle konunun İMKB 100 Endeksine dâhil olan şirketler açısından değerlendirilmesi bu tezin amacını oluşturmaktadır.

Çalışmanın kapsamı, kâr payı dağıtım şekillerinin tespiti, hangi durumlarda tercih edildiğinin belirlenmesi ve şirketin piyasa değeri üzerine etkisinin olup olmadığının incelenmesinden oluşmaktadır. Kâr payı dağıtım şekillerinin şirketin piyasa değerine etkisinin olup olmadığını anlamak için uygulama bölümünde İMKB 100 Endeksindeki şirketlerin verileri 2000-2005 dönemi için incelenecektir.

Çalışmanın metodu, ilk önce kâr payı dağıtım şekilleri konusunun teorik olarak ele alınmasından, konuyla ilgili çalışmaların hem Türkiye hem de Dünya örneklerinin incelenmesi ve Türkiye’de yasal açıdan teorik bilgilerle ortaya konulmasından oluşmaktadır.

Çalışmanın uygulama kısmında, Brown ve Warner’in piyasa modeli kullanılarak çalışmanın sonucuna ulaşılmaya çalışılacaktır. Hisse senetleri İstanbul Menkul Kıymetler Borsası 100 Endeksinde işlem gören şirketlerin 2000-2005 yılları arasındaki verileri kullanılacaktır.

Araştırmada kullanılacak şirketlerin ve kullandıkları kâr payı dağıtım şekillerinin tespit edilmesinin amacı, ülkemizde izlenen kâr payı dağıtım

şekillerinin hisse senedi değerini ne ölçüde yönlendirdiğini ve hisse senedi değerleriyle kâr payı dağıtım şekilleri arasında bir ilişkinin olup olmadığını.

Çalışmada kâr payı dağıtım şekillerinin hisse senetlerini fiyatlarını dolayısıyla şirketin piyasa değerini etkilediği ileri sürülmektedir.

Çalışma beş bölümden oluşmaktadır. Birinci bölümde kârın tanımı ve saptanması başlığı altında kâr'ın farklı bakış açılarıyla tanımı, kârın saptanmasındaki değerlendirme ilkeleri, sermayenin korunmasına göre kâr, kârın önemi, kârın unsurlarına, yer verilecektir.

İkinci bölümde firma değeri ve sermaye yapısı ilişkisi başlığı altında, firma değerine genel bir bakış, firmanın amacı, firma değerinin önemi, firma değerinin ölçümü ve kullanılan yöntemler, hisse senedi değerlendirme yaklaşımları, firma değeri ve sermaye maliyeti, firma değeri ve sermaye yapısı ilişkisi, firmanın sermaye yapısı ili ilgili yaklaşımlara yer verilecektir.

Üçüncü bölümde kâr payı dağıtım politikasının firma değeri açısından incelenmesi başlığı altında; kâr payı dağıtım politikasının firma değeri üzerine olan etkilerinin belirlenmesine yönelik çalışmalara, kâr payı dağıtım politikasının firma değeri üzerine olan etkilerinin belirlenmesine yönelik geliştirilen modellere, bir finansman kararı olarak kâr dağıtım politikası, artık kâr payı politikasına, kâr paylarının bilgi verme özelliğine, kâr dağıtım ve kâr dağıtımının önemi, kâr dağıtım politikasını etkileyen faktörlere yer verilecek. Ayrıca şirketlerin izledikleri kâr payı dağıtım politikalarına ve şirketlerin izledikleri kâr payı dağıtım şekillerine yer verilecektir.

Dördüncü bölümde, şirketlerin izledikleri kâr payı ödeme şekilleri başlığı altında, kâr payı dağıtım politikaları ve şirketlerin izledikleri kâr payı ödeme şekillerine yer verilecektir.

Beşinci ve son bölümde ise, kâr payı dağıtım şekillerinin firma değerine etkisini ortaya koymak amacıyla İstanbul Menkul Kıymetler Borsası 100 Endeksine dahil olan şirketler üzerinde inceleme yapılacaktır. Bu amaçla, yapılacak (t) testi analizinde, uygulama kapsamına alınan firmaların 2000-2005 dönemine ilişkin verileri incelenerek kâr payı dağıtım şekilleri ile şirketin piyasa değeri arasındaki ilişki ortaya çıkarılmaya çalışılacaktır. Brown ve Warner'in piyasa modeli kullanılarak hesaplamalar yapılacak, oluşturulan hipotezler çıkan

sonuçlara göre test edilecektir. 5 kâr payı dağıtım Şekline ilişkin veriler incelenecektir. Her bir dağıtım Şekli için ayrı ayrı hesaplamalar yapılacaktır.

Son bölümde, ortaya çıkan sonuçlar iŐıđında kâr payı dağıtımı Şekillerine göre Türkiye’de yatırım yapan yatırımcılara çeşitli önerilerde bulunulacaktır.

# BİRİNCİ BÖLÜM

## KÂR TANIMI VE KÂRIN SAPTANMASI

### 1.1. FARKLI BAKIŞ AÇILARINA GÖRE KÂR'IN TANIMLANMASI

Muhasebe sürecinin en önemli sonuçlarından biri de, bu süreç sonucu hesaplanan “kâr” kavramıdır. Finansal tabloları inceleyen, çözümleyen veya finansal tablolarla ilgilenen hemen her kişi için kâr rakamı büyük bir önem taşımaktadır. Bununla birlikte “kâr” denilince herkes aynı şeyi düşünmemektedir. Son zamanlarda ise muhasebenin hesapladığı kâr konusunda önemli eleştiriler yapılmıştır. Bu eleştiriler genel olarak şöyle sıralanabilir;<sup>1</sup>

- Muhasebede kâr kavramı açıkça formüle edilememiştir;
- Muhasebede kârın hesaplanması ve rapor şekli hakkında uzun dönemli kuramsal bir temel yoktur;
- Genel kabul görmüş muhasebe uygulamaları, farklı işletmelerin ve hatta farklı yıllarda aynı işletmenin, dönem kârının hesaplanmasında tutarsızlıklara izin vermektedir;
- Tarihsel maliyetlerle hesaplanan kâr, fiyat düzeyindeki değişiklikler nedeniyle anlamını yitirmektedir;
- Yatırım kararlarını vermede, yatırımcı ve hisse senedi sahiplerine verilecek kâr dışındaki diğer bilgiler daha yararlı olabilir.

---

<sup>1</sup> AKDOĞAN, Nâlan; AYDIN, Hamdi. **Muhasebe Teorileri**, Gazi üniversitesi Yayın no:98, Ankara 1987, s. 412

Kârın ölçülmesinde önemli kavramsal ve uygulama sorunları göz önüne alınarak çözüm için bazı önerilerde bulunulmuştur. Kârın ölçülmesi sorunuyla ilgili esas olarak beş önemli öneri sayılabilir.<sup>2</sup>

1. Günümüzdeki çalışmaların çoğu, muhasebe işlemleri, verileri ve tahakkuk üzerine ağırlık verilmesini; böylece muhasebe kârı olarak adlandırılacak bir raporlama sisteminin geliştirilmesini önermektedir,
2. Diğer bazı kişiler, işletmenin ödeme gücünü gösteren tek bir kâr kavramının geliştirilmesini önerenler,
3. Muhasebe kuramında gelecekteki gelişmenin ancak, ekonomik kâr olarak anılan kâr kavramına en yakın, tek bir kâr kavramı üzerinde anlaşma sağlanması halinde mümkün olacağını ileri sürenler,
4. Farklı amaçlar için farklı kâr kavramının hesaplanıp rapor edilmesini önerenler de vardır.
5. Son zamanlarda ise, tüm kâr ölçümlerinin hatalı, noksan olduğu ve bu nedenle kâr yerine başka ekonomik faaliyet ölçümlerinin hazırlanması gerektiğini önerenler ortaya çıkmıştır.

Bir kâr rakamının finansal tablolarda belirtilmesinin ana amacı, finansal raporlarla ilgili kişilere yararlı bilgi sağlamaktır. Fakat kârın rapor edilmesinin istenileni vermesi için daha açık ve belirli amaçların ortaya konulması gereklidir. Bunlardan tüm finansal kullanıcılar için en önemli olduğu kabul edilen amaç, işletmeye yatırılan sermaye ve kâr arasındaki, muhasebenin açıklayıcı işlevi olarak bir ayırım yapma gereksinimidir. Diğer amaçlar da,<sup>3</sup>

- Yönetimin verimliliğinin bir ölçütü olarak karın kullanımı,
- İşletmenin gelecekteki durumunu veya gelecekteki kâr payı dağıtımını tahmin etmede yardımcı olarak tarihsel kâr rakamının kullanılması,

---

<sup>2</sup> AKDOĞAN; AYDIN. **a.g.e.**, s. 412

<sup>3</sup> AKDOĞAN; AYDIN. **a.g.e.**, s. 412-413

- Gelecekteki yönetim kararlarına bir rehber ve başarının bir ölçüsü olarak kârın kullanımı şeklinde sıralanabilir.

Bir işletmenin kârı (veya geliri) finansal tablolarda iletilen bilgilerin odak noktasını oluşturur. Bu nedenle de kâr finansal muhasebe ve raporlarda son derece önemli bir kavramdır. Kâr işletmeye yatırım yapanların yatırımlarından elde ettikleri gelirin kaynağını oluşturur. Aynı zamanda kâr verimli ekonomik faaliyetleri teşvik eden önemli bir faktördür. Kâr, bir işletmenin kâr payı dağıtımına olanak sağlar, böylece işletme hisse senedi fiyatının piyasada yükselmesine yol açar. Hasılat, giderler, kazanç ve kayıplar, kârın öğeleridir. Kâr ve öğeleri belirli bir dönemde ortaya çıkan dönemsel kavramlardır. Yani bu kavramlar belirli bir zaman dönemi ve belirli bir işletme için ölçülebilirler.

Kâr kavramı liberal bir ekonomi anlayışının temel hareket noktası olarak karşımıza çıkmakta ise de en basit şekliyle konulan bir sermayenin karşılığı olarak elde edilmesi öngörülen bir artışı ifade etmektedir.<sup>4</sup> Farklı bakış açıları ile farklı kâr tanımı yapmak mümkündür. Kâr kavramında hangi amaçlarla tanımlama yoluna gidilirse gidilsin hepsindeki ortak nokta kârın net veya artık bir değeri ifade ettiği noktasıdır. Literatürde genel olarak kâr kavramı; Bilanço (Özsermaye) ve Gelir (Eşleştirme) yaklaşımlarına göre tanımlanmaktadır.

### **1.1.1. Bilanço (Özsermaye) Yaklaşımı'na Göre Kâr'ın Tanımı**

Bilanço yaklaşımında, gerek kâr kavramı, gerekse kârın öğeleri bilançodaki varlık ve kaynakların değişmelerinden hareket edilerek tanımlanmaktadır. Burada kâr; işletmeden çekilen ve konan değerler hariç olmak üzere, belirli bir dönemde, işletmenin dönem sonu özsermayesi ile dönem başı öz sermayesi arasındaki olumlu farktır. Bilanço yaklaşımında amaç, özsermayenin devamlılığını korumaktır. Burada kâr, bir muhasebe döneminde; bir ekonomik birimin dönem başındaki durumunu aynen korumak koşuluyla

---

<sup>4</sup> KARYAĞDI, Nazmi. **Kâr Dağıtım ve Vergilendirilmesi**, 2. Baskı, İstanbul 2002, s. 31

elden çıkartabileceği (dağıtabileceği) en yüksek değeri göstermektedir.<sup>5</sup> Daha genel anlamda kâr; belli bir dönemde, dönem sonu öz sermaye ile dönem başı öz sermaye arasındaki farktan işletmeye ilave edilen değerlerin çıkarılması ve işletmeden çekilen değerlerin ilave edilmesi sonucu ortaya çıkan olumlu farktır.<sup>6</sup>

İşletme sahip ve sahiplerinin dönem içinde işletmeye yeniden koydukları varlıklardan dolayı dönem sonu öz sermayesinde bu varlıkların değeri kadar bir artış olacaktır. Aynı şekilde, işletmeden çekilen varlıkların değeri kadar bir azalma olacaktır. Öz sermayede artış veya azalış meydana getiren bu işlemler, işletme faaliyetlerinden doğmadığından kârın tespitinde dikkate alınır, yani öz sermaye farkından çıkarılır veya farka eklenir.<sup>7</sup>

### 1.1.2. Gelir (Eşleştirme) Yaklaşımına Göre Kâr'ın Tanımı

Bu yaklaşımda gerek kâr, gerekse kârın öğeleri sonuç hesaplarından hareketle, gelir ve gider akımlarına dayanılarak tanımlanmaktadır. Burada kâr; mübadele işlemleri ile gerçekliğe kavuşturulmuş net akımları anlatmakta olup, belirli bir dönemde elde edilen hasılatla, yapılan giderlerin eşleştirilmesi suretiyle saptanmaktadır. Yani dönem kârı, belirli bir dönemde sağlanan hasılatla (brüt gelirlerle) yapılan giderler arasındaki farktır. Bu yaklaşımda dönem kârının belirlenmesinde hasılatın ve giderin doğuşu ile ilgili ilkeler önem taşımaktadır.<sup>8</sup> Kâr ayrıca aşağıda sayılan üç farklı esasa göre de tanımlanmaktadır. Bunlar;

- Hesap dönemi sonucu yönünden kârın tanımı,
- Dağıtım yönünden kârın tanımı,
- Vergi hukuk yönünden kârın tanımı.

---

<sup>5</sup> AKDOĞAN; AYDIN, a.g.e., s. 415-416

<sup>6</sup> KARYAĞDI. a.g.e., s. 32

<sup>7</sup> BENLİGİRAY, Yılmaz. **Muhasebe Uygulamaları**, Anadolu Üniversitesi Yayınları no: 1438, Eskişehir 2003, s. 12

<sup>8</sup> AKDOĞAN; AYDIN, a.g.e., s. 418



### 1.1.3. Hesap Dönemi Sonucu Yönünden Kârın Tanımı

Hesap dönemi sonucunun belirlenmesi açısından kârın çok farklı şekillerde tanımlanması mümkündür. Dar anlamda kâr, herhangi bir dönem içinde filen satılan malların satış tutarı ile bu malların maliyet bedeli arasındaki farktır.<sup>9</sup> Muhasebe ve bilanço çerçevesinde hesap dönemi sonucunun belirlenmesinde ve özvarlıklarda meydana gelen artışların saptanmasında, hesap dönemi başı özvarlığı ile hesap dönemi sonu özvarlığı karşılaştırılır. Bu surette kârın tespitinde dönem başı ve dönem sonu özvarlıkları arasındaki farka, dağıtılan kârlar ve işletmeden çekilen değerlerin eklenmesi ve işletme sermayesine eklenen kıymetlerin çıkarılması gerekmektedir.<sup>10</sup> Genel anlamda kâr, işletmenin hesap dönemi sonundaki öz varlığı ile hesap dönemi başındaki öz varlığı ya da başka bir ifadeyle işletmenin hesap dönemi içinde elde ettiği hasılat ile yaptığı giderler arasındaki olumlu farktır.<sup>11</sup>

### 1.1.4. Dağıtım Yönünden Kârın Tanımı

Dağıtım, elde edilen sonuçların sözleşme veya ortakların kararlarına dayanılarak, ayırım yerlerinin belirlenmesidir. Böylece elde edilen kârın nerelere ayrılacağı veya uğranılan zararların nasıl kapatılacağı, dağıtımın konusunu teşkil eder.<sup>12</sup>

Dağıtım yönünden kâr, işletmenin potansiyeline dokunmadan bir başka ifadeyle, işletmenin gelişmesini sağlayacak fonları saklı tutmak koşulu ile pay sahiplerine dağıtılabilecek aktif artış şeklinde tanımlanmaktadır.<sup>13</sup>

---

<sup>9</sup> USTA, Öcal, İşletme Finansı ve Finansal Yönetim, Detay Yayıncılık, Gözden Geçirilmiş 2. Baskı, Ankara 2005, s. 50

<sup>10</sup> USTA. a.g.e., s. 50

<sup>11</sup> KARYAĞDI. a.g.e., s. 35

<sup>12</sup> DOĞAN, Fatma F. "Sermaye Şirketlerinde Kâr Dağıtımı ve Kâr Payının Vergilendirilmesi", Yüksek Lisans Tezi, İstanbul 2003, s. 32

<sup>13</sup> KARYAĞDI. a.g.e., s. 36

### 1.1.5. Vergi Hukuku Yönünden Kârın Tanımı

Kârın vergi hukuku yönünden tanımı, sermaye kazançlarının vergisel yönden tespitine ilişkin teorilerine göre yapılmaktadır. Bu teorilerden biri “kaynak teorisi” diğeri ise “net artış teorisi” dir. **Kaynak teorisi**: belli bir üretim faaliyetine katılma sonucu elde edilen ekonomik değerleri gelir olarak kabul eder. Vergi hukukunda kâr, belli bir zaman aralığında (bir takvim yılı veya hesap dönemi) bir gerçek veya tüzel kişinin sahip olduğu varlıklarında meydana gelen artış olarak ele alınmaktadır.<sup>14</sup> Geniş anlamda yani, **net artış teorisine** göre gelir; bir kimsenin belli bir devrede gerçekleştirdiği tüketim ile yine aynı dönemde servetinde (mal varlığında) meydana gelen net artışlardan oluşmaktadır.<sup>15</sup>

### 1.2. DEĞERLEME İLKELERİNE GÖRE KÂR

İşletmenin varlık ve kaynak yapısının belli bir tarihteki değerlerini ortak bir ölçü birimi ile ifade etmeye değerlendirme denir. Değerleme ilkeleri ve buna ilişkin ölçüler, işletmenin finansal görünümünü ve faaliyet sonuçlarını etkileyen önemli bir konudur. Kârın doğru olarak saptanmasında değerlendirme ilkelerinin önemi büyüktür. Çünkü kullanılacak değerlendirme ilkelerine göre, kârın büyüklüğü farklı olabilmektedir. Gerek bilançoda yer alan varlık ve kaynak unsurlarının büyüklüğü, gerek yararı tükenen maliyetlerin büyüklüğünün belirlenmesi, uygulanan değerlendirme yöntemine göre farklılık gösterir. Kârın doğru olarak belirlenmesinde kullanılan değerlendirme yöntemleri ile bu yöntemlere göre kâr kısaca aşağıda açıklanmıştır.<sup>16</sup>

- Tarihi Maliyet Yöntemi ile Kâr
- Yenileme Maliyeti Yöntemi ile Kâr
- Net Nakit Değeri (Net Gerçekleşebilir Değer) Yöntemi ile Kâr

<sup>14</sup> TOPAKTAŞ, Sinan. “ Ticari Kârdan Mali Kâra Geçiş”, **Vergi Raporu**, Sayı:66, 2003, s. 86

<sup>15</sup> ŞENYÜZ, Doğan. **Türk Vergi Sistemi**, Gözden Geçirilmiş 6. Baskı, Ezgi Kitabevi, Bursa 2000, s. 4

<sup>16</sup> AKDOĞAN; AYDIN, a.g.e., s. 444-445

- Net Şimdiki Değer Yöntemi ile Kâr
- Firmaya Katkı Değeri (Firmaya Mal Oluş Değeri) ile Kâr
- Uygun Değer Yöntemi ile Kâr.

### 1.2.1. Tarihi Maliyet Yöntemi İle Kâr

Geleneksel tarihi maliyet yönteminde varlıklar mali tablolarda, işletmeye girdikleri tarihte katlanılmış fiili veya onlara yüklenilmiş toplam maliyet esasına göre gösterilirler. Diğer bir ifadeyle varlıkların maliyeti, varlığın işletmeye girmesi için katlanılan özverilerin parasal tutarı ile ölçülür. Bu yöntemin en önemli özelliği, edinme tarihinden sonra varlıkların değerlerinde oluşan değişimleri (değer düşüklüğü dışında) göz önüne almamasıdır. Geleneksel tarihi maliyet yönteminde kâr, gerçekleşmiş hasılat ile edinme fiyatları üzerinden değerlendirilen tarihi maliyetli girdilerin tükenmiş, harcanmış tutarları arasındaki farktır. Değerleme ilkesi olarak tarihi maliyetlerin kullanılması durumunda kârın oluşumunu basit bir örnekle açıklayalım.<sup>17</sup>

**Örnek;** A işletmesi 1 Aralık 2004 tarihinde 200.000 YTL nakdi sermaye koyarak faaliyete başlamıştır. Aralık ayı içerisinde ise, aşağıdaki işlemler yapılmıştır. 500 adet B malını tanesi 200 YTL'den peşin olarak satın almıştır. B malının 300 adedini tanesi 280 YTL'den peşin olarak satmıştır. Satış tarihinde B malının cari yenileme maliyeti 250 YTL'dir. Aralık ayı sonunda stokta 200 adet B malı bulunmaktadır. Bu stokların yenileme maliyetleri 250 YTL, satış fiyatları ise 300 YTL'dir. Bu verilere göre değerlendirme ilkesi olarak tarihi maliyet yöntemlerinin kullanılması durumunda işletmenin kârı aşağıdaki gibi olacaktır.

<b>Satışlar</b>	84.000—
(300 x 280 YTL)	
<b>Satılan malın maliyeti</b>	(60.000)
<b>Brüt Satış Kârı</b>	24.000—
Faaliyet Giderleri	----
<b>Faaliyet Kârı</b>	24.000—

<sup>17</sup> AKDOĞAN; AYDIN, a.g.e., s. 445-448

Dönem başı ve dönem sonu bilançolarının görünümü ise şöyle olacaktır.

01.12.2004 Dönem Başı Bilançosu			
Aktif		Pasif	
Kasa	200.000	Sermaye	200.000
31.12.2004 Dönem Sonu Bilançosu			
Aktif		Pasif	
Kasa	184.000	Sermaye	200.000
Stoklar	<u>40.000</u>	Kâr	<u>24.000</u>
	224.000		224.000

<b>D.Sonu Özsermaye</b>	224.000 YTL
(Sermaye + Kâr)	
<b>D. Başı Özsermaye</b>	200.000 YTL
<b>Fark</b>	24.000 YTL
İşletmeden Çekilen Değerler	+
İşletmeye Konan Değerler	(-)
<b>Dönem Kârı</b>	24.000 YTL

Bilanço yaklaşımından hareketle kârı bulacak olsak yine kârın büyüklüğü 24.000 YTL olacaktır.

Hesaplamalardan da görüleceği üzere değerlemede tarihi maliyet yöntemi kullanılmıştır. Stokların gerek satış anındaki gerek dönem sonundaki cari yenileme maliyetleri farklı olmasına rağmen değerlemede edinme maliyeti, yani stoğun aktife giriş maliyeti dikkate alınmıştır. Dolayısıyla satılan malın maliyeti  $300 \times 200 = 60.000$  YTL, dönem sonu stok  $200 \times 200 = 40.000$  YTL olarak değerlendirilmiştir.

### 1.2.2. Yenileme Maliyeti Yöntemi İle Kâr

Yenileme maliyeti yönteminde, varlıklar değerlendirirken, bir varlığın gelecekte sunabileceği hizmet veya hizmet edebilme kapasitesini karşılayabilecek bir başka varlık satın alındığında katlanılacak maliyet esas

alınır. Yenileme maliyeti yöntemi, varlıkların belli bir anda veri olarak alınmış fiziki durumlarının veya faaliyet kapasitelerinin sürdürülmesini amaçlar. Yenileme maliyeti ile değerlendirme yönteminde kâr, genellikle gerçekleşmiş hasılat ile kullanılan varlıkların yenileme maliyetlerindeki artışlarla, düzeltilmiş girdi maliyetlerinin gidere dönüşmüş kısımları arasındaki farktır.<sup>18</sup> Tarihi maliyet yöntemindeki örnek üzerinden yenileme maliyetinde oluşacak kâr rakamı aşağıdaki gibi olacaktır. (örneğe ilave bilgi; Satış tarihinde B malının cari yenileme maliyeti 240 YTL'dir.)

<b>Satışlar</b>	(300 x 280)	84.000 YTL
<b>Satılan Malın Maliyeti</b>	(300 x 240)	72.000 YTL
<b>Brüt Satış Kârı</b>		12.000 YTL
Faaliyet Giderleri		----
<b>Faaliyet Kârı</b>		12.000 YTL
<b>Elde Bulundurma Kazançları</b>		22.000 YTL
Gerçekleşen Satışlardan		
{(240-200) x 300}= 12.000		
Gerçekleşmeyen (Stoklardan)		
{(250-200) x 200}=10.000		
<b>Dönem Kârı</b>		34.000 YTL

Dönem Başı ve Dönem Sonu bilançolarının görünümü ise aşağıdaki gibi olacaktır.

D. Başı Bilançosu		D. Sonu Bilançosu	
Aktif	Pasif	Aktif	Pasif
Kasa 200.000	Öd.Sermaye 200.000	Kasa 184.000	Öd. Sermaye 200.000
Aktif Top. 200.000	Pasif Top. 200.000	Stoklar 50.000	Kâr 34.000
		Aktif Top. 234.000	Pasif Top. 234.000

Örnekte de görüldüğü gibi, işletmenin cari faaliyet kârı 12.000 YTL'dir. Oysa tarihi maliyet yönteminde bu veri 24.000 YTL'dir. Elde bulundurma kazançları ise 22.000 YTL'dir. Bunun 12.000 YTL'lik kısmı B malının yenileme maliyetinde meydana gelen değişmedir. Satış anında B malının cari satın alma fiyatı 2000 YTL'den 240 YTL'ye çıkmıştır. Birim başına oluşan 40 YTL'lik fark

<sup>18</sup> AKDOĞAN; AYDIN. a.g.e., s. 448-451

300 birimde 12.000 YTL'lik elde bulundurma kazancını ortaya çıkarmıştır. Söz konusu 300 adet B malı satılmış olduğundan, 12.000 YTL'lik elde bulundurma kazancı gerçekleşmiştir. Tarihi maliyet yönteminde bulunan 24.000 YTL'lik kâr, cari faaliyet kârı ile gerçekleşen elde bulundurma kazançlarının toplamı olduğu görülmektedir.<sup>19</sup>

### 1.2.3. Net Nakit Değeri (Net Gerçekleşebilir Değer) Yöntemi İle Kâr

Net nakit değeri yönteminde varlıklar fırsat maliyetleri ile değerlendirilir. Fırsat maliyetleri ise, varlıkların cari piyasa koşullarında kolaylıkla elden çıkartılabilecekleri varsayımı altında, varlıkların satılması halinde, elde edilebilecek yarara eşit olan nakit miktarıdır.

Bir firmanın değişen koşullara kendisini uyarlayabilme yeteneği o firmanın sahip olduğu uyarlanabilir sermaye miktarı ile ölçülebilir. Uyarlanabilir sermaye, her bir aktifin cari net satış fiyatları (Net Nakit Değeri) toplamından, borç tutarının çıkarılması ile bulunur. Kâr ise, uyarlayıcı sermayeyi tam olarak koruyacak şekilde hesaplanır. Burada kâr, belirli bir dönemde ölçülen, elde bulundurulan varlıkların ve işletme faaliyetleri sonucu işletmenin net aktiflerindeki artışların toplamına eşittir.<sup>20</sup> Net nakit değeri yöntemi ile kârın tespitini yukarıdaki örnek üzerinden aşağıdaki gibi olacaktır; Örnek; A işletmesinin Dönem Başı Bilançosu aşağıdaki gibidir;<sup>21</sup>

A İşletmesi Dönem Başı Bilançosu			
Aktif		Pasif	
Kasa	200.000	Ödenmiş Sermaye	200.000

<sup>19</sup> AKDOĞAN; AYDIN. **a.g.e.**, s. 454-455

<sup>20</sup> AKDOĞAN; AYDIN. **a.g.e.**, s. 465

<sup>21</sup> AKDOĞAN; AYDIN. **a.g.e.**, s. 466-468

<b>GELİR TABLOSU</b>	
<b>GELİRLER</b>	<b>144.000 YTL</b>
Satış Hasılatı (300 x 280)	84.000
Stoklar (200 x 300)	60.000
<b>MALİYETLER</b>	<b>122.000 YTL</b>
Satılan Malın Maliyeti (300 x 240)	72.000
Stokların Cari Maliyeti (200 x 250)	50.000
<b>FAALİYET KÂRI</b>	<b>22.000 YTL</b>
<b>ELDE BULUNDURMA KAZANÇLARI</b>	<b>22.000 YTL</b>
Satışlardan (Gerçekleşen)	
(300 x (240-200))	12.000
Stoklardan (Gerçekleşmeyen)	
(200 x (250-200))	10.000
<b>DÖNEM KÂRI</b>	<b>44.000 YTL</b>

Dönem sonu bilançosunun görünümü ise aşağıdaki gibi olacaktır.

31.12.2004 TARİHLİ BİLANÇO			
AKTİF		PASİF	
Kasa	184.000	Ödenmiş Sermaye	200.000
Stoklar	60.000	Kâr	44.000
		Gerçekleşen	24.000
		Gerçekleşmeyen	20.000
Aktif Toplamı	244.000	Pasif Toplamı	244.000

Elde bulundurma kazancının gerçekleşmemiş tutarı =  $200 \times (250 - 200) = 10.000$  YTL; toplam gerçekleşmeyen kâr =  $10.000 + 10.000 = 20.000$  YTL'dir. Örnekte de görüldüğü gibi, net nakit değeri yönteminde varlıklar bilançoda satış fiyatları ile (net nakit değerleri) gösterilmektedir. Kârın hesaplanmasında da stokların satış fiyatı ile maliyet fiyatları arasındaki fark, stoklar satılmamış olmasına rağmen, kâr olarak dikkate alınmaktadır.

#### 1.2.4. Net Şimdiki Değer Yöntemi İle Kâr

Net şimdiki değer yönteminde varlıklar, varlık grupları veya işletmenin bütünü; bunlardan gelecekte elde edilmesi beklenen net nakit akışlarının şimdiki değerleri ile değerlendirilir. Şimdiki değeri hesaplanmasında, dolaysız faiz maliyeti ve işletme riskini içeren iskonto oranından yararlanılır. Net şimdiki değer yönteminde, varlığın kullanılmasıyla veya satılmasıyla sağlanacak net nakit akışları, istenilen verimlilikle, yani ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti ile iskonto edilerek şimdiki değerler bulunur. Bu değerden varlığın maliyetinin şimdiki değer çıkartılır. Böylece varlığın net şimdiki değeri bulunarak, bu değerle değerlendirilir. Bu yöntemde kâr, sermaye konması veya çekilmesi ile ilgili işlemler dikkate alındıktan sonra, birbirini izleyen bilançoların net varlıkları arasındaki farktır.<sup>22</sup> Net şimdiki değer hesaplanışını bir örnek üzerinde göstermeye çalışalım. Varsayalım ki işletmenin sahip olduğu makine ve teçhizatın bugünkü değeri 40.000 YTL'dir. Söz konusu makine ve teçhizatı 5 yıl süreyle kullanacağı ve bu süre içinde de makine ve teçhizatla ilgili olarak aşağıdaki tablo 1.1.'de nakit giriş ve çıkışlarının gerçekleşeceği tahmin edilmektedir.

**Tablo 1.1: Net Şimdiki Değerin Hesaplanışında Net Nakit Giriş ve Çıkışları**

Yıllar	Nakit Girişi (YTL)	Nakit Çıkışı (YTL)	Net Nakit Girişi (YTL)
1	50.000	18.000	32.000
2	60.000	25.000	35.000
3	68.000	30.000	38.000
4	75.000	40.000	35.000
5	83.000	43.000	40.000

<sup>22</sup> AKDOĞAN; AYDIN. a.g.e., s. 477-478



**Tablo 1.2: Makine ve Teçhizattan Sağlanacak Net Nakit Akımlarının Şimdiki Değeri**

Yıllar	Net Nakit Girişi	%15 Şimdiki Değer Faktörü	Net Nakit Girişlerinin Şimdiki Değeri
1	32.000	0,870	27.840
2	35.000	0,756	26.460
3	38.000	0,658	25.004
4	35.000	0,572	20.020
5	40.000	0,497	19.880
Net nakit akışlarının şimdiki değer toplamı			119.204
Makine ve teçhizatın maliyeti			(40.000)
<b>Net Şimdiki Değer</b>			<b>79.204</b>

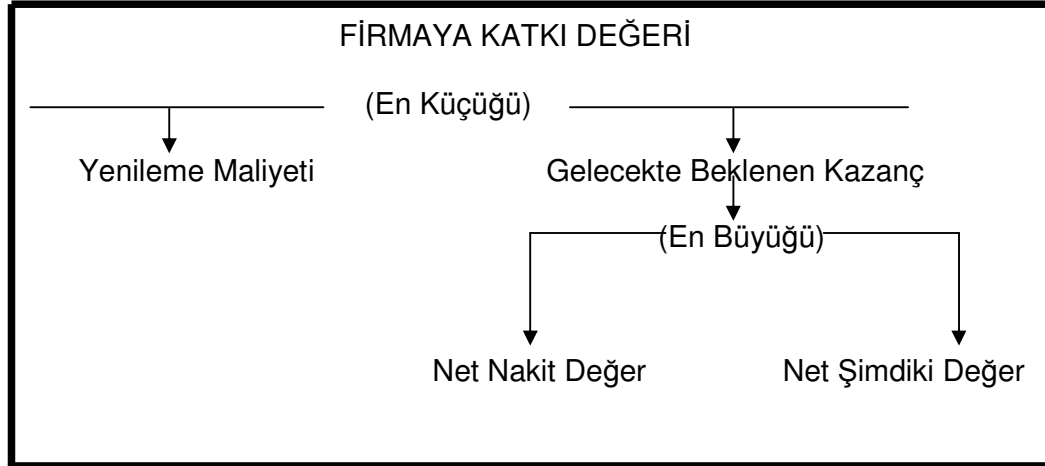
Not; işletmede istenilen verimlilik oranı (sermaye maliyeti) %15'tir. Bu verilere göre makine ve teçhizattan sağlanacak net nakit akımların şimdiki değeri aşağıda tablo 1.2.'de gösterilmiştir.

#### **1.2.5. Firmaya Katkı Değeri (Firmaya Mal Oluş Değeri) İle Kâr**

Firmaya katkı değeri ile değerlendirme esasında varlıklar, fırsat değerleri ile değerlendirilir. Bir başka ifadeyle, varlığa sahip olmakla sakınılan en düşük maliyetli zarar esas alınır. Bu değerlendirme yöntemi, yenileme maliyeti, net nakit değeri ve net şimdiki değeri yöntemlerinin bir arada kullanımını içermektedir. Firmaya katkı değeri, genellikle yenileme maliyeti olmaktadır. Ancak, yenileme

maliyetinin, hem net nakit değeri hem de net şimdiki değerden büyük olması durumunda, firmaya katkı değeri, net şimdiki değeri ile net nakit değerinden en büyük olanıdır. Gerçekten firmanın elinde bulundurduğu varlığın faaliyetinden yoksun olması durumunda, karşılaşılabileceği maksimum zarar, onun yerine geçecek varlığın alınmasında katlanacağı maliyet olacaktır. Yani “yenileme maliyeti” olacaktır. Kuşkusuz yenileme işlemine girişme, varlığa tekrar sahip olunmakla sağlanacak kazançlarla “yenileme maliyeti”nin bir karşılaştırılmasının yapılmasını gerekli kılacaktır. Varlığı kullanmakla sağlanacak net nakit girişlerinin şimdiki değerinin veya satmakla sağlanacak net nakit değerlerinin yenileme maliyetinden fazla olması durumlarında, yenileme işlemine karar verilebilecektir. Bu durumda ise, firmanın en yüksek zararı yenileme maliyeti olacaktır ki, firmaya katkı değeri olarak bu tutar esas alınacaktır. Yenileme işleminin bulunmadığı durumlarda firmaya katkı değeri, yenileme maliyeti olmayıp, net şimdiki değer ve net nakit değer en büyüğü olacaktır. Çünkü firma sahibi, şu anda sahibi bulunduğu varlıktan yoksun kalması halinde bu iki kazancı elde edemeyecek demektir. Dolayısıyla bunlardan en büyüğü onun en yüksek zararı olacağından, “firmaya katkı değeri” de bu tutar olacaktır.

Firmaya katkı değeri yönteminde kârın oluşumu aşağıda şekil 1.1.’de gösterilmiştir.<sup>23</sup>



Şekil 1.1. Firmaya Katkı Değeri Yönteminde Kârın Oluşumu

<sup>23</sup> AKDOĞAN; AYDIN. a.g.e., s. 480-481

Bu duruma göre, firmaya katkı değerinin saptanmasında altı olasılık ile karşılaşılabilir.

Olasılıklar	Firmaya Katkı Değeri
1) N.Ş.D>Y.M>N.N.D.	Y.M
2) Y.M.>N.Ş.D.>N.N.D.	N.Ş.D.
3) Y.M.>N.N.D.>N.Ş.D	N.N.D.
4) N.Ş.D.>N.N.D.>Y.M.	Y.M.
5) N.N.D.>N.Ş.D>Y.M.	Y.M.
6) N.N.D.>Y.M>N.Ş.D	Y.M.

Yukarıda da izleneceği gibi, firmaya katkı değeri, 6 olasılıktan dördünde yenileme maliyeti olmaktadır. Yalnızca yenileme maliyetinin, hem nakit değeri hem de net şimdiki değerden büyük olması durumlarında, firmaya katkı değeri; yenileme maliyeti dışındaki bir değerden oluşmaktadır. Konuyu bir örnekle açıklarsak, durum aşağıda tablo 1.3.'deki gibi olacaktır:

**Tablo 1.3: Firmaya Katkı Değerinin Oluşumu**

Makineler	Yenileme Maliyeti	Net Nakit Değer	Net Şimdiki Değer	Firmaya Katkı Değeri
1	200.000	100.000	250.000	200.000 Y.M
2	320.000	50.000	100.000	100.000 N.Ş.D
3	325.000	100.000	50.000	100.000 N.N.D.
4	250.000	300.000	325.000	250.000 Y.M
5	250.000	325.000	300.000	250.000 Y.M
6	250.000	300.000	200.000	250.000 Y.M

Tablo 1.3 incelendiğinde, yalnızca 2 ve 3 nolu makinelerde katkı değeri, net şimdiki değeri (2. nolu makine) ve net nakit değeri (3. nolu makine) olmaktadır.

### **1.2.6. Uygun Değer Yöntemi İle Kâr**

Bu değerlendirme yönteminde; tek bir değerlendirme yönteminin tüm varlık ve kaynak hesaplarına uygulanmasının, finansal tabloların kullanıcılarının gereksinimlerine yanıt vermeyeceği ileri sürülmekte, her bir varlık ve kaynak hesabı için değişik değerlendirme yönteminin uygulanması önerilmektedir. Satış maliyetleri ve satış fiyatları bilinen ve satışları derhal yapılabilen stok değerlemesinde, net nakit değeri esastan hareket edilmekte ve faaliyet kârı bu değerlendirme yöntemine göre saptanmaktadır.<sup>24</sup>

## **1.3. SERMAYENİN KORUNMASI KAVRAMINA GÖRE KÂR**

Kâr saptanırken kullanılan bir başka yöntem ise Sermayenin Korunması Kavramlarına göre kâr'ın saptanmasıdır. Burada, kârın oluşumunu, hem sermayenin nominal olarak korunması kavramına göre, hem sermayenin satın alma gücünün korunmasına göre, hem de sermayenin üretim gücünün korunmasına kavramlarına göre belirlenmektedir.<sup>25</sup>

### **1.3.1. Sermayenin “Nominal Olarak” Korunması**

Statik bilanço teorisine göre öz sermayenin korunması, işletmenin nominal para birimi ile saptanmış olan dönem başı sermayesinin; dönem

---

<sup>24</sup> AKDOĞAN; AYDIN. a.g.e., s. 485

<sup>25</sup> AKDOĞAN; AYDIN. a.g.e., s. 487

sonunda da olduğu gibi nominal olarak korunması demektir.<sup>26</sup> Buna göre kâr, sermaye konması ve çekilmesi ile ilgili düzeltmeler yapıldıktan sonra nominal olarak belirtilen dönem sonu öz sermayesi ile dönem başı öz sermayesi arasındaki olumlu farktır. Bu yaklaşımda sermaye, finansal bir olgu olarak düşünölmektedir. Uygulanmasının kolay olması ve finansal tabloların kullanıcıları tarafından kolay anlaşılması, sermayenin nominal olarak korunması yaklaşımının üstün taraflarını oluşturmaktadır. Buna karşın paranın satın alma gücünde oluşan değışiklikleri göz önüne almaması, ayrıca firmanın üretim gücünü korumak için kârdan hiçbir indirim yapılmamış olması, bu yöntemin en sakıncalı taraflarını oluşturmaktadır.<sup>27</sup>

### 1.3.2. Sermayenin “ Satın Alma Gücü Olarak” Korunması

Bu yaklaşımda amaç, dönem başı sermayesinin satın alma gücünü aynen korumaktır. Bu nedenle finansal raporlarda yer alan kalemlerin paranın dönem sonu satın alma gücüne göre ifadesi öngörülmektedir. Söz konusu yaklaşımda dönem kârı, işletmenin dönem başındaki öz sermayesinin satın alma gücünü aynen korumak koşulu ile, dönem içerisinde dağıtabileceği kâr miktarıdır. Bir başka deyişle, aynı satın alma gücüne sahip para birimi ile belirtilmiş dönem sonu öz sermayesi ile dönem başı öz sermayesi arasındaki olumlu farktır. Sermayenin “satın alma gücü” olarak korunması uygulanasında iki seçenek söz konusudur. Ya gider ve gelir hesapları ile bilanço, paranın değerindeki değışmelere göre ayarlanarak paranın satın alma gücüne göre belirtilecek biçimde düzenlenmektedir veya hesapların belirtilmesinde kullanılan ölçü birimi değıştirilmemekle birlikte, genel satın alma gücündeki değışiklikler yalnızca özsermayeyi düzeltmede göz önüne alınmaktadır.<sup>28</sup>

---

<sup>26</sup> PEKİNER, Kâmuran. **İşletme Denetimi**, İstanbul Üniversitesi İşletme Fakültesi, Muhasebe Enstitüsü Yayın No:55, 5. Bası İstanbul 1988, s. 72

<sup>27</sup> AKDOĞAN; AYDIN. **a.g.e.**, s. 487-489

<sup>28</sup> AKDOĞAN; AYDIN. **a.g.e.**, s. 489

### 1.3.3. Sermayenin “Üretim Gücü Olarak” Korunması

Sermayenin üretim gücü olarak korunması yaklaşımında, şirketin amacı, başlangıçtaki üretim gücünü aynen korumaktır. Bu nedenle söz konusu yaklaşımda sermaye, firmanın üretim gücünü belirtmektedir. Döneme ilişkin kâr, dönem sonu üretim gücü ile dönem başı üretim gücü arasındaki olumlu farktır. Başka bir ifadeyle kâr, firmanın mevcut aktif değerlerinin üretim gücünü aynen korumak koşulu ile dönem içerisinde elde edilen dağıtılabılır kazançlardır. Bu yaklaşımda, sermaye fiziki bir olgu olarak düşünülmemektedir. Yani sermaye, aktifler ile borçlar arasındaki farktan da öte bir kavramdır. Sermaye, aynı zamanda sermayeyi belirleyen aktiflerin fiziksel özelliklerini de gösterir.

### 1.4. KÂR'IN ÖNEMİ

Kâr, işletmenin amaçları arasında yer alan önemli bir kavramdır. Amaçlar, işletmenin ulaşmak istediği hedefleri belirleyen yönetsel planların en geniş grubu olarak, işletme başarısının temelini oluşturmaktadır. İşletmelerin uzun dönemdeki temel amacı, kazançlarını maksimum kılmak ve dolayısıyla kâr elde etmek olmasına rağmen, gelişen birtakım ekonomik ve sosyal yapılanmalarla beraber kazanç dışındaki başka konuların da amaç edinilmesi gereği ortaya çıkmıştır.<sup>29</sup>

İşletmenin başlıca amaçlarını aşağıdaki gibi sıralamak mümkündür;

- Kâr (uzun dönemli) elde etmek,
- Topluma fayda sağlamak,
- İşletmenin yaşamını sürekli kılmak

---

<sup>29</sup> ŞİMŞEK, Şerif. *İşletme Bilimlerine Giriş*, Yenilenmiş 9. Basım, Konya 2002, s. 43

Çalışmamız gereği işletmelerin kâr elde etme amacını son konu olarak ele alacağız. Öncelikle işletmenin amaçlarından biri olan, Topluma Fayda Sağlamak amacını kısaca aşağıdaki gibi açıklamak mümkündür.

#### 1.4.1. Topluma fayda sağlamak

Bu amaç çerçevesinde, tüketici kesimlerinin taleplerine uygun nitelik ve miktarda mal ve hizmet üretmeleri, söz konusu bu mal ve hizmetleri, tüketicilerin istemlerine uygun miktar ve yerlerde, onların ödeme güçlerine uygun fiyat ve zamanda sunmaları sonucu oluşacak tüketim ve sağlanacak fayda, aynı zamanda toplumun refah düzeyinin de gelişmesini sağlayıcı rol oynayacaktır.<sup>30</sup>

İşletmeleri topluma fayda sağlamak amacını benimsemeleri, onların sosyal sorumluluklarının bilincine varmaları şeklinde yorumlanmaktadır. Söz konusu işletmelerde kişi değil, konulan sermaye önem kazandığı için, aynı işletmeye yüzlerce, hatta binlerce kişi ortak olabilmekte; böylece yönetime getirilen yönetici, müteşebbisin kâr amacı yanında, ilgili tüm çıkar gruplarının çıkarlarını gözetip, onları uzlaştırmaya, aralarında en uygun veya “optimal” bir denge kurmaya çaba gösterme yoluna gitmektedir. İktisadi işletmelerin bir ölçüde kamu kurumlarına benzemesine yol açan “işletmenin sosyal sorumluluğu” kavramı.<sup>31</sup>

- Ortaklara (hissedarlara), uygun veya adil kâr payı,
- Personele, uygun ücret ve iyi çalışma şartları,
- Tüketicilere, uygun fiyat ve kaliteli mal,
- Hammadde ve malzeme satıcılarına, uygun fiyat,
- Çevre halkına karşı, çevreyi koruma ve iş imkanı sağlama,

<sup>30</sup> CAN, Halil; TUNCER, Doğan; AYHAN, D. Yaşar. **Genel İşletmecilik Bilgileri**, 13. Baskı, Siyasal Kitabevi, Ankara 2002, s. 16

<sup>31</sup> MUCUK, İsmet. **Modern İşletmecilik**, Gözden Geçirilmiş 15. Basım, Türkmen Kitabevi, İstanbul 2005, s. 29

- Devlete, vergi verme,

gibi, yer yer özellikle kısa vadede birbirleriyle çelişen çıkarları uzlaştırma görev ve sorumluluğunu yüklemektedir.

#### **1.4.2. İşletmenin yaşamını sürekli kılmak**

İşletmelerin amacı ise, bir işletmenin nihai amacı, varlığını devam ettirmektir. İşletmenin yaşayabilmesi ve sürekliliğini koruması ise, öncelikle daima büyüyen ve gelişen bir çevre içinde büyümesine, bu ise işletmenin kârlı olmasına bağlıdır. Sürekli değişen ve değişme hızı giderek artan çevrede belirsizlik ve tehlikeler de çoğalmaktadır. Bu belirsizlik ve tehlikeler, işletmelerin yaşama ve gelişmelerini tehdit etmekte ve risk altına sokmaktadır. İşletmelerin uzunca bir süre hayatta kalması ve etkin çalışmasını sağlayan en önemli amaçlarından biri de işletmenin sürekliliğinin planlanmasıdır. Gelişmeyen, büyümeyen işletmeler sonunda pazardan çekilmeye ya da pazarlarını rakiplerine kaptırmaya başlarlar. İşletmeler bu nedenle kârlı çalıştıkları yıllarda, kârlarından bir kısmını ortaklarına dağıtmayarak, işletmenin geliştirilmesi, tesislerin yenilenmesi, yeni teknolojilerin takip edilmesi, geleceğin tahmin edilmesi ve işletmenin bu gelişme ve değişmelere göre yeniden düzenlenmesi için kullanırlar.<sup>32</sup>

#### **1.4.3. Kâr Elde Etmek**

İşletmelerin en önemli amacı ise, kâr elde etmek daha doğru bir ifade ile kârın maksimizasyonunu sağlamak denilebilir. Kâr, işletmelerle ilgili kararlarda temel bir ölçüt olması bakımından özel bir öneme sahiptir. Kâr, işletmenin bir döneme ilişkin faaliyet sonuçlarını ifade etmekle birlikte geçmiş dönemlerdeki

---

<sup>32</sup> DİNÇER, Ömer; FİDAN, Yahya. **İşletme Yönetimi**, Beta Basım-Yayım Dağıtım, İstanbul 1996, s. 24-25



kâr tutarlarından hareketle gelecek dönemlerde sağlanabilecek kârın tahmin edilmesinde de kullanılmaktadır. Finansal kararların “değer” ile ilişkisi değerinde “kâr” ile ilişkisi göz önünde bulundurulduğunda kârın, neden “işletmelerle ilgili kararlarda temel bir ölçüt” olduğu daha iyi anlaşılabilir.<sup>33</sup> Kâr maksimizasyonu hedefi işletmelerin en öne çıkardıkları hedefidir. Çünkü, kâr artırılabilirse, işletmenin sürekliliği, kâr getirisiyle büyüme ve verimlilik için oto finansman kaynağı sağlanmış olacak ve topluma karşı sosyal sorumluluğunu da yerine getirecek hizmetler sunacaktır. İşletmenin performans hakkında bilgi veren kâr, işletmenin elindeki kaynaklarla nakit akışı yaratma kapasitesini de belirlemektedir.<sup>34</sup>

Kârın yukarıda belirtilen önemi, aşağıda maddeler halinde sıralanmaya çalışılmıştır. Kâr;<sup>35</sup>

- İşletmenin gelecek dönemlerdeki başarılarına ilişkin olumlu veya olumsuz beklenti oluşturma gücü bakımından önemlidir.
- İşletme değerini etkileme bakımından önemlidir.
- İşletme başarı (performans) ölçütü olması bakımından önemlidir.
- İşletmenin büyüme potansiyelini göstermesi bakımından önemlidir.
- Kâr dağıtım politikalarının saptanması bakımından önemlidir.
- Kaynak dağılımının optimalleştirilmesi bakımından önemlidir.
- Ortakların getiri beklentilerini karşılayabilme potansiyelini gösterebilme bakımından önemlidir.
- Fiyatlandırma kararları bakımından önemlidir.
- Yöneticilerin ve çalışanların ödüllendirilmesi bakımından önemlidir.
- Milli gelir ve diğer makro ekonomik hesaplamalar bakımından önemlidir.

<sup>33</sup> BARTH, M.E.; W.H. BEAVER; J.R. HAND; W.R. LANDSMAN. “ Accruals, Cash Flows and Equity Values”, **Review of Accounting Studies**, Sayı: 4, 1999, s. 205-229

<sup>34</sup> ZAİF, Figen. “Firma Değeri Açısından Kâr ve Nakit Kavramı: İMKB’de Deneysel Bir İnceleme”, **Muhasebe ve Denetim Bakış**, Eylül 2005, s. 40

<sup>35</sup> SAYILGAN, Güven; GÜRDAL, Kadir. “ Yatırım ve Yönetim Kararları Açısından Kâr Kavramındaki Değişim”, **H.Ü. İ.İ.B.F Dergisi**, Cilt: 22, Sayı:1, 2004, s. 118

## 1.5. KÂRIN UNSURLARI

Kârın saptanması işlemi, işletmeye giren ve işletmeden çıkan iki zıt değer akımının karşılaştırılmasıdır. Başka bir deyişle kârın oluşumunda hasılat ve gider akımları etkindir. Hasılat olumlu akımları, gider ise olumsuz akımları anlatmaktadır.

Kârın saptanması işlemi, genellikle hasılat akımının dönemlerle ilgilendirilmesiyle başlar. Mal ve hizmetler satıldıkça işletmeye para ve alacaklar girer ve bu akımlar hasılat tutarını oluşturur. Diğer taraftan, bir kısım değerler doğrudan doğruya hasılat akımı ile ilgili olarak veya dönemle ilgili olarak işletmeden çıkar. İşte bir döneme ilişkin kârın saptanmasında, bu iki zıt akımın dönemsel olarak karşılaştırılması yapılır. Bu karşılaştırmanın yapılabilmesi, muhasebe teori ve uygulamasında, tahakkuk, hesap kesimi gibi kavramların uygulamasını gerektirir. Dolayısıyla kârın oluşumunda etkili olan bu hasılat-gider akımlarının karşılaştırılması sırasında uygun esasların bulunması gerekir.

Kâr, hasılat-gider farkını belirten bir kalıntı olduğundan; hasılat ve gider unsurlarının her birinin saptanması sırasında uygulanan ilkelere etkilenir. Bu nedenle, kâr tutarını etkileyen söz konusu gider-hasılat akımlarında yer alan unsurları ayrı ayrı incelemekte yarar vardır.<sup>36</sup>

### 1.5.1. Gider

Dönem kârının oluşumunda etkili olan en önemli unsurlardan birisi giderdir. Geniş anlamda gider; kârı olumsuz yönde etkileyen akımları belirtir. Kâr kavramında olduğu gibi, gider kavramı da bilanço ve gelir yaklaşımlarına göre farklı biçimlerde tanımlanmaktadır. Bilanço yaklaşımında gider kavramı, varlık ve yükümlülüklerdeki değişmelere göre tanımlanmaya çalışılmaktadır. Gider kavramı, kayıp kavramını da içerecek biçimde genel olarak

---

<sup>36</sup> AKDOĞAN; AYDIN. a.g.e., s. 418-419

tanımlandığında, gider; işletmeden çekilen ve konan değerler hariç olmak üzere, belirli bir dönemde varlıklarda meydana gelen azalışlar veya yükümlülüklerde meydana gelen artışlar, biçiminde tanımlanabilir. Genel olan bu tanımda, işletmeden çekilen ve konan değerler hariç, öz sermayeyi azaltan her olay gider olarak tanımlanmaktadır. Böylece kayıplar da gider kavramı içerisine katılmış olmaktadır.<sup>37</sup> Gider kavramının içeriği dar tutulup, kayıp kavramı, gider kavramından ayrı olarak ele alındığında, bilanço yaklaşımında gider şöyle tanımlanabilir;<sup>38</sup> Gider, bir işletmenin belirli bir dönemdeki mal teslimi veya üretim, hizmet kullanımı veya sürekli ana iş konusuyla ilgili diğer işlemleri sonucunda işletmenin varlıklarında meydana gelen azalışlar veya yükümlülüklerinde meydana gelen artışlardır.

Gelir yaklaşımında ise gider, sonuç hesaplarından hareketle, kârı olumsuz yönde etkileyen akımları belirtmek üzere tanımlanmaktadır. Yine burada da gider kavramı, kayıp kavramını içerecek biçimde genel olarak tanımlanabilir. Bu durumda, "Gider, belirli bir dönemde hasılabtan düşülen yararı tükenmiş maliyetlerdir."<sup>39</sup> Kayıp kavramı, gider kavramından ayrı olarak ele alındığında, gelir yaklaşımında gideri şöyle tanımlayabiliriz; Gider, işletmenin faaliyetini ve varlığını sürdürebilmesi ve ekonomik yarar (gelir elde etmesi) sağlaması için belli bir dönemde kullandığı ve tükettiği girdilerin faydası tükenmiş maliyetlerinin hasılabtan düşülen kısmıdır.<sup>40</sup>

#### 1.5.1.1. Gider ve Harcama Kavramı

Yapılan açıklamalardan da görüldüğü gibi, gider kavramı, en geniş anlamda, hasılabtan düşülen, yararı tükenmiş maliyetler biçiminde tanımlanmaktadır. Harcama sözcüğü ise, genellikle işletmelerde nakden yapılan

---

<sup>37</sup> AKDOĞAN; AYDIN. a.g.e., s. 419-420

<sup>38</sup> AKDOĞAN, Nâlan. **Tekdüzen Muhasebe Sisteminde Maliyet Muhasebesi Uygulamaları**, Gazi Kitabevi, 5. Baskı, Ankara 2000, s. 7

<sup>39</sup> AKDOĞAN; AYDIN. a.g.e., s. 420

<sup>40</sup> AKDOĞAN. a.g.e., s. 7-8

ödeme ve borçlanmaları anlatmak için kullanılır. Harcama kavramını şöyle tanımlayabiliriz;<sup>41</sup>

Bir mal, fayda ve hizmet sağlanması veya herhangi bir edim karşılığı olmaksızın ortaya çıkan bir yükümlülük nedeniyle yapılan ödeme veya borçlanmalardır.

Yapılan açıklamalar doğrultusunda hangi harcamaların gider sayılacağını aşağıda belirtilen kıstaslardan hareket etmek suretiyle belirleyebiliriz.

- Harcamanın işletme faaliyetlerinin devamı için yapılmış olması
- Harcamanın işletmenin öz sermayesini azaltmış olması
- Harcamanın işletmenin öz sermayesini korumak için yapılmış olması

Açıklamalardan da görüleceği üzere, harcama ile gider kavramları aynı şey değildir. Bir borcun ödenmesi, bir varlığın alınması veya bir hizmetten yararlanılması için yapılan ödemeler ve borçlanmalar harcama kavramı ile anlatılmaktadır. Harcamanın gidere dönüşmesi için, harcama karşılığında elde edilen yararın aynı dönemde tüketilmesi gerekir.<sup>42</sup>

### 1.5.1.2. Gider ve Maliyet Kavramı

Gider ve maliyet kavramları arasında yakın bir ilişki bulunmaktadır. Giderin tanımlanmasında yararı tükenen maliyetlerden söz edilmektedir. Bu durumda “maliyet nedir” sorusuna açıklık getirmek gerekmektedir.

Maliyet, bir mal veya hizmetin edinilmesi için, o dönem içinde yapılan harcamalarla, daha önceki dönemde yapılan harcamalardan o mal ve hizmetin edinilmesinde katlanılan fedakârlıkların parasal tutarıdır. Gelir yaklaşımına göre gideri tanımlarken, genel olarak, hâsılatan düşülen, faydası tükenmiş maliyetler olarak tanımlamıştık. Yani maliyetlerin gidere dönüşmesi için, yararının belirli bir

---

<sup>41</sup> SEVİLENGÜL, Orhan. **Muhasebe Kuramı Açısından Türk Vergi Yasalarının İncelenmesi**, Basılmamış Doktora Tezi, Ankara 1982, s. 89

<sup>42</sup> AKDOĞAN. **a.g.e.**, s. 9

dönemde tükenmiş olması gerekmektedir. Maliyetlere ait yararların tükenmesi çeşitli yollarla belirlenebilir. Gider tanıma kuralları olarak da bilinen bu kurallar aşağıdaki gibidir.<sup>43</sup>

**\* Yararı tükenen maliyet, mal ve hizmetlerin alıcılara teslim edildiği dönemin hasılatıyla doğrudan doğruya ilgili bulunmalıdır. Sebep- sonuç ilişkisi olarak da bilinen bu kural gereğince bazı maliyetler yarattıkları gelire karşılık gidere dönüştürülür.**<sup>44</sup>

Örneğin, stoklar satılıp, müşterilere devredildiklerinde söz konusu stok maliyetinin yararı tükenmiş olacağından, satılan malın maliyeti kalemi başlığı altında, bir gider unsuru olarak, o dönemin satış hasılatı ile eşleştirilmesi gerekecektir.

**\* Yararı tükenen maliyetler gelir tablosundaki dönemle ilgili bulunmalıdır. Sistemik dağıtım kuralı olarak bilinen bu kural gereğince bazı maliyetler yararlandırıldıkları dönemin hasılatı ile karşılaştırılır.**<sup>45</sup>

Pazarlama satış ve dağıtım giderleri, araştırma geliştirme ve genel idare giderleri gibi giderler, hasılatı meydana getiren satışlardan çok gelir tablosundaki dönemle ilgisi bulunan giderlerdir. Bazı durumlarda maliyeti oluşturan bir harcama, birden fazla muhasebe dönemini ilgilendirebilir. Bu durumda söz konusu harcamanın mal veya hizmetin satıldığı veya kullanıldığı mali dönemlere dağıtılması gerekir. Örneğin, birden fazla dönemi ilgilendiren peşin ödenmiş giderlerin, önce varlık hesaplarına alınması ve daha sonra zamanın geçmesi ile faydaları tükendikçe dönem sonuçlarına aktarılması veya önce gider hesaplarına yazılmış ise, faydası tükenmeyen kısmın dönem sonunda, gider hesabından peşin ödenmiş giderler hesabına aktarılarak gerekli düzeltmenin yapılması gerekir.<sup>46</sup>

**\* Dönem hasılatının elde edilmesiyle ilgili bulunmasa dahi, varlık maliyetlerine ait faydalar, ölçülebilir bir biçimde tükenmiş olmalıdır.**

<sup>43</sup> AKDOĞAN. a.g.e., s. 11

<sup>44</sup> BURSAL, Nasuhi; ERCAN, Yücel. **Maliyet Muhasebesi**, Üçüncü Bası, Muhasebe Enstitüsü Yayın No:58, İstanbul 1990, s. 6

<sup>45</sup> BURSAL; ERCAN. a.g.e., s. 6

<sup>46</sup> AKDOĞAN; AYDIN. a.g.e., s. 426

***Giderin hemen tanınması kuralı olarak bilinen bu kural gereğince, ileriki dönemlerde fayda sağlamayacağı düşünülen bazı maliyetler de katlandııkları dönemin gideri olarak muhasebeleştirilir. Örneğin başarısız bir araştırma geliştirme harcamasının maliyeti gibi.***<sup>47</sup>

Dönem hasılatının elde edilmesinde kullanılmamış olsalar dahi, eğer varlıkların yararı olağanüstü nedenlerle tükenmişse ve bunlar ölçülebiliyorsa, söz konusu yararı tükenen maliyetlerin geniş anlamda gider veya dar anlamda kayıp olarak dönem hasılatı ile ilişkilendirilmesi ve varlık hesaplarından düşülmesi gerekir. Örneğin, yangın, deprem, sel gibi doğal afetlerden dolayı, varlıkların maliyetlerini faydası tükenmiş ise, yani kullanılmaz hale gelmişler ise, söz konusu maliyetlerin kayıp olarak dönem hasılatından düşülmesi gerekir.

### **1.5.2. Zarar**

Zarar kavramı iki anlamda kullanılmaktadır. Bunlardan ilki kâr kavramına karşıt olarak, dönem zararını belirtmek üzere kullanılır. Burada zarar, gelir yaklaşımına göre, en geniş anlamda, belirli bir döneme ait giderler (zararlar da dahil) toplamının, o dönem hasılatından fazla olan kısmıdır. Bilanço yaklaşımında zarar, öz sermayedeki değişikliklere göre tanımlanmaktadır. Buna göre, “Zarar, belirli bir dönemde bir işletmenin öz sermayesinde, giderler ve işletmeden çekilen değerler hariç, yan faaliyetleri veya arızı yapılan işlemler ve olaylar sonucunda meydana gelen azalışlardır.”

Örneğin, yangın deprem, su basması gibi doğal afetler sonucunda işletme varlıklarında bir azalma meydana geldiği zaman, bu azalış, öz sermayeyi azaltacağından, zarar olarak tanımlanacaktır.

Gelir yaklaşımında zarar, belirli bir dönemde işletme faaliyetlerinin sürdürülmesi ve bir gelir elde edilmesi dışında, yan faaliyetlerden arızı iş ve

---

<sup>47</sup> BURSAL; ERCAN. a.g.e., s. 6

olaylardan dolayı kullanılan veya tüketilen varlıkların hasılatтан düşülen, yararı tükenmiş maliyetlerdir. Biçiminde tanımlanabilir.<sup>48</sup>

### 1.5.3. Hasılat (Brüt Gelir)

Kârın oluşumunda etkili olan en önemli öğelerden birisi hasılattır. Hasılat, kârın kaynağı olup dönem kârının olumlu yönde etkileyen akımları belirtmektedir. Gelir sözcüğü ile hasılat kavramı ülkemizde zaman zaman birbirinin yerine kullanılmaktadır. Örneğin, mal ve hizmet satışları sonucunda elde edilen değerler “satış hasılatı” olarak ifade edildiği gibi “satış gelirleri” olarak da belirtilmektedir. Yine yan faaliyetlerden sağlanan kaynaklar, faaliyet dışı gelir ve kâr olarak belirtilirken, faaliyet dışı hasılat ve kâr olarak da ifade edilmektedir. Ancak bazı kalemlerde hasılat sözcüğü yerine “gelir” sözcüğü daha çok kullanılmaktadır. Örneğin, yan faaliyet olarak binaların kiraya verilmesi, “kira hasılatı”ndan çok “kira gelirleri” olarak ifade edilmektedir.

Bilanço yaklaşımında hasılat kavramı, varlık ve yükümlülüklerdeki değişmeye göre tanımlanmaya çalışılmaktadır. Hasılat kavramı, bu yaklaşımda faaliyet dışı kazanç ve kayıpları (zarar) da içerecek biçimde genel olarak şöyle tanımlanabilir:

Hasılat, işletmeden çekilen ve konan değerler hariç olmak üzere, belirli bir dönemde varlıklarda meydana gelen artışlar veya yükümlülüklerde sağlanan azalışlar veya her ikisinin bir arada gerçekleşmesidir. Bu tanımda, işletmeye konan ve çekilen değerler hariç öz sermayeyi artıran her olay hasılat kavramı ile ifade edilmektedir.

Hasılat kavramını, içeriğini dar tutup, yalnızca işletme faaliyetleri sonucu öz sermayede meydana gelen artışlar olarak kavrayıp, arizi kazanç ve kayıpları kavram dışında tutarsak, şöyle tanımlayabiliriz:

---

<sup>48</sup> AKDOĞAN; AYDIN. a.g.e., s. 430

Hasılat, bir işletmenin belirli bir dönemde mal teslimi veya üretimi, hizmet sunumu veya işletmenin sürekli ana iş konusuyla ilgili işlemler sonucunda, varlıklarında meydana gelen artışlar veya yükümlülüklerde meydana gelen azalışlardır ya da her ikisinin de bir arada gerçekleşmesidir. şeklinde ifade edilir.

Gelir yaklaşımında ise hasılat, sonuç hesaplarından hareketle, kârı olumlu yönde etkileyen akımları belirtmek üzere tanımlanmaktadır. Burada da hasılat kavramı arızı kazanç unsurlarını içerecek biçimde genel olarak tanımlanabilir. Buna göre, Hasılat; mal ve hizmet satışı sonucu alıcılara yükletilen mükellefiyetlerle, temel faaliyetlerle ilgili, mal ve hizmet dışındaki varlıkların satışından veya bunların değiştirilmesinden elde edilen kazançlarla, hisse senedi ve tahvillerden sağlanan faiz ve kâr payları ile öz sermayede görülen artışlardır.<sup>49</sup> şeklinde tanımlanmaktadır.

---

<sup>49</sup> AKDOĞAN; AYDIN. a.g.e., s. 432-433



## İKİNCİ BÖLÜM

### FİRMA DEĞERİ VE SERMAYE YAPISI İLİŞKİSİ

#### 2.1. FİRMA DEĞERİNE GENEL BİR BAKIŞ

Kâr dağıtım kararlarıyla ilgili olduğu için firma değeri ile sermaye maliyeti ve sermaye yapısı incelenmesine gerek duyulmuştur. Finans yöneticisi finansmana ilişkin kararlar alıp görevlerini yerine getirirken belirli bir finansal amacı göz önünde tutmak zorundadır. Buna göre amaç, firmanın piyasa değerini (anonim şirketlerde hisse senetlerinin piyasa değerini) dolayısıyla firma sahiplerinin servetlerini en yüksek düzeye çıkarma şeklinde belirlenebilir.

Finans konusunu ele alan yeni yazıların hemen hepsinde işletmelerin amaçlarının “pazar değerlerini yükseltmek” olduğu vurgulanmaya başlanmıştır. Yine finans literatüründe sıkça kullanılan firmanın cari pazar değerini yükseltmek ile firmanın pay senetlerinin pazar değerini maksimize etmek; işletmenin servetini yükseltmek ve işletmenin net bugünkü değerini yükseltmek aynı anlamlarda kullanılmaktadır.

Firmanın net şimdiki değerinin maksimum kılınması amacının sağlanması, firmanın sahip olduğu varlıkların her birinin etkin kullanılıp, belirtilen amaca en fazla katkıyı verecek şekilde yönetilmeleriyle mümkündür.<sup>50</sup>

Bu kısa açıklayıcı bilgilerden sonra bir firmanın değerinin söz konusu firmanın gelecekte sağlayacağı gelir akışı ile, bu gelir akışının elde edilmesindeki risk derecesine bağlı olduğu söylenebilir. Ayrıca firma değerlerini etkileyen kararları da yatırım kararları, finansal kararlar ve kâr payı dağıtımına ilişkin kararlar olarak açıklayabiliriz.

Konumuz gereği, firma değeri kâr dağıtım kararları çerçevesinde ele alacağız ve genel olarak bir anonim şirketin bir hisse senedinin piyasa değeri ile

---

<sup>50</sup> AKSOY, Ahmet. *İşletme Sermayesi Yönetimi*, Gazi Büro Kitapevi, Ankara 1993, s. 6

toplam hisse senedi sayısının çarpımı sonucu bulunacak miktar, şirketin piyasa değerini ortaya çıkaracaktır.

Firma değerinin maksimum kılınması işletmenin amacı haline geldiği için, firma değeri ve firma değerinin hesaplanması yöntemleri de büyük bir önem taşımaya başlamıştır. Bu amaçla bu bölümde bu konular açıklanmaya çalışılacaktır.

### 2.1.1. Firmanın Amacı

1900'lü yılların başından itibaren firma karının maksimum kılınması olarak ifade edilen firma amacı bu yüzyılın ikinci yarısından itibaren bir çok tartışmaya konu olmuştur. Kâr kavramı tek başına bir anlam ifade etmemektedir. Maksimize edilmeye çalışılan karın, kısa ya da uzun vadeli kar mı veya karlılık oranı ya da kar tutarı mı olduğu konusunda ortak bir sonuca varılamamış olup, karın daha çok subjektif bir anlam taşıdığı ifade edilmektedir. Ayrıca, değişik zaman aralıklarında kar sağlayan yatırım projeleri arasındaki seçimde ortaya çıkan belirsizlik ve yatırımlardan beklenen nakit akışlarının dikkate alınmaması da kar maksimizasyonuna getirilen başlıca eleştirileri oluşturmaktadır.<sup>51</sup>

Firma amacının, firma karının maksimum kılınması olarak kabul edildiği dönemde firmanın genel olarak üç amacından bahsedilebilir:

1. Firma çıkarlarına uygun amaçlar,
2. Hissedarların çıkarlarına uygun amaçlar,
3. Sosyal amaçlar,

Firma çıkarlarına uygun amaçlarda, firma kendisini büyütme, sektöründe ilerlemek, rakiplerine karşı rekabet üstünlüğü elde etmek isteyecektir. Tüm bunlar firmanın kaynak ihtiyacını artıracaktır.

---

<sup>51</sup> BREALEY, Richard A; STEWARD, Myers C.; MARCUS, Alan J., **İşletme Finansının Temelleri**, Birinci Basım, Çeviren: Ünal BOZKURT, Türkan ARIKAN, Hatice DOGUKANLI, Literatür Yayıncılık, İstanbul, Ekim 1997, s. 12

Firma yukarıdaki amaçlara ulaşmayı arzularken, hissedarlar da daha fazla kar payı elde etmek, daha fazla kendilerine kazanç sağlamak isteyeceklerdir. Dolayısıyla, firma kendi lehinde kaynak isterken hissedarlar da kendi çıkarları doğrultusunda firmadan gelir beklemektedirler. Bu iki amaç zıt yönde çekişirken bir üçüncü amaç olan sosyal amaç da ayrı üçüncü yöne doğru çekecektir. Firmanın içinde bulunduğu çevre, firmadan sosyal içerikli katkılar bekleyecektir. Örneğin, firmadan okullar yapmasını, yol yapımına katkıda bulunmasını, cami, çeşme vb. yapmasını isteyecektir. Bunların hepsi firmadan dışarıya kaynak transferidir, ideolojik amaç olarak da adlandırılan bu beklentileri firmaların tamamen karşılaması mümkün olmayacağı gibi kayıtsız kalması da mümkün olmayacaktır. Çünkü firma çevresi ile iyi geçinmek durumundadır.

Bu üç genel amaç bir ortak amaç altında toplanmak istenmiş ve firmanın amacı "Firma Kârının Maksimum Kılınması" olarak ifade edilmiştir. Robert Anthony "The Trouble With Profit Maximization" isimli Harvard Business Review Dergisinin 1960 Yılı Aralık sayısında yazdığı makalede firma amacının kâr maksimizasyonu olmayacağını savunmuştur.<sup>52</sup>

Hisse başına karın maksimizasyonu amacının genel kabul görmemesinin bir nedeni, hisse senedinin piyasa fiyatı üzerine kâr dağıtım politikasının etkilerini de ihmal etmesidir. Çünkü, amaç yalnızca hisse başına düşen karın maksimizasyonu olsaydı, o zaman işletmenin hiç kâr payı ödememesi gerekirdi. Halbuki, ilerideki bölümlerde de görüleceği üzere, kâr payı ödemelerinin hisse senedinin piyasa değerini, diğer bir ifadeyle, hisse senedinin fiyatını etkileyeceği kabul edilirse, işletme için hisse başına düşen kârın maksimizasyonu amacı, tek başına yeterli bir amaç olmayacaktır<sup>53</sup>.

Son yüzyıl içerisinde her alanda olduğu gibi, finans fonksiyonunda da çok önemli gelişmeler kaydedilmiştir. Finansman, fon temin etme olanaklarını arama şeklinde tarif edilen geleneksel görüşü bir kenara bırakarak varlıkların yönetimi, kaynakların kullanımı, firmanın bütün olarak değerlendirilmesi fonksiyonlarını

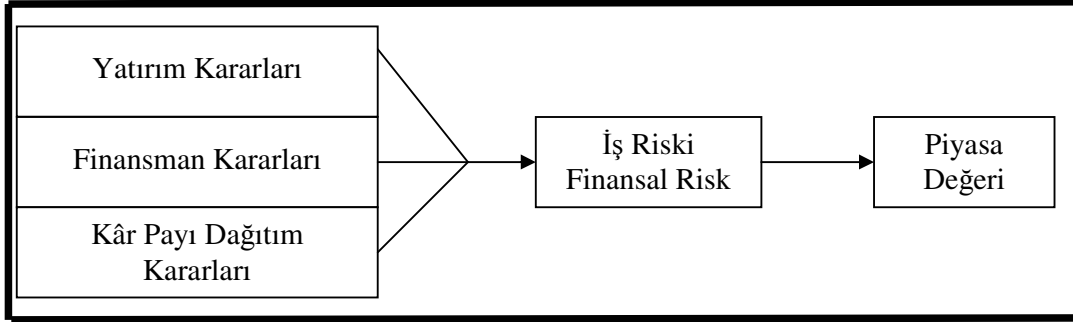
---

<sup>52</sup> BREALEY, Richard A; STEWARD, Myers C.; MARCUS, Alan J., Çeviren: Ünal BOZKURT, Türkan ARIKAN, Hatice DOGUKANLI. a.g.e., s. 445.

<sup>53</sup> TÜRKO, Metin. **Değerleme Açısından Kar Dağıtım Politikası**, Atatürk Üniversitesi Basımevi, Erzurum 1985, s. 3

kapsamı içine alan bilimsel bir niteliğe bürünmüş ve işletmenin piyasa değerini maksimum kılma amacına yönelmiştir.<sup>54</sup>

Yatırım, finansman ve kâr payı dağıtım kararlarının bir fonksiyonu olarak meydana gelen firma piyasa değerini aşağıda şekil 2.1'deki gibi şematize edebiliriz:<sup>55</sup>.



Şekil 2.1. Firma Değerini Maksimize Eden Kararlar

Yatırım kararlarının, finans yöneticisinin almak zorunda olduğu önemli kararlar olduğu konusunda genellikle görüş birliği olmasına karşılık; finansal kararlar ile kâr dağıtım kararlarının, firmanın değeri üzerindeki etkileri konusunda daha az anlaşma vardır. Tam bir görüş birliği olmamakla beraber, finansal kararların da firmanın değerini etkilediği, firmalar için optimal bir sermaye yapısına sahip olan firmaların finansal (mali) yapılarını değiştirerek, daha teknik bir ifade ile finansal kaldıraç etkisini akıllıca kullanarak, değerlerini yükseltebilecekleri, daha yaygın biçimde benimsenmektedir.

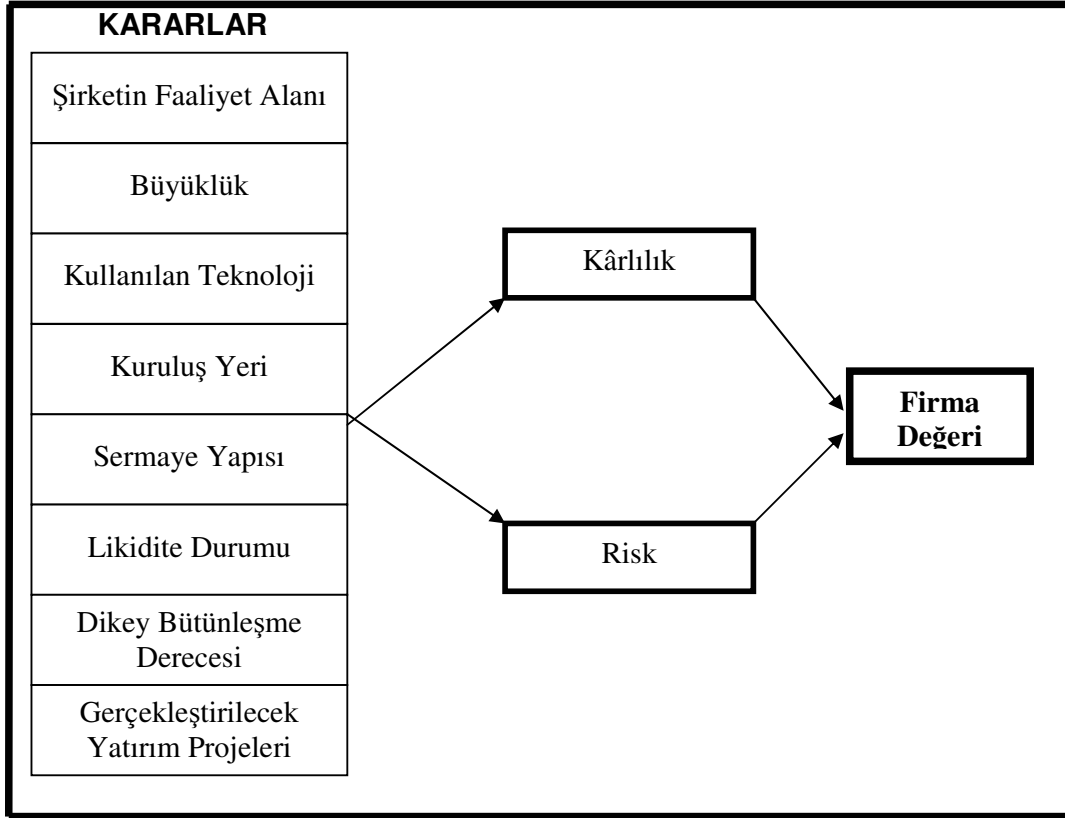
### 2.1.2. Firma Değerinin Önemi

Bir firmanın değeri, söz konusu firmanın gelecekte sağlayacağı gelir akışı ile, bu gelir akışının elde edilmesindeki risk derecesine bağlıdır. Finansmana ilişkin kararlar, bir yandan firmanın gelecekteki gelir akışının büyüklüğünü etkilediği gibi, diğer yandan firmanın risk derecesini de etkilemektedir. Günümüzde finansal kararların odak noktasını, firmanın piyasa değerini etkileyen karar ve faaliyetler oluşturmaktadır.

<sup>54</sup> BELKAYALI, Nur. “Temettü Dağıtım Şekillerinin Firma Değerine Etkisi ve İMKB 100 Endeksindeki Firmalar Üzerine Bir İnceleme”, Yüksek Lisans Tezi, Ankara 2004, s. 7

<sup>55</sup> BELKAYALI, a.g.e., s. 7

Firma ile ilgili kararların, saptanan politikaların firmanın değerini nasıl etkilediği şematik olarak Şekil 2.2.'deki gibidir.<sup>56</sup>



Şekil 2.2: Firma Değerini Etkileyen Kararlar

Yukarıda, çok uzun olduğu halde kısa bir listesi verilmekle yetinilen konularda alınan kararlar, firmanın karlılığı ve risk derecesi gibi iki etmeni etkilemekte ve bu iki etmen de firmanın piyasa değerini belirlemektedir.

Firma değerinin tespiti, finansmanın pek çok alanında önemli bir yere sahiptir. Bu alanların başlıcaları işletme finansmanı, birleşmeler, satın almalar ve portföy yönetimidir.

İşletme finansmanında amaç firma değerinin maksimizasyonu ise, o zaman finansal kararlar, firma stratejisi ve firma değeri arasındaki ilişkilerin açıkça ortaya konulmasını gerektirmektedir.

Farklı firmaların tek bir firma adı altında birleşmelerinde veya herhangi bir

<sup>56</sup> AKGÜÇ, Öztin. **Finansal Yönetim**, Yenilenmiş 7. Baskı, Muhasebe Enstitüsü Yayın No; 65, Avcıol Basım-Yayın, İstanbul 1998, s. 9

firmayı satın almada, firma değerinin tespiti hayati bir önem sahiptir. Firma değerinin tespitini sadece borsada işlem gören firmalar ile sınırlamamak gerekir. Özellikle gelişmekte olan ülkelerde, borsada işlem gören hisse senetlerinin az sayıda olması nedeniyle, şirket satın almalarının ve birleşmelerin büyük bir kısmı borsa dışındaki şirketlerde olmaktadır.

Eğer bir şirket satın alınacaksa, ne kadar tutarın teklif edileceği, eğer, eldeki şirket satılacaksa ne kadar tutarın talep edileceği veya şirketler birleştirilecekse her bir şirketin toplam içerisindeki payının ne kadar olacağı, ayrıca, birleşme öncesi tespit edilen firma değerleri toplamının, firmalar birleştikten sonra ne kadar olacağı ve birleşmenin ortaya bir sinerji etkisi çıkarabilme durumu gibi soruların cevabını bulabilmek için firma değerlerini doğru bir şekilde hesaplamak gerekmektedir.

Sermaye piyasasının gelişmiş olduğu ülkelerde halka açıklık oranlarının yüksek olması nedeniyle, piyasadaki hisse senetlerini satın alarak bir şirketin yönetimini ele geçirmek mümkündür. Bu ülkelerde sermaye piyasasının etkinliği daha yüksek olduğu için, firmaların piyasada oluşan değerleri de genelde olması gereken değerlere yakındır. Piyasada oluşan değerler doğal olarak firmaların mevcut performansına, yönetimine ve gelecekte firmalardan beklenen performansa göre oluşmaktadır.

Sermaye piyasasında etkinliğin ve güvenin sağlanmasındaki en önemli hususların başında, firma değerinin tespitinin doğru bir şekilde yapılması ve böylece bulunan değerlerin gerçeği yansıtması gelmektedir. Halka arzlarda fiyat, aracı kuruluş ve şirket arasında imzalanan aracılık sözleşmesiyle belirlenmekte ve mevzuat gereği Sermaye Piyasası Kurulu'nun halka arzlarda belirlenen fiyata müdahale etme imkânı çok sınırlı olmaktadır. Bu durum, gerek hisse senetlerini halka arz eden aracı kurumlara, gerekse bu hisse senetlerini satın almak isteyen yatırımcıları aydınlatan diğer kurumlara büyük bir sorumluluk yüklemektedir.

Mevcut durumda, Türkiye'de halka arz işlemi gerçekleştikten sonra bazı hisse senedi fiyatlarında görülen aşırı düşüşler ve artışlar, fiyat tespitinde kullanılan yöntemlerin doğruluğu veya yöntemler doğru olsa bile gelecek hakkında aşırı iyimser veya kötümser öngörüler yapıldığı konusunda endişelere

neden olmaktadır. Bu sonuç ise fiyat tespitlerinin çok daha ciddi bir şekilde yapılması gereğini göstermektedir.

Firma değerinin tespiti sadece halka arz sırasında değil, borsada işlem gören firmaların hisse senetlerini satın alma kararını verirken de gereklidir. Piyasada oluşan fiyatın firmanın gerçek değerini ne ölçüde yansıttığının bilinebilmesi için firma değerinin doğru hesaplanması gerekmektedir. Aksi takdirde, alınan risk beklenenden çok daha büyük olabilir.

Firma değerini artırmayı ve maksimize etmeyi amaçlayan yönetim biçimleri (Value Based Management) gelişmiş ülkelerde önemli ölçüde benimsenmektedir. Bu yönetimin etkin bir şekilde uygulanabilmesi için, değer yaratan unsurların açıkça ortaya konulması, değer yaratmak için stratejilerin geliştirilmesi, uygulama planlarının hazırlanması ve performansın sürekli olarak ölçülmesi gerekmektedir.<sup>57</sup>

Bir firmanın değeri, faaliyetleri ile ilgili alınmış olan kararlarla, uygulamalarla, sermaye yapısıyla, birleşmelerle ve hatta mevzuatla yakından ilişkilidir. Sonuç itibarıyla, firmanın nakit akımlarını ve sermaye maliyetini etkileyen her faktörün, firma değerini belirlemede, farklı düzeylerde de olsa bir etkisi bulunmaktadır.

### **2.1.3. Firma Değerinin Ölçümü ve Kullanılan Yöntemler**

Her varlık mutlaka bir değere sahiptir. Ancak, bu değer belirlenmesi sırasında kullanılan bilgiler ve yöntemler farklıdır. Örneğin, arsa, bina gibi reel varlıkların değerlemesi hisse senedi ve tahvil gibi finansal varlıkların değerlemesinden oldukça farklı olduğu gibi, hisse senedi değerlemesi ile tahvil değerlemesi arasında da farklı bilgi ve yöntemler kullanılmaktadır. Bu farklılıklara rağmen, değişik varlıkları değerlerken ortaya çıkan en önemli benzerlik, kaçınılmaz bir belirsizliğin var olmasıdır. Bu belirsizlik genellikle değerlendirilen varlığın niteliğinden kaynaklanırken, değerlendirme modeli de bu belirsizliği artırabilmektedir.

---

<sup>57</sup> HAIM, Levy; MARSHALL, Sarnat. **Principles of Financial Management**, Prentice Hall, Englewood Cliffs, New Jersey 1988, s. 414

Hisse senedi değerlemedesinde kullanılan yöntemleri; 1- Muhasebe Temeline Dayalı Fiyat Katsayılarının kullanıldığı yöntemler, 2- İndirgenmiş Nakit Akımlarının kullanıldığı yöntemler olarak iki ana gruba ayırmak mümkündür.

1. Fiyat katsayılarını esas alan değerleme yöntemleri, uygulamada oldukça sık kullanılan yöntemlerdir. Bu yöntemlerin kullanılması pek çok faktörün tahmin edilmesini gerektirmediği gibi, hesaplaması da çok çabuk ve kolaydır. Ancak, bu yöntemlerin başlıca dezavantajı bir çok soruyu cevapsız bırakması veya göz ardı etmesidir. Ayrıca tam olarak karşılaştırılabilir firmaların bulunması da temel sorundur.

2. İndirgenmiş nakit akımlarını esas alan değerleme yöntemleri, satış hacmi ve büyümesi, faaliyetlerle ilgili giderler, işletme sermayesi ve sabit yatırım tutarı ve sermaye maliyeti gibi bir çok faktörün yıllar itibariyle tahmin edilmesini, tahminlerin açık bir şekilde ortaya konulmasını, gerçekçi olmasını ve birbirleriyle çelişmemesini gerektirmektedir. Tahminlerde yapılacak hataların firmanın değerinde önemli değişikliklere yol açması nedeniyle, bu yöntemlerin kullanılması halinde, analistlerin yaklaşımları ve nitelikleri son derece önemli olmaktadır.<sup>58</sup>

Hisse senedi değerlemedesinde kullanılan bu yöntemlerin birbirlerine göre kuvvetli ve zayıf yönleri bulunmaktadır. Bu nedenle, uygulamada bu yöntemlerin genellikle birlikte kullanıldığı görülmektedir. Ancak, indirgenmiş nakit akımları yöntemleri, çok tahmin yapmayı ve proje değerlendirme temeline dayalı profesyonel bir bilgi düzeyini gerektirse de, firma değerini en doğru şekilde tespit eden yöntemlerdir. İndirgenmiş nakit akımları yönteminin değerlemede ağırlıklı olarak kabul görmesinin bir nedeni de arkasında yatan finans teorisinin son derece sağlam olmasıdır.

İndirgenmiş nakit akımlarına göre bulunan firma değeri ile firmanın piyasa değeri arasında son derece güçlü bir korelasyon mevcuttur. Diğer yöntemlere göre bulunan firma değeri kısa vadeli değildir. Ancak, nakit akımlarına göre bulunan firma değeri kısa vadeli olamaz.

---

<sup>58</sup> ERCAN, Metin Kamil; ÜRETEN, Ayhan. **Firma Değerinin Tespiti ve Yönetimi**, Gazi Kitapevi, Ankara, 2000, s. 6-15



Firma değeri, bir işletmenin gelecekteki kazanç potansiyelinin değerlendirilmesiyle oluşur. Firma değerinin belirlenmesinde işletmenin kazanma gücünün dikkate alınması, sahip olunan varlıklar dışında, firma üzerinde etkili olan, varlıkların etkin kullanımı, işletmenin kaynak yapısı, işletme yönetiminin, organizasyon, üretim, pazarlama ve finansman anlayışı gibi faktörleri de değerlendirmeye dahil ettiği için daha anlamlı sonuçlar vermektedir.<sup>59</sup>

Firmaların gerçek değerlerinin belirlenmesiyle ilgili farklı yaklaşımlar söz konusudur. Bu yaklaşımlar varlıkların ve işletmenin gelecekteki kazanma gücünden hareket eder. Bu değerlendirme yöntemleri aşağıda açıklanmıştır.

### 2.1.3.1. Defter Değeri

Bir varlığın Defter değeri, onun firmanın muhasebe defterlerindeki değeridir. Genel olarak bu değer amortismanlar düşüldükten sonraki değerdir.<sup>60</sup>

Defter değerinin, firmanın yayınlamış olduğu bilançodaki bütün varlıkların piyasadaki değerlerini gösterdiği düşünülür. Bu değer daha sonra hisse senetlerinin sayısına bölünür.<sup>61</sup>

Hisse senetlerinin defter değerine gelince, bu değer öz sermaye toplamının hisse senedine bölünmesiyle belirlenir. Bu değer genellikle hisse senetlerinin kayıtlı değerinden farklıdır. Yatırımcılar ve firma yöneticileri açısından firmanın defter değerinin fazla bir anlam taşımadığı öne sürülebilir.

Bir firmanın, oluşan kayıplar nedeniyle defter değerinin düşmesi durumunda firmaya duyulan güven ve ilgi azalacağından, hisse senetlerinin piyasa değeri düşebilecektir.<sup>62</sup>

Defter değeri yaklaşımında, değer tespiti yapılacak zamana ilişkin olarak düzenlenecek bilançodaki öz kaynak toplamı, firmanın ortaklar açısından değerini ifade etmekte, bu tutarın toplam hisse senedi sayısına bölünmesi ise

---

<sup>59</sup> KARAŞIN, Gültekin. **Sermaye Piyasası Analizleri**, Özkan Matbaacılık Sanayi, Ankara 1987, s. 81

<sup>60</sup> KARAN, Mehmet Baha. **Yatırım Analizi ve Portföy Yönetimi**, Gazi Kitabevi, Ankara 2001, s. 332

<sup>61</sup> TEKER, Suat; EKİT, Ömer. "The performance of IPOS in İstanbul Stock Exchange in Year 2000", **Doğuş Üniversitesi Dergisi**, Sayı: 4, 2003, s. 118

<sup>62</sup> CHAMBERS, Nurgül. **Firma Değerlemesi**, Avcıol Basım Yayın, İstanbul 2005, s. 56

her bir hisse senedinin defter değerini vermektedir. Bu yaklaşım, işletmenin varlıklarından hareket etmektedir. Ancak değerleme açısından önemli olan varlıkların gelecekteki kazanma gucüdür. Hisse senetlerinin defter değeri aşağıdaki gibi hesaplanır.

$$\text{H.S. Defter Değeri} = \frac{\text{Toplam Varlıklar} - \text{Toplam Borçlar}}{\text{Hisse Senedi Sayısı}}$$

Ancak bu değerin gerçekçi olabilmesi için bilanço kalemlerinin, eğer varsa enflasyonun etkisinden arındırılması gerekir.

### 2.1.3.2. Yeniden Tesis Etme Yaklaşımı

Yeniden tesis etme yaklaşımında, değeri belirlenmek istenen işletmenin yeniden kurulması halinde ne kadara mal olacağı belirlenmekte ve bu tutardan borçların cari değeri çıkartılarak firma değerine ulaşılmaktadır. Yeniden tesis değerinin temel mantığı "bugün alınırsa kaça alınır?" yaklaşımıdır.

Bu yaklaşım, bir işletmenin blok halinde satılmasında ya da yarım kalmış bir tesis söz konusu olduğunda pazarlığa esas oluşturabilmektedir.

### 2.1.3.3. Piyasa Değeri / Defter Değeri Oranı

Piyasa Değeri / Defter Değeri oranı, hisse senedi fiyatının hisse başına defter değerine oranıdır. Hisse başına defter değeri, öz kaynağın defter değerinin dolaşımdaki hisse senedi sayısına bölünmesiyle bulunur. z kaynağın defter değeri, denmiş sermaye ile dağıtılmayan karların toplamına eşit olup aşağıdaki gibi formüle edilir:

$$\text{Piyasa değeri / Defter değeri oranı} = \frac{\text{Hissenin piyasa değeri}}{\text{Hissenin defter değeri}}$$

Firmanın geçmiş verilerinden ya da aynı endüstrideki diğer firmaların verilerinden yararlanılarak, işletmelerin piyasa değeri ile defter değerleri arasındaki uygun bir katsayı bulunmaya çalışılır. İlgili hisse senedinin gerçek değeri hesaplanmak istendiğinde, şu andaki defter değeri belirlenecek ve daha önce bulunmuş uygun Piyasa değeri / Defter değeri oranıyla çarpılacaktır. Uygun olan Piyasa Değeri / Defter değeri oranı, benzer firma oranlarından yararlanılarak bulunacaktır. Yani hisse senedinin gerçek değeri aşağıdaki gibi hesaplanacaktır.

$$\text{Hisse Senedinin Gerçek Değeri} = \left( \frac{\text{Piyasa Değeri}}{\text{Defter Değeri}} \right) \times \text{Defter Değeri}$$

Bu yöntemin zayıflığı, değerlemeyi herhangi bir tarihte düzenlenmiş bilançoya bağlayıp, şirketin devamlılığını ve gelecekteki kazanç potansiyelini göz ardı etmesidir. Yeniden değerlemeler bilançoyu oldukça etkilemekte, ayrıca kullanılan oran firmanın özelliklerini yansıtmayabilmektedir. Belirtilen sebeplerden dolayı sadece Piyasa Değeri / Defter değeri yöntemi ile firmanın değerlenmemesi, bu yöntemin diğer yöntemler ile birlikte, özellikle karı temel alan değerlendirme yöntemleri ile kullanılması daha doğru olacaktır.

#### 2.1.3.4. Fiyat / Kazanç Oranı Yöntemi

Bu yaklaşım, hisse başına net kâr ile hisse senedi fiyatı arasında uygun bir çarpan katsayısı bulunması gereğinden hareket eder.<sup>63</sup> Fiyat / Kazanç oranı, işletmenin her 1 TL'lik hisse senedi başına düşen net kârına karşılık, yatırımcıların kaç TL ödemeye razı olduklarını gösteren bir orandır.<sup>64</sup> Fiyat / Kazanç oranlarında sektörler ve şirketler arasındaki farklar çeşitli sektörlerin ve

<sup>63</sup> BOLAK, Mehmet. *Sermaye Piyasası Menkul Kıymetler ve Portföy Analizi*, Beta Yayınları, 4. Baskı, İstanbul Mart 2001, s. 198

<sup>64</sup> <http://www.baskent.edu.tr/gurayk/finpazsirketdegerleme.doc/03/11/2005>

şirketlerin temel özelliklerini yansıtabilir. Bu özelliklerin en önemlisi kazanç gücünde beklenen büyüme oranıdır.<sup>65</sup>

Özellikle büyüme potansiyelleri yüksek, geleceği parlak gözükten işletmelerin hisse başına düşen kârına yatırımcılar daha fazla ödemeyi kabul eder ve oran yüksek olur. Fiyat / kazanç oranı yatırımcıların şirkete biçtiği değerlerin ortak bir ölçüsüdür. Fiyat / kazanç oranı, işletmeden beklenenlerin bir göstergesidir. Yüksek fiyat / kazanç oranının kabul edilebilmesi için, yatırımcıların işletmenin hızlı büyüme potansiyeline inanmaları gerekir.<sup>66</sup>

$$\text{Fiyat / Kazanç Oranı} = \frac{\text{Hisse Senedi Fiyatı}}{\text{Hisse Başına Kâr}}$$

formülünden yararlanılarak,

$$\text{Hisse Senedinin Gerçek Değeri} = (\text{Fiyat / Kazanç Oranı}) \times \text{Hisse Başına Kâr}$$

şeklinde hesaplanır.

Bu yöntem, değeri belirlenecek olan firmanın hisse senetleri borsada işlem görmüyorsa uygulanabilir.

Bir şirketin hisse senedi fiyatı belli değilse piyasanın genel Fiyat / Kazanç oranı ya da o sektörün veya benzer bünyedeki şirketlerin ortalama Fiyat / Kazanç katsayısı bir değerlendirme ölçüsü olarak kullanılabilir<sup>67</sup>.

Fiyat / Kazanç oranı, elde edilecek kâr payları ile hisseye ödenen tutarın kaç yılda amorti edilebileceğini verir.

### 2.1.3.5. Temettü (Kâr Payı) Verimi Yöntemi

<sup>65</sup> KEPEKÇİ, Celal. "Sermaye Piyasasının Gelişmesinde Muhasebenin Rolü", **Anadolu Üniversitesi Yayınları No:6**, Eskişehir 1983, s. 117

<sup>66</sup> CEYLAN, Ali; KORKMAZ, Turhan. **Sermaye Piyasası ve Menkul Değer Analizi**, Ekin Kitabevi, Bursa 2000, s. 156

<sup>67</sup> KARSLI, Muharrem. **Sermaye Piyasası Borsa Menkul Kıymetler**, Kırıl Matbaası, İstanbul, 1989, s. 385

Hisse senedine sahip olanlar, özel haller dışında her yıl kârdan pay alırlar. Kâr payı ister yılda bir defa, ister bir kaç defa dağıtılsın, dağıtılan kâr payından gelir vergisi kesintisi yapılmasına göre vergi öncesi kâr payı veya vergi sonrası kâr payı diye ayırım yapılabilir.

Hisse senedinin kâr payı getirisi basitçe, beklenen kâr payının hisse senedi fiyatına oranlanmasıdır.

$$\text{Kâr Payı Getirisi} = \frac{\text{Hisse Başına Kâr}}{\text{Hisse Senedi Fiyatı}}$$

Yukarıdaki formülden yararlanarak hisse senedinin fiyatını bulabiliriz.

$$\text{Hisse Senedi Fiyatı} = \frac{\text{Hisse Başına Kâr}}{\text{Kâr Payı Getirisi}}$$

Hisse başına temettü, sektör ortalamasından yola çıkarak kârın ne kadarının ortaklara dağıtıldığı bulunarak belirlenir. Temettü verimliliği ise genellikle ya piyasa ortalamasına ya da benzer firma oranlarına yakın olur. Çoğunlukla aynı sektörde faaliyet gösteren ve borsada işlem gören şirketlerin ortalama kâr payı verimliliği yukarıdaki formüle yerleştirilerek bir hisse senedinin fiyatı tespit edilir. Bir hisselerin fiyatı da çıkartılmış hisse adedi ile çarpılarak şirketin değeri belirlenmiş olur.

Kâr pay verimi yöntemi hisse fiyatlarının ve kâr payı verimlerinin piyasa ile karşılaştırılmasına imkan tanır. Ancak gelişmekte olan ve kâr payı dağıtmayan firmalarla borsada işlem görmeyen firmalar için bu yöntemin kullanılması sakıncalıdır.

### 2.1.3.6. İndirgenmiş Nakit Akımları Yöntemi

Bu yöntem Irving Fisher tarafından 1930 yılında ortaya konmuştur. Bu yöntemde göre, şirket varlıkları nakit yaratabildikleri sürece bir değer ifade etmektedir. Bu nedenle de, şirket değeri nakit akımlarının tahmini yapılarak tespit edilmeye çalışılır. Paranın zaman değerinin olması nedeniyle, yıllar itibariyle nakit akımları bugünkü değere indirgenecek, yani nakit akımlarının net bugünkü değeri bulunacaktır.

Bu yöntemde, şirketin geçmiş finansal tablolarından yararlanılarak gelecekteki nakit akımları tahmin edilir ve bu nakit akımlarının bugünkü değere indirgenmesiyle de firma değeri bulunur. Buna göre;<sup>68</sup>

$$\dot{I}NA = \frac{A_1}{(1+i)^1} + \frac{A_2}{(1+i)^2} + \dots + \frac{A_n}{(1+i)^n} = \sum_{t=1}^n \frac{A_t}{(1+i)^t}$$

Formüldeki;

$A_t$ : t'inci yıldaki net nakit akımı (hurda değer son yıla gelir olarak eklenir),

n: Nakit akımları tahmininde kullanılan süre (yıl),

i: İskonto oranını ifade etmektedir (yatırımdan beklenen asgari kârlılık oranı olabileceği gibi, proje finansmanında kullanılan kaynakların sermaye maliyeti de olabilir).

### 2.1.3.7. İşleyen Teşebbüs Değeri

Ortaklığın vergi ve faizlerden önceki gelirinin belirli bir kapitalizasyon oranı ile kapitalize edilmesi ortaklığın değerini verir. Yıllık geliri (Y) ile kapitalizasyon oranı (k) ile gösterecek olursak, firmanın toplam değeri (V);<sup>69</sup>

$$V = \frac{Y}{k}$$

dir.

<sup>68</sup> <http://ekutup.dpt.gov.tr/kit/yazicik/ozelles2.doc/03/11/2005>

<sup>69</sup> SARIKAMIŞ, Cevat. **Sermaye Pazarları**, Alfa Basım Yayım Dağıtım, İstanbul 1995, s. 224

Toplam değerden toplam boręlar (L) dūşölerek, kalan tutarın hisse senedi sayısına (N) bölünmesi ise hisse senedinin işleyen teşebbüs değeri (z) bulunur.

70

$$z = \frac{V - L}{N}$$

İşleyen teşebbüs değeri hesaplama yöntemi ortaklığın kazançlarının kapitalize edilmesi işlemini içermektedir. Bu nedenle gerçek değer hesaplama yöntemi ile eşdeğerdir.

#### 2.1.4. Hisse Senedi Değerleme Yaklaşımları

Hisse senedi değerlemede çeşitli yaklaşımlar vardır. Bu yaklaşımlar, nitel ve nicel değerleme yaklaşımları olarak ayrıma tabi tutulabilir.

Nicel değerleme yaklaşımları, hisse senedi fiyatını belirleyen ölçülebilir bazı değişkenler olduğunu ve hisse senedi değerinin bu değişkenler arasındaki ilişkilerle açıklanabileceği varsayımına dayanmaktadır. Bu yaklaşımda, hisse senedinin değeri, kullanılan modelde yer alan değişkenlerin gelecekteki değerleri tahmin edilmek suretiyle belirlenmektedir.

Nitel değerleme yaklaşımları, hisse senetlerinin geçmişteki fiyatı ile dolaşımdaki hisse senedi ilişkilerine ve piyasa psikolojisine dayanmaktadır. Bu yaklaşımlar davranışsal niteliktedir. Söz konusu yaklaşımda, işlem gören hisse senedi hacmi incelenerek, fiyat-hacim ilişkisine dayanılarak, yatırımcıların davranış biçimleri ve yönleri belirlenmekte ve bu davranış biçimlerinden hisse senedinin piyasa fiyatı hakkında tahminlerde bulunulmaktadır.<sup>71</sup>

Bu bölümde hisse senedi değerlemesine ilişkin nicel yaklaşımlar üzerinde durulacaktır. Bu yaklaşımlar:

- Kâr Payı Yaklaşımı,

<sup>70</sup> SARIKAMIŞ. a.g.e., s:225

<sup>71</sup> AKGÜÇ. a.g.e., s. 846

- Gelir Yaklaşımı,
- Yatırım Fırsatları Yaklaşımı,

olmak üzere 3 başlık altında toplanmaktadır.

#### 2.1.4.1. Kâr Payı Yaklaşımı

Kâr Payı Yaklaşımı, bir hisse senedinin bugünkü değerinin sınırsız bir süre boyunca o hisse senedinden sağlanması beklenen kâr paylarının bugünkü değerlerine eşit olacağını öngören bir yöntemdir.

Bu yöntemin mantığı, sınırsız bir süre boyunca elde tutulacak bir hisse senedinin sağlayacağı nakit girişlerinin sadece kâr payları olmasıdır. Ancak model, hisse senedi için uygun bir iskonto oranının belirlenmesi sorununu da beraberinde getirmektedir. İskonto oranı, genelde yatırımcı tarafından kabul edilebilir bir kârlılık oranıdır. Uygulamada bu oran, devlet tahvilleri ile hazine bonolarının faiz oranına bir risk faktörü eklenerek bulunur.<sup>72</sup>

Bu yaklaşıma göre, firma değeri firmanın gelecekte dağıtacağı kâr paylarının ortakların bekledikleri verimlilik oranıyla iskonto edilmesi sonucu bulunacak bugünkü değeridir.

$$\text{Firma Değeri} = \left( \frac{D_1}{(1+k)^1} + \frac{D_2}{(1+k)^2} + \dots + \frac{D_t}{(1+k)^t} \right) \times \text{Hisse Senedi Sayısı}$$

D= t'inci yıla kadar her yıl elde edilmesi beklenen kâr payları,

k= iskonto oranı,

Yukarıdaki denklem, firmanın cari değerinin, gelecekte elde edileceği beklenen kâr payları  $D_1$ ,  $D_2$  ve  $D_t$  ile hisse senedinin gelecekteki fiyatına ve birikim sahibinin yatırımdan beklediği getiriye bağlı olduğunu ortaya koymaktadır. Kâr payı yaklaşımına göre, belirli bir anda bir hisse senedinin fiyatını belirleyen, gelecekteki kâr payları ile hisse senedinin gelecekteki satış

<sup>72</sup> YÜKÇÜ, Süleyman ve diğerleri. **Muhasebe Sistemi Uygulama Genel Tebliğine Göre; Finansal Yönetim**, Vizyon Yayınları, İzmir 1999, s. 1034



fiyatıdır. Sonuç olarak, bir firmanın cari değerinin, sınırsız bir süre ile her yıl elde edileceği beklenen kâr paylarının bugünkü değerleri toplamının işletmenin sahip olduğu hisse senedi sayısının çarpımına eşit olması sonucuna varılır.

$$\text{Firma Değeri} = \left( \sum_{t=1}^{\infty} \frac{D_t}{(1+k)^t} \right) \times \text{Hisse Senedi Sayısı}$$

#### 2.1.4.2. Gelir Yaklaşımı

Gelir yaklaşımına göre, bir hisse senedinin teorik değeri, gelecekte pay başına elde edilecek düzeltilmiş gelirlerin<sup>73</sup> net bugünkü değerinin firmanın hisse senedi sayısı ile çarpımına eşittir.

Firma değerlemesinde anılan yaklaşıma göre, iskonto edilen gelecekteki gelir akışının sürekli olabilmesi için ilave yatırımlar gerekiyorsa, yıllık gelir, her yıl gereken yatırım tutarı kadar azaltılmalıdır.

Bir ortaklığın pay başına beklenen yıllık gelirleri  $E_1, E_2, \dots, E_t$  ve gelir akımının sürekli olabilmesi için her yıl yapılması gerekli ek yatırımın, pay başına düşen tutarı  $N_1, N_2, \dots, N_t$  ise, firmanın cari değeri;<sup>74</sup>

$$\text{Firma Değeri} = \left( \frac{E_1 - N_1}{(1+k)^1} + \frac{E_2 - N_2}{(1+k)^2} + \dots + \frac{E_t - N_t}{(1+k)^t} + \dots \right) \times \text{Hisse Senedi Sayısı}$$

Burada,  $E_1 - N_1, E_2 - N_2, \dots, E_t - N_t$  düzeltilmiş pay başına geliri göstermektedir. (k) ise birikim sahibi tarafından istenen verim veya kârlılık oranıdır.

<sup>73</sup> “Düzeltilmiş Gelir” deyimini burada, öngörülen gelir akışının sürmesi için, her yıl bir miktar yatırım yapılması gerekiyorsa, bu yatırım tutarının indirilmesinden sonra kalan yıllık gelir tutarını ifade etmektedir.

<sup>74</sup> AKGÜÇ. a.g.e., s. 851-853

Anılan yaklaşıma göre, pay başına geliri aynı olan ve gelecekte de pay başına gelirleri aynı olması beklenen iki ortaklıktan kârının tümünü dağıtabilen ortaklığın teorik değeri, aynı yıllık kazanç düzeyini sağlayabilmek için yıllık gelirlerinin bir bölümünü bünyede alıkoyarak yatırımlara ayırmak zorunda olan ortaklığa kıyasla daha yüksektir.

#### 2.1.4.3. Yatırım Fırsatları Yaklaşımı

Pay senedi değerlemesinde ortaklığın yatırım fırsatlarını dikkate alan ve Ezra Solomon tarafından geliştirilmiş model aslında pay başına gelir yaklaşımının bir çeşitlemesidir. Yatırım fırsatları yaklaşımında bir ortaklığın değeri, ilgili ortaklığın kazanç gücüne göre hesaplanmaktadır. Pay başına gelir yaklaşımı, ortaklığın mevcut varlıklarının sağlayacağı gelir arasında bir ayırım yapmadığı halde, yatırım fırsatları yaklaşımı bu ayrımı getirmektedir.

Söz konusu yaklaşıma göre bir firmanın değeri, mevcut varlıklardan ve gelecekteki büyüme fırsatlarından doğar. Mevcut varlıklarının değeri, söz konusu varlıkların yaratacağı beklenen gelirlerin bugünkü değeridir. Gelecekteki yatırım fırsatlarının değeri, kısmen yapılacak yatırımların tutarına kısmen de bu yeni yatırımların faydalı ömürleri boyunca sağlayacakları kârlılığın, ortakların geleceğin belirsizliğini de kârşılacak şekilde yatırımlarından istedikleri verime eşit olup olmadığına bağlıdır. Eğer yeni yatırımların kârlılığı, ortaklarca istenen verime eşit veya ondan daha düşük ise, gelecekteki yatırım fırsatlarının, firma değeri üzerindeki etkisi sıfır veya negatiftir. Gelecekte yapılacak yatırımlar, ancak sağlayacakları kârlılık birikim sahiplerince istenen verimi aştığı durumda, ortaklığın değerini arttırır.

Yatırım fırsatları yaklaşımına göre, bir ortaklığın değeri;<sup>75</sup>

$$\text{Firma Değeri} = (V_1 + V_2) \times \text{Hisse Senedi Sayısı}$$

<sup>75</sup> AKGÜÇ. a.g.e., s. 852-853

$V_1$ , ortaklığın mevcut varlıklarının gelecekte sağlayacağı kârların pay başına bugünkü değeri,

$V_2$ , birikim sahiplerince istenen verimden daha yüksek kârlılık sağlayan yeni yatırımların pay başına bugünkü değeri.

Firmanın mevcut varlıklarının pay başına sağlayacağı gelirin (E) sonsuz süreli ve sabit olduğu; birikim sahiplerinin fonlarının alternatif kullanım alanlarında sağlayacağı verimin; başka bir deyişle ortakların yeni yatırımlardan istedikleri kârlılık oranı (k) olduğu, ortaklığın her yıl pay başına belli bir tutarı (N) yeni yatırım fırsatlarına ayıracağı ve yeni yatırımların sonsuz süreli olarak sağlayacağı yıllık kârlılığın (r), birikim sahiplerinin istedikleri verimden yüksek olduğu varsayımlarına göre, bir ortaklığın değeri;<sup>76</sup>

$$\text{Firma Değeri} = \frac{E}{k} + \frac{N}{k} \frac{(r-k)}{k}$$

Formülde,  $E/k$ , mevcut varlıkların sağlayacağı kârların (sağlanacak yıllık kârın sonsuz süreli ve sabit olacağı varsayımına göre) hisse başına bugünkü değerini göstermektedir.

$$\frac{N}{k} \frac{(r-k)}{k} \text{ ise,}$$

gelecekte ki yatırım fırsatlarının pay başına bugünkü değerini, ( $r > k$  koşuluyla) göstermektedir.  $N/k$ , gelecekte yapılacak yatırımların tutarının bugünkü değerini göstermektedir.  $(r-k)/k$  ise, gelecekte yapılacak yeni yatırımların, birikim sahiplerince istenen verim üzerindeki kârlılığını ölçen bir indekstir.

Yatırım fırsatları yaklaşımı, firmaların yeni yatırımlarla büyümesini de dikkate aldığından, kâr payı yaklaşımına kıyasla daha dinamik bir model olarak nitelendirilmektedir.

## 2.2. FİRMA DEĞERİ VE SERMAYE MALİYETİ

<sup>76</sup> AKGÜÇ. a.g.e., s. 853-855

Sermaye maliyeti, finansman teorisinde yaygın şekilde tartışılan, gerek firma yöneticileri, gerek ekonomistler açısından büyük önem taşıyan bir konudur. Alternatif yatırım projelerinin değerlendirilmesinde, firmanın faaliyetlerine ilişkin çeşitli finansman kârarlarının alınmasında sermaye maliyeti, başka bir ifadeyle kaynak maliyeti önemli bir kriterdir.<sup>77</sup>

Sermaye maliyeti yükseldikçe riskler de yükselmektedir. Bir işletmenin kârlılığı her şeyden önce işletmenin kullandığı sermaye maliyeti ile faaliyetlerinden sağladığı kâra bağlıdır.<sup>78</sup> Genellikle kullanılan pratik sermaye maliyeti tanımlaması; “İşletmelerin herhangi bir kârar anında kullandıkları fonların ortalama maliyeti” şeklindedir. Bazı fonlar, örneğin alınan borç, kârşılığında işletme sabit bir yük altına girmekte ve borcun faizi, fonların maliyetini oluşturmaktadır. Fakat işletmenin borcun yanında ve borçtan daha önemli olan diğer fonları da, örneğin öz kaynak sermayesi, kullanmakta ve bunlar için belirli bir ödemede bulunacağı taahhüt edilmemektedir. O zaman ortalama sermaye maliyetini hesap edebilmek için fonların ayrı ayrı maliyetini belirlemek biraz güçleşmektedir.<sup>79</sup>

Bilindiği gibi, firmalar kaynak ihtiyacını öz kaynaklar ve/veya yabancı kaynaklardan sağlamak durumundadırlar. Bu kaynakların firmaya hesap edilebilen maliyetleri bulunmaktadır. Firmalar öz kaynak ve yabancı kaynakların toplam içerisindeki ağırlıklarını dikkate alarak sermaye maliyetlerini hesaplamaktadırlar. Sermaye maliyetinin hesaplanmasında kısa vadeli yabancı kaynak maliyetlerinin dikkate alınması doğru olmayacaktır. Firmaların yapmış oldukları yatırımlarını (sermaye bütçelemesi), uzun vadeli yabancı kaynaklar ve özsermaye ile finanse etmeleri gerekmektedir. Bu yatırımlarda, yatırımın ihtiyaç duyduğu net işletme sermayesi de dikkate alınmaktadır.

Firmaların, borcun ve özsermayenin maliyetini içeren ve ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti olarak da adlandırılan sermaye maliyetlerini hesap ederken, yalnızca uzun vadeli yabancı kaynakların ve özsermayenin

<sup>77</sup> TÜRKO, R. Metin. **Finansal Yönetim**, Genişletilmiş Gözden geçirilmiş 2. baskı, Alfa Yayınları, İstanbul 2002, s. 457

<sup>78</sup> ERTÜRK, Mümin. **İşletme Biliminin Temel İlkeleri**, Genişletilmiş 3. Baskı, Beta Basım-Yayım-Dağıtım, İstanbul 1998, s. 303

<sup>79</sup> ERDOĞAN, Muammer. **İşletme Finansmanı**, Dicle Üniversitesi Diyarbakır Meslek Yüksekokulu Yayın No:2, Diyarbakır 1990, s. 192

maliyetlerini dikkate almaları gerekmektedir. Uzun vadeli yabancı kaynakların ve özsermayenin toplam içerisindeki ağırlıkları, bunların piyasa değerlerine göre hesaplanmaktadır.<sup>80</sup> Sermaye maliyeti dağılımı aşağıda şekil 2.3'te görülmektedir.

AKTİF		PASİF		AKTİF		PASİF	
DÖNEN VARLIKLAR	KVYK	<del>DÖNEN VARLIKLAR</del>	<del>KVYK</del>	N.İ.S.	UVYK		
	UVYK						
DURAN VARLIKLAR	ÖZKAYNAKLAR	DURAN VARLIKLAR	ÖZKAYNAKLAR				

Şekil 2.3: Sermaye Maliyeti Dağılımı

Yukarıdaki şekilde görüldüğü gibi, duran varlıklar ile dönen varlıkların kısa vadeli yabancı kaynakları aşan kısmı olan net işletme sermayesinin finansmanı, uzun vadeli yabancı kaynaklar ve özsermaye ile yapılmaktadır. Firmanın aktifine yapacağı her bir duran varlık yatırımı için ek bir işletme sermayesine, dolayısıyla da net işletme sermayesine ihtiyaç duyacaktır. İşletmelerin faaliyetlerini sürdürebilmeleri için gerekli olan unsurların başında işletme sermayesi gelmektedir. Finansal yönetimde, işletme sermayesi kavramı ile ifade edilen dönen varlıklardır. Şekil 2.3'te görüldüğü gibi, dönen varlıkların bir kısmı kısa vadeli yabancı kaynaklarla finanse edilmektedir. Bu kısa vadeli yabancı kaynaklar ve bunun karşılığı olan dönen varlık tutarı işletmenin faaliyeti sırasında kendiliğinden oluşan kaynakları ve varlıkları ifade ettiğinden, finansmanına ihtiyaç duyulan kısım sadece net işletme sermayesi olmaktadır.

Görüldüğü gibi, mal ya da hizmet üretmek için kullanılan diğer faktörler gibi sermayenin de bir maliyeti bulunmaktadır. Yöneticiler, firma değerini maksimum kılmak için, tüm girdiler gibi sermayenin maliyetini de minimize

<sup>80</sup> ERCAN, Metin Kamil; ÖZTÜRK, M. Başaran; DEMİRGÜNEŞ, Kartal. **Değer Dayalı Yönetim ve Entelektüel Sermaye**, Gazi Kitabevi, Ankara Ekim 2003, s. 38-39

etmek zorundadır. Bu sebeple, sermaye maliyeti konusu, firma yöneticilerini ve yatırımcıları ilgilendiren önemli konuların başında gelmektedir.<sup>81</sup>

Sermaye maliyetinin doğru ya da doğruya en yakın şekilde hesaplanması firmanın değerini yakından ilgilendirmektedir. Sermaye maliyetinin olması gerekenden farklı hesaplanması durumunda, firma kabul etmemesi gereken bir yatırım için kabul kârarı verebilirken, kabul etmesi gereken bir yatırım için de red kârarı verebilecektir. Finansal performansın ölçülmesinde ve firma değerinin tespit edilmesinde en önemli unsurlardan birini oluşturan ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti (Weighted Average Cost of Capital - WACC), firmaya serbest nakit akımlarından hareketle firma değeri tespit edilirken en önemli faktör olmaktadır.

Bir firmanın ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti, çeşitli faktörlerden etkilenmektedir. Firmaların, özellikle de entelektüel sermaye yoğun firmaların sermaye yapılarının piyasa değerlerine bakıldığında, toplam sermaye içerisinde özsermayesinin payının oldukça yüksek olduğu görülmektedir.<sup>82</sup>

### **2.2.1. Özsermaye Maliyeti**

Bilindiği üzere özsermaye, firma sahiplerinin veya ortaklarının firmaya yapmış oldukları sermaye yatırımlarıdır. Firmalar sahip oldukları bu sermayeyi, firmanın piyasa değerini veya hisse senetlerinin borsa değerini düşürmemek veya yükseltmek amacıyla yatırımlarda kullanırlar. Bu yatırımların bir kısmı özsermaye bir kısmı da yabancı sermaye ile finanse edilebilir. Yatırımların özsermaye ile finanse edilen bölümünden elde edilmesi gereken en düşük kârlılık oranı özsermaye maliyeti olarak tanımlanabilir. Diğer taraftan hisse senedi satın alarak bir firmanın sermaye oluşumuna katkıda bulunan yatırımcılar, firmaya kaynak sağlayan diğer kişi ve kurumlar gibi, firmanın kullanımına sundukları fonlar için pozitif bir getiri oranı beklentisi içindedir. Hisse senedi sahiplerinin bekledikleri bu getiri oranı, firmanın özsermaye maliyetini

---

<sup>81</sup> ERCAN; ÖZTÜRK; DEMİRGÜNEŞ. a.g.e., s. 39-40

<sup>82</sup> ERCAN; ÖZTÜRK; DEMİRGÜNEŞ. a.g.e., s. 40-41

oluşturmaktadır.<sup>83</sup> Yatırımları finanse etmede kullanılan özsermayenin iç kârlılık oranı, özsermaye maliyetinden düşük olduğunda şirketin piyasa değeri veya şirket hisse senetlerinin borsa değeri olumsuz etkilenir.<sup>84</sup>

Özsermaye maliyeti, özsermayeyi oluşturan adi hisse senedi, imtiyazlı hisse senedi, dağıtılmayan kârların, amortismanların, yeni çıkârılan hisse senetlerinin maliyetlerinin ağırlıklı ortalamasının alınması suretiyle saptanır.<sup>85</sup>

### **2.2.1.1. Adi Hisse Senedinin Maliyeti**

Adi hisse senedi, şirketin varlıkları üzerinde sahiplik hakkını temsil eder. Firmaya borç verenlere, ayrıcalıklı hisse senedi sahiplerine, çalışanlara, tahvil sahiplerine gerekli ödemeler yapıldıktan ve vergiler ödendikten sonra adi hisse senedi sahiplerine ödeme yapılır. Bunun nedeni adi hisse senedi sahiplerinin şirketin getirileri üzerinde en son söz hakkına sahip olmalarıdır. Geriye bir getiri kalmamışsa kâr payı ödemesi yapılmayacaktır.<sup>86</sup>

Adi hisse senedi sahiplerine ödenecek kâr paylarının hangi tarihte, hangi sıklıkta veya hangi tutarda yapılacağına ilişkin hisse senedi sahibine verilmiş bir söz yoktur. Bu nedenle adi hisse senedi sahipleri, ayrıcalıklı hisse senedi sahipleri gibi düzenli bir nakit akışına sahip değillerdir. Halbuki adi hisse senedi sahipleri ellerindeki hisse senetlerini satmadıkça elde edebilecekleri tek getiri kâr payı ödemeleridir. Adi hisse senetlerinin kâr payı ödeme akışının kesin olarak bilinmiyor olması, bu hisse senetlerini değerlemede önemli güçlükler yaratmaktadır. Böyle bir durumda, çeşitli tahminlere dayanarak değerlemeye ilişkin hesaplamaları yapmak gerekmektedir.

Hisse senedinin gelecek yıla ait fiyatı, kâr payı ödemeleri ve aynı düzeyde riske sahip diğer hisse senetlerinin beklenen getirisi tahmin edilerek,

---

<sup>83</sup> CHAMBERS. **a.g.e.**, s. 55-56

<sup>84</sup> KUTUKIZ, Doğan. **Finansal Açıdan Anonim Şirketlerde Kâr Payı Dağıtım Politikası**, Basılmamış Doktora Tezi, Malatya 1997, s. 138

<sup>85</sup> USTA, **a.g.e.**, s. 36

<sup>86</sup> CHAMBERS. **a.g.e.**, s. 58

adi hisse senedinin piyasa değeri hesaplanabilir. Bunun için bir hisse senedinin beklenen getirisi aşağıdaki gibi düzenlenebilir;<sup>87</sup>

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

Formülde;

$k_e$  = Hisse senedinin beklenen getirisi

$P_0$  = Hisse senedinin cari piyasa değeri

$P_1$  = Hisse senedinin bugünden itibaren 1 yıl sonra beklenen fiyatı

$D_1$  = Hisse başına beklenen kâr payı

Dağıtılacak kâr payları, şirketin içinde bulunduğu koşullara ya da kârlılık durumuna göre yıldan yıla farklılık gösterebilir. Kâr paylarında oluşacak değişikliklere göre, adi hisse senedinin maliyeti aşağıdaki gibi hesaplanabilir.

- **Dağıtılacak Kâr Paylarının Her Yıl Sabit Olması**, durumunda adi hisse senetlerinin maliyeti aşağıdaki gibi hesaplanır.

$$k_e = \frac{D}{P_0}$$

$P_0$  = Adi hisse senedinin cari piyasa değeri

$D$  = Bu dönemde ve gelecek dönemlerde beklenen sabit kâr payı ödemeleri

$k_e$  = Adi hisse senetlerinin maliyeti

- **Dağıtılacak Kâr Paylarının Her Yıl Sabit Bir Oranda Artması**, durumunda adi hisse senetlerinin maliyeti aşağıdaki gibi hesaplanır.

$$k_e = \frac{D_1}{P_0} + g$$

g= Büyüme oranı

<sup>87</sup> CHAMBERS. a.g.e., s. 58-59



- **Dağıtılacak Kâr Paylarının Önce Normal Üstü Daha Sonra Normal Hızda Artışı**

Şirketler yaşamlarının belirli bir bölümünde, ekonominin genel büyüme hızından daha yüksek gelişme gösterirler ve bir süre devam eden bu normal üstü büyüme hızı, daha sonra yerini normal büyümeye bırakır. Normal üstü bir gelişme gösteren bir şirkette, adi hisse senetlerinin maliyeti aşağıdaki gibi hesaplanabilir:<sup>88</sup>

$$P_0 = \sum_{t=1}^N \frac{D_0(1+g_s)^t}{(1+k_e)^t} + \sum_{t=N+1}^n \frac{D_N(1+g_n)^t}{(1+k_e)^t}$$

formülde:

$g_s$  = kâr paylarındaki normal üstü artış

$g_n$  = kâr paylarındaki normal artış

$N$  = normal üstü büyüme hızının devam edeceği süre

$n$  = normal büyüme hızının devam edeceği süre

Formülden de görüleceği üzere, kâr paylarından gelecekte beklenen büyüme iki farklı büyüme oranı ile ifade edilmektedir. Bu durum çoklu büyümenin (önce normal üstü, sonra normal büyüme) ayırıcı özelliğini taşımaktadır. Formülün ilk bölümü hızlı büyümeyi, ikinci bölümü de normal büyümeyi yansıtmaktadır.<sup>89</sup>

### 2.2.1.2. Dağıtılmayan Kârların Maliyeti

Hisse senedi sahiplerinin kâr payı beklentilerine kârşılık, şirketler büyümeyi ve yeni yatırımlar yapmayı planladıkları dönemlerde artan finansman gereksinimi nedeniyle, hisse senedi sahipleri kâr payı dağıtmak yerine kârı firmada alıkoymak kârarı alabilirler. Aslında şirkette alıkonulan bu kârlar, şirketin hisse senedi sahiplerine aittir.<sup>90</sup>

Dağıtılmayan kârların herhangi bir maliyetinin olmadığı ileri sürülebilir. Aslında kâr işletmede alıkonulduğuna göre, bunun maliyetinin olmadığı görüşü

<sup>88</sup> AKGÜÇ. a.g.e., s. 453

<sup>89</sup> CHAMBERS. a.g.e., s. 64

<sup>90</sup> CHAMBERS. a.g.e., s. 68

mantık dışı değildir. Başka bir ifadeyle, otofinansman adı verilen bu tür kaynak sağlamada, işletme, işletme dışı kaynaklara başvurmamaktadır. Bu nedenle, herhangi bir sermaye maliyetinin olmadığı düşünülebilir.

Dağıtılmayan kârların maliyeti ile ilgili diğer bir görüş ise; hisse başına kârın tamamını işletmeden çeken ortaklar, bu parayı herhangi bir şekilde değerlendirecekler veya bir bankaya vadeli olarak yatırarak faiz alacaklardır. Kâr payları dağıtıldığında işletmenin genişletilmesi ve işletmeye ek fonların sağlanması için, işletme dış kaynaklara başvurmak zorunluluğunda kalacaktır. Bu kaynaklar için bir faiz ödeyecektir. O halde; işletmede dağıtılmayarak alıkonan kârların bir alternatif maliyeti vardır. Hisse sahipleri, hisselerine düşen kâr paylarını çekmiş olsalardı, elde ettikleri kazançları için gelir vergisi ödeyeceklerdi. Bu verginin oranını % 40 kabul ederek, konu ile ilgili bir örnek aşağıda verilmiştir.<sup>91</sup>

Bir anonim şirketin, hisse başına 0,6 YTL kâr sağlayacağı tahmin edilmektedir. Hisse sahiplerinin gelir vergisi dilimlerine göre ortalama gelir vergisi oranı % 25'dir. Bu duruma göre, hisse senetlerin piyasa fiyatı 1,0 YTL'dir.

Şirketin dağıtılmayan kârlarının maliyeti;

k= Dağıtılmayan kârın maliyeti,

K= Hisse senedi başına kâr,

V= Ortakların gelir vergisi oranı,

P= Hisse senedinin piyasa fiyatı.

$$k = \frac{K(1-v)}{P} \Rightarrow k = \frac{0,6(1-0,25)}{1,0} \Rightarrow k = \frac{0,36}{1,0} \Rightarrow k = \%36$$

Dikkat edilecek olursa, şirkette, dağıtılmayan kârların maliyeti, yeni hisse senetlerinin maliyetinden daha düşük düzeydedir. Çünkü, ortaklar dağıtılan kârlar üzerinden gelir vergisi ödeme zorundadır. Oysa dağıtılmayan kâr için böyle bir durum söz konusu değildir.<sup>92</sup>

<sup>91</sup> USTA. a.g.e., s. 39

<sup>92</sup> USTA. a.g.e., s. 39-40

### 2.2.1.3. Amortisman Maliyeti

Şirketin ilgili dönem içinde ayırmış olduğu amortismanlar, kârlı şirketlerde önemli bir fon kaynağı, sermaye yoğun teknoloji kullanan firmalarda belki de en önemli fon kaynağıdır. Gerçekten ayrılan amortismanlar, duran varlıkların likit fonlara dönüşmesini ifade ederler. Amortisman ayrılması yoluyla sağlanmış fonların bir maliyeti var mıdır? Amortismanlar, sermaye maliyeti hesabında tamamen ihmal edilebilir mi? Ayrılan amortismanların bir maliyeti varsa, bu maliyet nasıl hesaplanmalıdır? Bu sorulara verilen yanıt, ayrılan amortismanların da, şirketlerin ortalama sermaye maliyetine yaklaşık maliyeti olduğudur.

Amortisman ayrılması yoluyla yaratılmış fonların maliyetinin, şirketin ortalama sermaye maliyetine yaklaşık olduğu, şu gerekçeye dayanmaktadır. Şirket, bu şekilde yaratılmış olan fonları;

- ya ortaklara dağıtma ve borç ödemede
- ya da yeni yatırımların finansmanında kullanabilir.

Şirket, amortisman fonlarını dağıtmaya kârar verirse bunu alacaklılara ve ortaklara toplam sermaye içindeki paylarına göre yapmalıdır. Aksi halde sermaye yapısı içinde yabancı kaynak / özsermaye oranını değiştirmiş olur. Şirket amortisman fonlarını ortalama sermaye maliyetine eşit kârlılık sağlayan bir yatırım alanında kullanamıyorsa, bu fonları borç ödemede ya da ortaklara dağıtmada kullanmalıdır. Eğer amortisman fonları firmanın ortalama sermaye maliyeti üstünde kâr sağlayacak şekilde yeni yatırımlarda kullanılabiliriyorsa, dağıtılmayarak şirkette alıkonması daha akılcı bir politika olur.

Görülüyorki her halde amortisman fonları için, şirketin ortalama sermaye maliyetine eşit bir kullanım yeri bulunmuş olmaktadır. Bu nedenle amortisman fonlarının maliyeti, şirketin ortalama sermaye maliyetinin hesabına ayrı bir öge olarak katılmamaktadır.<sup>93</sup>

---

<sup>93</sup> AKGÜÇ. a.g.e., s. 471

#### 2.2.1.4. İmtiyazlı Hisse Senetlerinin Maliyeti

Hisse senetlerinin bir türü olan ve genellikle şirket kurucularında bulunan imtiyazlı hisse senetleri, şirketin yönetimi, kâr payı dağıtımını ve tasfiyesi durumlarında bir takım özel haklar sağlar. İmtiyazlı hisse senedi ihracıyla sağlanan sermayenin maliyeti, bu hisse senetlerine ödenen kâr payı ile piyasa değeri arasındaki oranla hesap edilebilir. Hukuki bir yükümlülük olmamakla beraber, imtiyazlı hisse senedi sahiplerine kâr payı dağıtımını sabit niteliktedir.<sup>94</sup>

İmtiyazlı hisse senedinin maliyeti aşağıdaki gibi hesaplanabilir;<sup>95</sup>

$k_{imt}$  = İmtiyazlı hisse senedinin maliyeti

$D$  = Sabit kâr payı ödemeleri

$P_0$  = İmtiyazlı hisse senedinin piyasa fiyatı

$$k_{imt} = \frac{D}{P_0}$$

Örneğin, şirketin nominal değeri 1 YTL olan imtiyazlı hisse senetlerinin piyasa değeri 7,50 YTL ise ve şirket söz konusu senet sahiplerine 0,75 YTL kâr payı ödüyorsa, imtiyazlı hisse senedi ile sağladığı sermayenin maliyeti;

$$k_{imt} = \frac{0,75}{7,50} = 0,10 \text{ 'dur.}$$

Hesaplanan sermaye maliyet, şirket açısından vergiden sonraki maliyettir. Çünkü imtiyazlı hisse senedi sahiplerine ödenen kâr payı şirket tarafından vergi matrahından düşülen bir gider sayılmadığından, başka bir anlatımla kurumlar vergisi ödendikten sonraki kâr tutarından ödendiğinden, imtiyazlı hisse senedi maliyeti hesaplarken vergi faktörünü dikkate alarak bir düzeltmenin yapılması söz konusu değildir.<sup>96</sup>

#### 2.2.1.5. Yeni Çıkârılan Hisse Senetlerinin Maliyeti

Bilindiği üzere şirketler özsermayelerini artırmak istediklerinde, elde ettikleri kârları şirkette alıkoyarlar ya da yeni hisse senetleri çıkârırlar.

<sup>94</sup> TÜRKO. a.g.e., s. 463

<sup>95</sup> ERCAN, Metin Kamil; BAN, Ünsal. **Değere Dayalı İşletme Finansı Finansal Yönetim**, 2. Baskı, Gazi Kitabevi, Ağustos 2005, Ankara, s. 211

<sup>96</sup> TÜRKO. a.g.e., s. 463

Alıkonulan kârlar yeterli olmadığında şirket yeni hisse senedi çıkarmak durumunda kalır. Bu da özellikle piyasadaki hisse senedi fiyatlarının yüksek olduğu, faiz oranlarının artış gösterdiği ve finansman ihtiyacının önemli boyutlara ulaşmaya başladığı durumlarda görülür. Şirketin yeni hisse senedi çıkarmasında etkili olan faktörler aşağıdaki gibi sıralanabilir.<sup>97</sup>

- Gereksinim duyulan toplam finansman içinde şirketin kendisini finanse edebilme düzeyi (içsel finansman),
- Diğer dışsal finansman kaynaklarının maliyeti (özellikle faiz oranları),
- Firmanın varolan hisse senetlerinin piyasa fiyatı.

Yeni çıkarılan hisse senetlerinin maliyeti şirketin mevcut adi hisse senetlerinin maliyetinden daha yüksektir. Bunun nedeni yeni çıkarılan hisselerin satışa sunulmasında çıkarma giderlerinin söz konusu olmasıdır. Çıkarma giderleri nedeniyle, şirketin elde edeceği net para girişi, hisse senetlerinin piyasa fiyatından daha düşük olmaktadır. Bunun yanı sıra, yeni çıkarılan hisse senetlerinin yatırımcıya daha çekici gelebilmesi için, senetler bilerek de düşük fiyatlanabilir.

Yeni hisse senedi çıkarma giderleri dikkate alınarak hesaplanacak maliyet ise;

$$k_e = \frac{d_1}{P_0(1-f)} + g = \frac{d_1}{P_n} + g \text{ olur.}$$

$k_e$  = Yeni hisse senedi ihracı ile sağlanan kaynağın maliyeti

$P_n = P_0(1-f)$  = Yeni hisse senedi ile şirkete sağlanan net para girişi

$d_1$  = Hissedarlara dağıtılacak kâr payını

$f$  = Yeni hisse senetlerinin ihraç giderlerinin yüzdesi

$g$  = Büyüme oranı

Örneğin, şirket 10.000 YTL nominal değerli hisse senetlerinin karşılığında 9.000 YTL para girişi sağlamışsa, burada  $P_n = 9.000$  YTL,

<sup>97</sup> CHAMBERS. a.g.e., s. 75

$P_0 = 10.000$  YTL,  $f$  ise % 10'dur. Başka bir ifadeyle, şirket 10.000 YTL'lik hisse senedini satabilmek için % 10 gider yapıyorsa, her bir hisse kârşılığında net 9.000 YTL şirkete kaynak olarak giriyor demektir.

$$10.000 (1-0,10)=9.000=P_n$$

Eğer şirket hissedarlara 1.000 YTL kâr payı dağıtacaksa ve büyüme oranını da %5 olarak görüyorsa, yeni hisse senedi ihracının şirkete maliyeti ise şöyle olacaktır.

$$k_e = \frac{1.000}{10.000(1-0,10)} + 0,05$$

$k_e = \%16,11$ 'dir.

Özetlenecek olursa, bir şirketin özsermaye maliyeti, sermaye yapısı, risk derecesi ve kâr dağıtım politikasının sabit kalması halinde, şirketin yapacağı yatırımın özsermaye ile kârşılana kısmı üzerinden hisse sahiplerinin beledikleri en az (minimum) kârlılık oranına eşittir. Başka bir ifadeyle, özsermaye maliyeti hisse başına gelecekte ödenmesi beklenen kâr paylarını hisse senedinin cari piyasa fiyatına eşit kılan iskonto oranının hesaplanmasıyla belirlenmektedir.<sup>98</sup>

## 2.2.2. Yabancı Kaynak Maliyeti

Yabancı kaynak maliyeti, borcun maliyeti ve tahvil çıkarılması yoluyla sağlanan borcun maliyeti olarak iki grupta incelenebilir.

### 2.2.2.1. Borcun Maliyeti

Firmaları borçlanmaya iten nedenler arasında beklenmedik nakit açıkları, sermaye yatırımlarını finanse etmek için fon gereksinimi, finansal kaldıraçtan yararlanma isteği ve mevcut borçları kapatma zorunluluğu sayılabilir. Borçların

---

<sup>98</sup> TÜRKO. a.g.e., s. 471

maliyeti işletmelerin para piyasalarından aldıkları dış kaynaklı krediye ödenen faiz tutarıdır. Alınan borç tutarı arttıkça borçların maliyeti de artar.<sup>99</sup>

Firmalar yabancı kaynak maliyetini vergiden önce ve vergiden sonra olarak hesaplayabilir. Ancak bir firma, finansman ile ilgili kârarlar alırken, yabancı kaynağın vergiden sonraki maliyetini dikkate almak durumundadır. Yabancı kaynağa ödenen faizler, gider yazılarak vergi matrahından düşülebildiğinden vergi tasarrufu etkisi önemlidir.<sup>100</sup> Bu durumda borçların işletmeye gerçek maliyeti vergiden sonraki maliyettir. Bazı durumlarda işletmeler çeşitli vergi bağışıklıkları veya kâr elde edememe nedeniyle borçların faizini gider olarak gösteremeyebilirler. Bu durumdaki işletmeler için borçların maliyeti vergiden önceki maliyettir. Faizlerin sağladığı vergi avantajından yararlanan bir işletme için borcun vergiden sonraki maliyeti, vergiden önceki maliyetinden azdır.<sup>101</sup>

Faizlerin sağladığı vergi yararı, faizlerin vergilendirilecek kazançtan indirimi ile bu indirimin olmadığı durumlar karşılaştırılarak ortaya konulabilir. Örneğin,<sup>102</sup> vergilendirilecek gelirin 20.000 YTL, vergi oranının da % 30 olduğunu düşünelim. Faiz indirimlerinin olmadığı durumda ödenecek vergi tutarı aşağıdaki gibi hesaplanabilir.

Vergilendirilebilecek Gelir	20.000 YTL
Vergi Oranı	%30
Ödenecek Vergi Tutarı	6.000 YTL

Alınan 10.000 YTL borç için % 20 oranından ödenecek olan 2.000 YTL'lik

faiz tutarı dikkate alındığında;

Dönem Sonu Geliri	20.000 YTL
Ödenen Faiz Tutarı	2.000 YTL
Vergilendirilecek Gelir	18.000 YTL
Vergi Oranı	% 30
Ödenecek Vergi Tutarı	5.400 YTL

Hesaplamalardan anlaşılacağı gibi, 2.000 YTL'lik faiz ödemelerinin gelirden düşülmesi sonucunda vergilendirilecek gelir ve ödenecek vergi tutarı azalmıştır. Faizlerin sağladığı vergi yararı nedeniyle, ödenecek vergi tutarı

<sup>99</sup> CHAMBERS. a.g.e., s. 37

<sup>100</sup> AKGÜÇ. s. 441

<sup>101</sup> CHAMBERS. a.g.e., s. 38

<sup>102</sup> CHAMBERS. a.g.e., s. 38-39

6.000 YTL'den 5.400 YTL'ye düşerek 600 YTL vergi tasarrufu elde edilmiştir. Böylece alınan borcun gerçek maliyeti 6.000 YTL değil, 5.400 YTL olmaktadır.

Faizlerin sağladığı vergi yararı sonucunda borcun vergiden sonraki maliyeti aşağıdaki gibi bir formülle gösterilebilir.

$$\text{Borcun Vergiden Sonraki Maliyeti} = \text{Faiz Oranı} - \text{Vergi Yararı}$$

$$k_b = f - f_v$$

$$k_b = f(1-v)$$

formülde;

$k_b$  = Borcun Vergiden Sonraki Maliyeti

$f$  = Faiz Oranı

$v$  = Vergi Oranı

Yukarıdaki örneği formüle uygularsak;

$$k_b = 0,20 (1-0,30) = 0,14$$

Borçlar şirketin sermaye yapısı ve kaldıraçla yakından ilgilidir. Şirketin sermaye yapısı bilinmeden, şirketi ödeme güçlüğü hatta iflas ile karşı karşıya getirebilecek borçları analiz etmek ve değerlemek oldukça güçtür. Bununla bağlantılı olarak borçların kaldıraç etkisini bilmeden sermaye yapısını optimize etmek de sağlıksız sonuçlara neden olabilecektir.<sup>103</sup>

### 2.2.2.2. Tahvil Çıkartılması Yoluyla Sağlanan Borcun Maliyeti

Şirketler sabit getiri elde etmek isteyen ve şirkete sermaye veren olmaktan çok, borç veren konumunda olmayı tercih edenlere tahvil satarak uzun süreli borç sağlarlar. Bir tahvilin piyasa fiyatı gelecekte elde edilecek nakit akımlarının şimdiki değeridir. Bu nakit akımlarını tahvilin vadesi boyunca şirket tarafından tahvil sahibine ödenen faizler ile tahvilin vadesi sonunda tahvil sahibine ödenen ana para tutarından oluşur. Şimdiki değer tahvilden beklenen getiri oranı ile gelecekteki nakit akımlarının iskonto edilmesiyle bulunur.<sup>104</sup>

<sup>103</sup> LELAND, Hayne E. "Corporate Debt Value, Bond Covenants and Optimal Capital Structure", **The Journal of Finance**, Vol:XLIX, No:4, September 1994, s. 1213

<sup>104</sup> CHAMBERS. a.g.e., s. 39



Tahvillerin maliyetlerini etkileyen çeşitli faktörler vardır. Bunlar arasında faiz ödemeleri, tahvilin ana parası ve çıkârma giderleri yer alır.

### 2.2.3. Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti

Ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti, şirketin kullanmış olduğu kaynakların (uzun vadeli yabancı kaynak + özsermaye) ortalama maliyetidir. Aşağıdaki şekilde hesaplanabilir;<sup>105</sup>

$$k_a = k_e W_e + k_d (1 - T) W_d$$

Formülde;

$k_a$  = Ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti,

$k_d$  = Borcun maliyeti,

$k_e$  = Özsermaye maliyeti,

$W_d$  = Borcun toplam içerisindeki oranı,

$T$  = Vergi oranı,

$W_e$  = Özsermayenin toplam içerisindeki oranı,

$W_d + W_e = 1$ 'dir.

Ağırlıklı ortalama sermaye maliyetinde asıl olan borcun toplam içerisindeki oranı ( $W_d$ ) ve özsermayenin toplam içerisindeki oranı ( $W_e$ )'nin cari değerler üzerinden hesaplanmasıdır. Burada özsermayenin cari değeri olarak şirketin borsadaki hisse senedi fiyatı ile toplam hisse sayısı çarpımı kullanılabilir.

Örneğin, bir şirketin özsermaye maliyeti % 15, borcun maliyeti % 14,27 ve şirketin borçlarının piyasa değeri ise, 1.603.380 YTL'dir. Ayrıca firmanın hisse senedi fiyatı 182 YTL ve vergi oranı % 35'tir. Ayrıca şirketin toplam hisse senedi sayısı 5.873'tür. Bu durumda şirketin ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti aşağıdaki gibi bulunacaktır;

<sup>105</sup> ERCAN; BAN. a.g.e.,s. 214-215

$$\begin{aligned}\text{Özsermayenin piyasa değeri} &= \text{Hisse senedi Fiyatı} \times \text{Top. Hisse Senedi Sayısı} \\ &= 182 \times 5.873 \\ &= 1.068.886 \text{ YTL}\end{aligned}$$

Bu durumda şirketin toplam kaynak tutarı ise,

$$V = \text{Borç} + \text{Özsermaye}$$

$$V = 1.603.380 + 1.068.886$$

$$V = 2.672.300 \text{ YTL olacaktır.}$$

Buradan bu kaynakların toplam içerisindeki oranları;

$$\text{Borçlar} / \text{Toplam Varlıklar} = \% 60,$$

Özsermaye / Toplam Varlıklar = % 40 olmaktadır. Değerler yerine konulduğunda;

$$k_a = (\%40 \times \%15) + \%60 \times \%14,27(1 - \%35)$$

$$k_a = \%11,56 \text{ olarak bulunmaktadır.}$$

### 2.3. FİRMA DEĞERİ VE SERMAYE YAPISI

Bir şirketin finansman kârarı, kâr payı dağıtımını ve diğer finanslama ve yatırım kârarlarıyla çoğu zaman birbirine kârıştır. Şirket borçlanarak sermayesini finanse edebilir. Kâr payı artışı finansında kullanılan nakit, şirketin diğer bazı faaliyetlerinden dolayı gelir.<sup>106</sup>

Şirket, sermaye yapısı tercihini yaparken piyasadaki problemleri görmesi gerekir. Finansal yöneticinin asıl problemi, yatırımcıların çoğuna hitap eden şirketin piyasa değerinin maksimizeyi sağlayan güvenin birleştirilmesinin tespit edilmesidir. Bu problemin çözümünden önce, hissedarların varlıklarının maksimizeyi sağlamak, şirketin piyasa değerini maksimize eden politikadan güven duyar. Şirket değerini maksimize eden politika olsa bile hissedarların kazançlarını maksimize edecek bir politikanın uygulanması gerekir.<sup>107</sup> Şirketler finansman kaynaklarına kârar verirken, işletme ve finansal risklerle birlikte,

<sup>106</sup> KUTUKIZ, a.g.e, s. 99

<sup>107</sup> WESTON, J. Fred; EUGENE, F. Brigham. *Essentials of Managerial Finance*, Holt, Rinehard and Winston Inc. New York 1976, s. 585-595

şirketin büyüme hızı, kârlılıkları, vergi kanunları, teşvik sistemi, piyasadaki bilginin yetersizliği, enflasyon, denetimi kaybetme olasılığı ve yöneticilerin davranışları gibi faktörleri dikkate almak zorundadır.

Sermaye yapısını ilgilendiren bir diğer boyut risk faktörüdür. Finansmanla ilgili tüm kâarlarda göz önüne alınan risk finansal tehlike veya iflası da beraberinde getirebilir. Bununla birlikte finansal tehlike ve iflasın maliyeti yüksek olur. Diğer şeyler aynı kalsa bile, tehlikesi yüksek işletme riski şirket açısından daha uygundur. Çünkü yüksek gelir elde etmek, yüksek riske katlanmayla sağlanır. Riski dikkate alan şirketler, genelde daha az borçlanırlar.<sup>108</sup>

### **2.3.1. Optimal Sermaye Yapısının Bulunması**

Her şirket, kendisi için optimal sermaye yapısını aramalı ve yatırım projelerini bu optimal yapıyı bozmayacak biçimde fonlamalıdır. Bir firma için, optimal sermaye yapısına ulaşmak, sermaye maliyetini en düşük düzeye indirmek anlamında kullanılmaktadır. Başka bir deyişle, firmanın piyasa değerini en yüksek düzeye çıkâaran ve sermaye maliyetini en düşük düzeye indiren sermaye yapısı, firma için optimaldir. Gerek finans yöneticileri gerekse finans teorisyenleri arasında, borçlanma politikasının bazı yönleri hakkında görüş ayrılıkları olmakla beraber bir firmanın optimum sermaye (kaynak) yapısını araması gerektiği konusunda tam bir görüş birliği vardır.

Çeşitli finansman yöntemleri ile sağlanan kaynakların reel marjinal maliyetlerinin birbirine eşit olduğu noktada firma, en düşük maliyetli sermaye yapısına, başka bir deyimle optimal sermaye yapısına ulaşmış olmaktadır. Bir kaynağın reel maliyeti, görünür maliyetin yanı sıra gizli maliyeti de içerdiğinden uygulamada her bir kaynağın reel maliyetini, özellikle firma dışından sağlanan yabancı kaynakların reel maliyetini hesaplamak kolay olmamaktadır.

Finansman kaynakları, yabancı kaynak ve özsermaye olarak iki büyük gruba ayrılarak analiz edildiğinde, firma sermaye yapısına ulaşıncaya kadar yabancı kaynakların reel maliyeti, özsermaye ile finansmanın reel maliyetine

---

<sup>108</sup> KUTUKIZ. a.g.e., s. 104

kıyasla daha düşüktür. Optimal sermaye yapısına ulaşıldığında, yabancı kaynaklarla, özsermaye ile finansmanın reel maliyetleri birbirine eşittir. Firma optimal sermaye yapısına ulaştıktan sonra borçlanmayı sürdürürse, bu noktadan itibaren borçlanmanın reel marjinal maliyeti, özsermayenin reel marjinal maliyetini aşacağından, firmanın ortalama sermaye maliyeti yükselecektir.<sup>109</sup>

### **2.3.1.1. Sermaye Yapısı Kârarını Etkileyen Faktörler**

Sermaye yapısı kârarını etkileyen çeşitli faktörler mevcuttur. Her şirketin bir optimal sermaye yapısı olacağından, her şirketin durumu diğerlerinden farklı olacaktır. Ayrıca finansman kârarlarını etkileyen faktörler; ekonomik durum, sektör ve şirketin özellikleri ve şirket yöneticilerinin riski görebilme özelliği de optimal sermaye yapısının çerçevesini meydana getirir. Böyle olmakla beraber, çeşitli finansman kaynakları arasında tercih yapılırken bazı ortak kriterler göz önünde bulundurulabilir.

#### **2.3.1.1.1. Uygunluk**

Uygunluk terimi ile, sağlanan fonların, finansmanında kullanıldıkları varlıkların niteliği ile tutarlı ve süre olarak uyum içinde bulunması kastedilmektedir. Bu uygunluk etmeni veya kriteri daha somut olarak, firmanın duran varlıklarını uzun ya da devamlı kaynaklarla; buna kârşılık dönen varlıkların süreklilik göstermeyen bölümünü kısa vadeli kaynaklarla finanse etmesi gereği şeklinde ifade edilebilir.

#### **2.3.1.1.2. Risk**

Borçlanmanın ve hisse senedi çıkârılarak öz sermayenin dağıtılmasının bir riski vardır. Risk, şirket kârarlarını dolayısıyla şirketin toplam değerini

---

<sup>109</sup> AKGÜÇ. a.g.e., s. 500

etkilemektedir. Bazı yatırımcılar şirketin hisse senetlerine sahip olurken endişe duyabilirler. Her ne kadar bazı yatırımcılar düzenli risk ortamında hisse senetlerini almaktan kaçınmazlarsa da, hemen hemen tüm yatırımcılar, belirli küçük riskte yatırım yapmaktan zevk alırlar.<sup>110</sup>

Firmalar, finansmana ilişkin kârlarında riskle kârlılığı bağdaştırmak zorundadır. Finansal kaldıraçtan aşırı ölçüde yararlanmayı amaçlayan spekülâtif bir finansman şekli, büyük kârlar sağlayabileceği gibi, firmanın varlığının tehlikeye düşmesi gibi olumsuz sonuçlar da doğurabilir. Varlığın korunması, sürdürülmesi ise tüm canlı varlıklar gibi, firmaların da göz önünde tutmaları gereken temel amaçlardan biridir.

Satışlardaki dalgalanma, faaliyet ve finansal kaldıraçların etkisi ile daha abartılmış bir şekilde kâr üzerine yansır. Bu nedenle satışları dalgalanma gösteren firmaların kârlarındaki dalgalanma, özellikle maliyet yapısı içinde sabit giderlerin payı yüksek olan firmalarda daha büyük boyutlara ulaşır. Satışları dalgalanma gösteren dolayısıyla kârları istikrarsız olan firmaların, riski azaltabilmek için, finansmanda daha geniş ölçüde öz sermaye kullanmaları gerekir. Böylece söz konusu firmalar yüksek olan risklerini, düşük bir finansman riski ile dengeleyebilirler.<sup>111</sup>

### **2.3.1.1.3. Maliyet ve Esneklik**

Firmalar, finansman kaynakları arasında bir seçim yaparken maliyet etmenini ve finansman şekillerinin kârlılık üzerine olabilecek etkisini de dikkate almak durumundadırlar. Firmalar, kaynakların vergiden sonra maliyetini hesaplamalıdır. Vergi etmeni, borç faizlerinin vergi matrahından indirilebilme olanağı, kaynakların görünür maliyeti ile firma gerçek maliyet arasında bir fark yaratmaktadır.

Esneklik, firmanın kaynaklarının firmanın gereksinmesine göre ayarlanabilmesi, firmanın varlıkları artığında genişleyebilmesi, azaldığı zaman

---

<sup>110</sup> AUERBACH, Feldstein. “ The Effects of Taxation on Savings and Risk Taking”, **Handbook Of Public Economics**, Vol:1, Amsterdam, Nort Holland 1985, s. 293-309

<sup>111</sup> AKGÜÇ. a.g.e.,s. 502

da kolaylıkla daralabilmesidir. Finansmanda esneklik sağlanması, firmanın elinde bir süre için de olsa atıl kalabilecek fon tutarını en düşük düzeye indirerek, kaynak maliyeti ve firmanın kârlılığı üzerinde olumlu etki yapar. Kısa süreli kaynaklar, finansmanda esnekliği artıran araçlardır. Kredi sözleşmelerine konulabilecek geri ödeme koşulları ile bu esneklik daha da artırılabilir.<sup>112</sup>

#### 2.3.1.1.4. Firmanın Kontrol Hakkı

Sermaye yapısını ve finansman bileşimini etkileyen bir diğer önemli faktör, firma üzerindeki kontrol hakkıdır. Borç verenler ve imtiyazlı hisse senedi sahipleri firmanın yönetim kurulu seçimine katılamazlar, bunların firma yönetiminde rolleri yok denecek kadar azdır. Şayet tahvil veya imtiyazlı hisse senedi yoluyla finansmana gidilecek olursa, şirketin mevcut kontrol durumu muhafaza edilmiş, saklı tutulmuş olur. Fakat şirket adı hisse senedi ihracı yoluyla finansmana giderse ve çıkârılan yeni senetleri eski ortaklar dışındaki kişiler tarafından satın alırsa, firmada kontrol hakkı el değiştirecektir. Mevcut hisse senedi sahiplerinin hisse senedi ihracı ile (tabi bu hisse senetleri yeni ortaklara satılmış ise) kontrol haklarında meydana gelecek değişiklik şu şekilde hesaplanır;

$$\text{Kontrol Hakkı} = \frac{\text{Mevcut Hisse Senetlerinin Sayısı}}{\text{Mevcut ve Yeni Hisse Senetleri Sayısı}}$$

Mevcut hisse senedi sayısı 10.000 adet ise, firma 5.000 adet yeni hisse senedi çıkârıp bu hisseleri ortaklar dışındaki kişilere satmışsa, yeni hisse senetlerinin ihracından evvel % 100 oranında kontrol hakkına sahip olan eski ortakların şirket üzerindeki kontrol hakları % 33,4 oranında düşerek % 66,6'ya inmiştir.

$$\frac{10.000}{10.000 + 5.000} = \%66,6$$

<sup>112</sup> AKGÜÇ. a.g.e., s. 503-504

### 2.3.1.1.5. Finansal Kaldıraç Etkisi

Kaldıraç, firmanın sabit maliyetli varlık ya da fonlarını, firmanın getirilerini artırmak için kullanma yeteneği olarak tanımlanabilir. Sermaye maliyeti ile kaldıraç arasında yakın bir ilişki vardır. Finansal kaldıraç arttıkça, finansal risk ve bunun sonucunda işletmenin sermaye maliyeti de artmaktadır.<sup>113</sup>

Finansal kaldıraç, özsermayenin kârlılığını veya anonim şirketlerde hisse başına kârı etkiler. İşletme, dış kaynaklardan sağlamış olduğu fonlar kârşılığında sağlamış olduğu kârın altında, sabit ve sınırlı bir ödeme yapıyorsa finansal kaldıraç söz konusudur.<sup>114</sup>

Finansal kaldıraç, alınan borçlar ya da imtiyazlı hisse senetleri gibi sabit maliyetli unsurların, şirketin sermaye yatırımlarındaki getirilerini artırmak amacıyla kullanımına ilişkin bir finans tekniği olarak tanımlanabilir. Varlıklardan elde edilen getiri, bu varlıklar için harcanan fonlardan yüksek olduğu sürece firmaya dönen getiri artacaktır. Bu durum pozitif finansal kaldıraç olarak adlandırılır. Eğer şirketin varlıklarının önemli bir bölümü sabit varlıklardan oluşuyorsa, şirkete borç verenlerin riski azalacaktır. Bilindiği gibi, varlıklar, gerek duyulduğunda likit hale dönüşebilmektedir. Bu nedenle, toplam varlıklar içinde sabit varlıkların payı arttıkça, firmaya borç vermek isteyenler de artacak ve sonuçta kaldıraç düzeyi yükselecektir. Gelecekte büyümeyi amaçlayan şirketler de yatırım fırsatlarından yararlanmak isteyecek ve borçlanmak gereğini duyabileceklerdir. Büyük ölçekli işletmelerde kaldıraç düzeyinin yüksek olmasının nedeni, bu işletmelerin riski dağıtma becerilerinin yüksek ve finansal ödeme güçlüğü içinde bulunma olasılığının daha düşük olmasıdır. İflas etme riskinin düşük olması da büyük ölçekli işletmelerde kaldıraç düzeyini yükseltmek olanağı tanımaktadır.<sup>115</sup> Finansal kaldıraç derecesi aşağıdaki formül yardımıyla ölçülebilir;

---

<sup>113</sup> CHAMBERS. a.g.e., s. 108

<sup>114</sup> USTA. a.g.e., s. 32

<sup>115</sup> RAJAN, Raghuram G; ZINGALES, Luigi. "What do we know about capital structure? Some evidence international data", **Journal of Finance**, Vol:L, No:5, Aralık 1995

$$\text{FKD} = \frac{\text{Hisse Başına Gelirdeki Değişim Oranı}}{\text{Faiz ve Vergiden Önceki Kârda Değişim Oranı}}$$

Finansal kaldıraç derecesi, faiz ve vergiden önceki kârda oluşan bir değişikliğin, hisse başına gelirden hangi oranda değişime neden olacağını göstermektedir. Hisse başına gelir ile faiz ve vergiden önceki kârda oluşan değişim oranını hesaplamak zaman alıcı olabileceğinden, finansal kaldıraç derecesi aşağıdaki formülle daha kolay hesaplanabilir.

$$\text{Finansal Kaldıraç Derecesi} = \frac{\text{Faiz ve vergiden önceki kâr}}{\text{Faiz ve vergiden önceki kâr} - \text{İ}}$$

Formüldeki “İ” firmanın sağlamış olduğu fonlar karşılığında yapmış olduğu faiz ödemelerini sembolize etmektedir.

Bir firmanın faiz ve vergiden önceki kârının 40.000 YTL, faiz ödemeleri ise faiz ve vergiden önceki kârın %10 kadar olduğu kabul edilirse, finansal kaldıraç aşağıdaki gibi olabilecektir;

$$\text{Finansal Kaldıraç Derecesi} = \frac{40.000}{40.000 - 4.000} = 1,11$$

Şirketin finansal kaldıraç derecesi 1,11’dir. % 10 oranında finansal kaldıraçtan yararlanıldığında hisse başına gelirden yüzde değişim, faiz ve vergiden önceki kârda yüzde değişimden 1,11 kez daha büyüktür.

Bir firmanın değeri, faaliyetleri ile ilgili alınmış olan kârlarla, uygulamalarla, sermaye yapısıyla, birleşmelerle ve hatta mevzuatla yakından ilişkilidir. Burada tartışılacak soru, bir firmanın sermaye yapısını değiştirmek yoluyla, sermaye maliyetini ve piyasa değerini etkileyip etkilemeyeceğidir. Bir başka ifadeyle, bir firma “yabancı kaynaklar / öz sermaye” oranını değiştirdiğinde bunun sermaye maliyetine ve firmanın piyasa değerine etkisinin olup olmayacağıdır.<sup>116</sup> Bir işletmenin sermaye yapısı denildiğinde bilançosunun

<sup>116</sup> AKGÜÇ. a.g.e., s. 485



pasif kısmı akla gelmektedir. Bunlar bilindiği gibi yabancı kaynaklar ve öz sermayedir. Firmanın sahip olduğu öz sermayenin ve yabancı kaynakların firmaya maliyeti vardır.<sup>117</sup>

Sermaye yapısı teorisi; firma, finanslama kârışımını yani borç öz kaynak kompozisyonunu değiştirerek piyasa değerini ve sermaye maliyetini dolayısıyla işletmenin kârlılığını etkileyebilir mi? Acaba ihtiyaç duyulan fonlar daha ucuz maliyetli olan dış kaynaktan sağlanarak sermaye yapısı borçlar lehine değiştirilirse işletmenin öz kaynak sermayesi, kârı ve piyasa değeri yükselir mi<sup>118</sup> sorularına yanıt aramaktadır.

Sermaye yapısı kârarlarının temel amacı, uzun süreli fon kaynaklarının uygun bir bileşimini yaparak, firmanın piyasa değerini maksimum yapmaktır. Optimal sermaye yapısı olarak adlandırılan bu kârma, firmanın toplam sermaye maliyetini en aza indirir.<sup>119</sup> Firma sermaye yapısının hisse senedi fiyatlarını etkilemesi durumunda, sermaye maliyeti en düşük düzeye indirebilecek, piyasa değerini en üst düzeye çıkâracak bir finansman politikası izleyecektir.<sup>120</sup>

### 2.3.1.2. Firmanın Sermaye Yapısı İle İlgili Yaklaşımlar

Optimal sermaye yapısının varlığı konusunda farklı görüşler ileri sürülmektedir. Söz konusu görüşlerin yoğunlaştığı nokta ise, kullanılan fonların bileşimi değiştirilerek bir firmanın gerçekte pazar değerini ya da sermaye maliyetini etkileyip etkileyemediğidir.<sup>121</sup>

Firmanın sermaye yapısı kârarları ile ilgili farklı yaklaşımlar dört temel noktada toplanabilir:

- Net Gelir Yaklaşımı (Net Income Approach)
- Net faaliyet Geliri Yaklaşımı (Net Operating Income Approach)
- Geleneksel Yaklaşım (Traditional Approach)
- Modigliani- Miller Yaklaşımı

<sup>117</sup> ERCAN; BAN. a.g.e., s. 27

<sup>118</sup> ERDOĞAN. a.g.e., s. 211

<sup>119</sup> BERK, Niyazi. **Finansal Yönetim**, 7. Baskı, Türkmen Kitabevi, İstanbul 2003, s. 298

<sup>120</sup> TÜRKO. a.g.e., s. 492

<sup>121</sup> BERK. a.g.e., s.298

Bu yaklaşımların tümü belirli temel varsayımlardan hareket eder. Söz konusu varsayımlar şöylece sıralanabilir:<sup>122</sup>

- Analizde vergi yoktur. Bu varsayımın daha sonra kaldırıldığı da belirtilmelidir.
- İşletme elde ettiği kârların tamamını kâr payı olarak dağıtmaktadır.
- İşlemler herhangi bir maliyete yol açmamaktadır.
- Şirketin faiz ve vergiden önceki kâr sabittir.
- Şirketin faaliyet riski sabittir.

Bu yaklaşımların her birisi kendini, içerisinde kurduğu varsayımlarla doğrulamaktadır. Bir yaklaşım, firmanın sermaye yapısında borçların payının artmasıyla, firma değerinin etkileneceğini ispat ederken, bir diğeri de firma değerinin hiç etkileneceğini göstermektedir. Diğer bir yaklaşım da firma değerinin belirli bir borç düzeyine kadar artacağını daha fazla borçlanma ile değer azalacağını anlatmaktadır.<sup>123</sup>

#### **2.3.1.2.1. Net Gelir Yaklaşımı (Net Income Approach)**

Net gelir yaklaşımı, bir firmanın değerlendirilmesinde, değerinin saptanmasında kaldıraç faktörünün etkisini en aşırı biçimde dikkate alan yaklaşım olarak nitelendirilebilir. Gerçekten söz konusu yaklaşıma göre, bir firma sermaye yapısını (kaldıraç faktörünün derecesini) değiştirmek yoluyla, piyasa değerini yükseltmek, sermaye maliyetini düşürmek olanağına sahiptir.<sup>124</sup> Borcun ve öz sermayenin maliyetlerinin sermaye yapısından etkilenmediği ve sürekli sabit kaldığı kabul edilmektedir. Ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti ( $k_a$ ) ise, borç düzeyinin artmasına bağlı olarak azalmaktadır. Ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti ( $k_a$ ), sıfır borç düzeyinde öz sermaye maliyeti olan  $k_e$ ' ye, borç

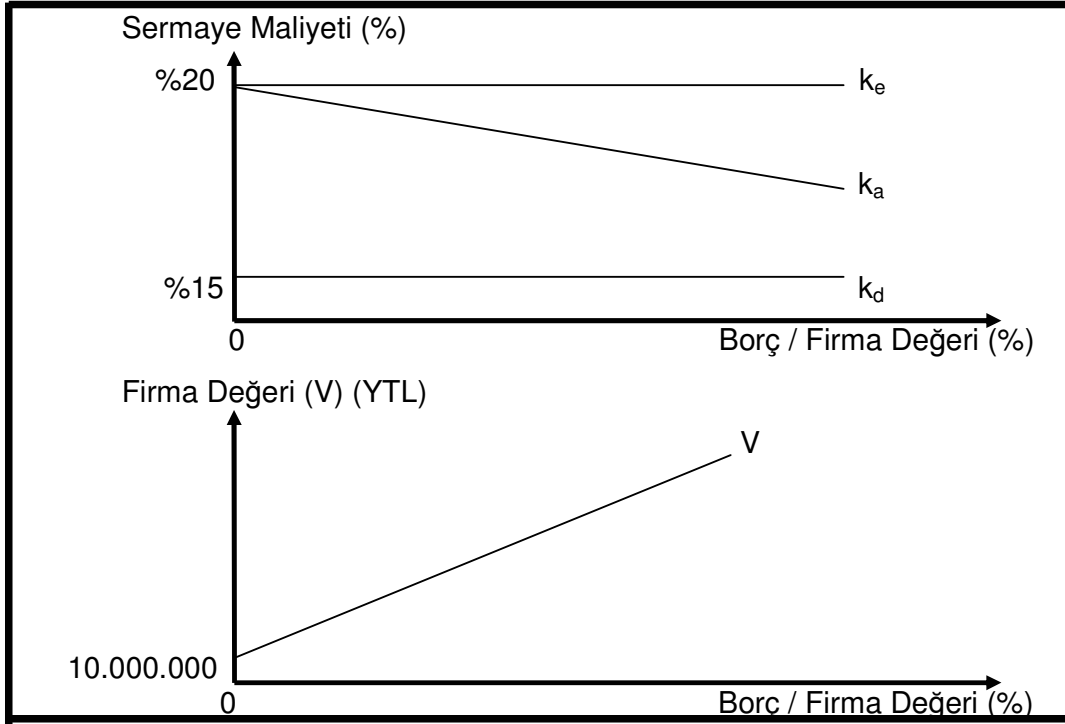
---

<sup>122</sup>CHAMBERS. a.g.e., s. 124; BERK. a.g.e., s. 298

<sup>123</sup>ERCAN; BAN. a.g.e., s. 228

<sup>124</sup>AKGÜÇ. a.g.e., s. 485

düzeyinin % 100 olduğu durumda da borcun maliyeti  $k_d$ ' ye eşit olmaktadır.<sup>125</sup>  
Bu durum şekil 2.4'de görülmektedir.



Şekil 2.4: Net Gelir Yaklaşımına Göre Sermaye Maliyeti ve Firma Değeri

Bir firmanın borçlarının ortalama maliyeti  $k_d = \% 15$ , öz sermayeden beklenen minimum getiri oranı  $k_e = \% 20$  ve firmanın faiz ve vergi öncesi kâr düzeyi 2.000.000 YTL olsun. Firmanın borçları 3.000.000 YTL ise;

Bu durumda;

FVÖK	2.000.000 YTL
Faiz	(450.000)YTL
<b>VÖK</b>	<b>1.550.000 YTL</b>

Öz sermayeden beklenen getiri oranı % 20 olduğundan % 20' si

1.550.000 YTL olan tutar firmanın öz sermayesi olacaktır.

$$\text{Öz sermaye Tutarı}(S) = \frac{1.550.000}{0,20} = 7.750.000 \text{ YTL' dir.}$$

Firmanın Değeri (Z) = Toplam Borç (B) + Toplam Öz Sermaye (S)

$$Z = 3.000.000 + 7.750.000$$

$$Z = 10.750.000 \text{ YTL olmaktadır.}$$

<sup>125</sup> ERCAN; BAN. a.g.e., s. 228

Firmanın ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti ( $k_a$ ) aşağıdaki gibi hesaplanabilir.

$$k_a = \frac{FVÖK}{Z} \quad k_a = \frac{2.000.000}{10.750.000} = \% 18,6 \text{ olarak bulunmaktadır.}$$

Firmanın 3.100.000 YTL borç alarak bu parayı sermaye azaltımında kullanacağı kabul edildiğinde ve firmanın mevcut durumda 5.000 adet hisse senedi bulunduğu da varsayıldığında her bir hisse senedinin piyasa değeri;

$$= \frac{7.750.000}{5.000} = 1.550 \text{ YTL olmaktadır.}$$

Firma 3.100.000 YTL ile  $3.100.000 / 1.550 \text{ YTL} = 2.000$  adet hisse senedi satın alabilecektir. Firmanın hisse senedi sayısı 3.000 adet kalacaktır.

FVÖK	2.000.000 YTL
Faiz	(915.000) YTL
VÖK	1.085.000 YTL

Öz sermayeden beklenen getiri % 20 olduğundan,

$$\text{Öz Sermaye Tutarı (S)} = \frac{1.085.000}{0,20} = 5.425.000 \text{ YTL bulunacaktır.}$$

Dolayısıyla firmanın toplam değeri;

$$Z = 6.100.000 + 5.425.000$$

$$Z = 11.525.000 \text{ YTL olmaktadır.}$$

Firmanın ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti ( $k_a$ );

FVÖK	2.000.000 YTL
Faiz	(915.000) YTL
VÖK	1.085.000 YTL

$$k_a = \frac{FVÖK}{Z} \quad k_a = \frac{2.000.000}{11.525.000} = \%17,3 \text{ olarak bulunmaktadır.}$$

Görüüleceği gibi bu yaklaşımda firmanın değeri içerisinde borcun payının artması ile ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti azalmakta, dolayısıyla firmanın değeri artmaktadır. Yeni durumda firmanın hisse senedi fiyatı da  $5.425.000 \text{ YTL} / 3.000 \text{ Adet} = 1.808 \text{ YTL}$ ' ye çıkmaktadır. Net gelir yaklaşımına göre, firmanın

değeri, sermaye yapısının tamamı borç olduğu zaman maksimuma ulaşmaktadır.

### 2.3.1.2.2. Net Faaliyet Geliri Yaklaşımı (Net Operating Income Approach)

Net faaliyet geliri (net operating income approach) yaklaşımı, firmanın toplam sermaye maliyetinin, borçların ve dolaşımdaki pay senetlerinin, kullanılan kaldıraç oranından bağımsız olduğunu kabul etmektedir.<sup>126</sup> Bir diğer ifadeyle, daha ucuz maliyetle sağlanacak olan borç miktarını artırmakla sermayenin ortalama maliyeti düşürülemez. Zira, borcun maliyetinin düşük olmasından sağlanacak yarar, borç miktarının artırılmasından kaynaklanan risk yüzünden kapitalizasyon oranındaki (öz kaynağın maliyeti) artışla ortadan kalkacaktır.

Aynı şekilde kaldıraç derecesi yükselmekle firmanın piyasa değerinde bir artış olmaz. Dolayısıyla sermaye yapısının ortalama sermaye maliyeti ve piyasa değeri üzerinde etkisi yoktur. Fakat borç arttıkça öz sermayenin kârlılığı yükselir. Çünkü işletme riskli hale geldiğine göre daha yüksek oranda kâr dağıtması söz konusudur. Yani, bu yaklaşımda Borç/Sermaye oranı arttıkça potansiyel hissedarlar nazarında işletmenin riski artar. Bu ise kapitalizasyon oranının diğer bir ifade ile hissedarların kârının artmasına sebep olur.

Böylece finansal kaldıraç aracılığı ile ortalama sermaye maliyeti ve hisse senedinin piyasa değeri değiştirilemeyeceğinden optimal sermaye yapısından söz edilemez. Aslında firma için tek optimal sermaye yapısı olmayıp tüm sermaye yapıları bir anlamda optimaldir.<sup>127</sup> Bu yaklaşımda temel nokta, firmanın sermaye bileşeni ne olursa olsun firmanın değerinin sabit kalacağı ifade edilmektedir.<sup>128</sup> Bu durum şekil 2.5'te görülmektedir.

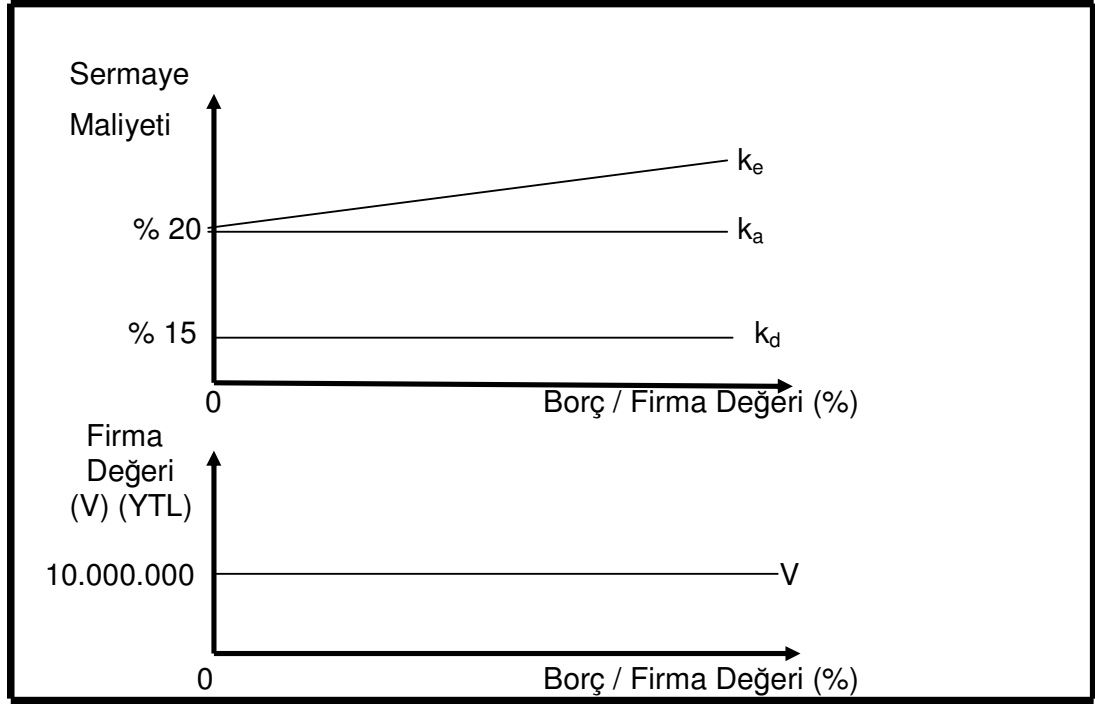
Net faaliyet geliri yaklaşımında borcun maliyeti ( $k_d$ )'nin ve ağırlıklı ortalama maliyeti ( $k_a$ )'nin değişmediği, sermaye yapısı içerisinde borcun artmasına bağlı olarak ( $k_e$ )'nin yükseldiği görülmektedir.

---

<sup>126</sup> BERK. a.g.e., s. 299

<sup>127</sup> ERDOĞAN. a.g.e., s. 212

<sup>128</sup> ERCAN; BAN. a.g.e., s. 231



Şekil 2.5: Net Faaliyet Geliri Yaklaşımına Göre Sermaye Maliyeti ve Firma Değeri

Net gelir yaklaşımının incelendiği örnek üzerinde net faaliyet geliri yaklaşımı uygulanırsa, ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti % 20 ve sabit olduğundan firmanın değeri de aşağıda görüldüğü gibi sürekli olarak 10.000.000 YTL olmaktadır.

$$k_a = \frac{FVÖK}{Z} \text{ ifadesinde } 0,20 = \frac{2.000.000}{Z} \text{ dolayısıyla bu formülden de,}$$

$$Z = 2.000.000/0.20 = 10.000.000 \text{ YTL olacaktır.}$$

Mevcut durumda firmanın 3.000.000 YTL borcu olduğundan, firmanın öz sermayesi;

$$Z = 10.000.000 \text{ YTL}$$

$$B = 3.000.000 \text{ YTL}$$

$$S = 7.000.000 \text{ YTL olarak bulunmaktadır.}$$

$$\text{Burada firmanın öz sermayesinin maliyeti olan } k_e = \frac{1.550.000}{7.000.000} = \% 22.1$$

olmaktadır. Firmanın bu yaklaşıma göre her bir hisse senedinin piyasa değeri;

$7.000.000 / 5.000 \text{ adet} = 1.400 \text{ YTL}' \text{ dir. Firma } 3.100.000 \text{ YTL borçla;}$

$$\frac{3.100.000}{1.400} = 2.214 \text{ adet hisse senedini geri satın alabilecektir.}$$

Sermaye azaltımından sonra geriye  $5.000 - 2.214 = 2.786$  adet hisse senedi kalmaktadır. Firma 3.100.000 YTL borç aldığında;

FVÖK	2.000.000 YTL
Faiz	(915.000) YTL
VÖK	1.085.000 YTL

olmaktadır.

Firmanın yeni sermaye yapısı da;

$$Z = 10.000.000 \text{ YTL}$$

$$B = -6.100.000 \text{ YTL}$$

$$S = 3.900.000 \text{ YTL olmaktadır.}$$

Firmanın öz sermaye maliyeti  $k_e = \frac{1.085.000}{3.900.000} = 27.8$  olacaktır.

Firmanın yeni durumda hisse senedi fiyatı da değişmemekte,

$$\frac{3.900.000}{2.786} = 1.400 \text{ YTL olarak sabit kalmaktadır.}$$

Net faaliyet geliri yaklaşımına göre firmanın sermaye yapısının firma değerine hiçbir etkisi bulunmamaktadır. Firma için tüm sermaye yapıları da aynı olmaktadır.<sup>129</sup>

### 2.3.1.2.3. Geleneksel Yaklaşım (Traditional Approach)

Sermaye sunucularının gerçek davranışlarının üzerine kurulan geleneksel yaklaşım, net faaliyet geliri yaklaşım ve net gelir yaklaşımı arasında yer almaktadır.<sup>130</sup> Yine bu yaklaşımda, firmanın sermaye yapısı içerisinde borcun artması belli bir noktaya kadar firmanın değerini artırmaktadır.

Bu noktadan itibaren borç düzeyinin artması ile firmanın değeri azalmaktadır. Firma değerinin en yüksek dolayısıyla  $k_a$ 'nın en düşük olduğu

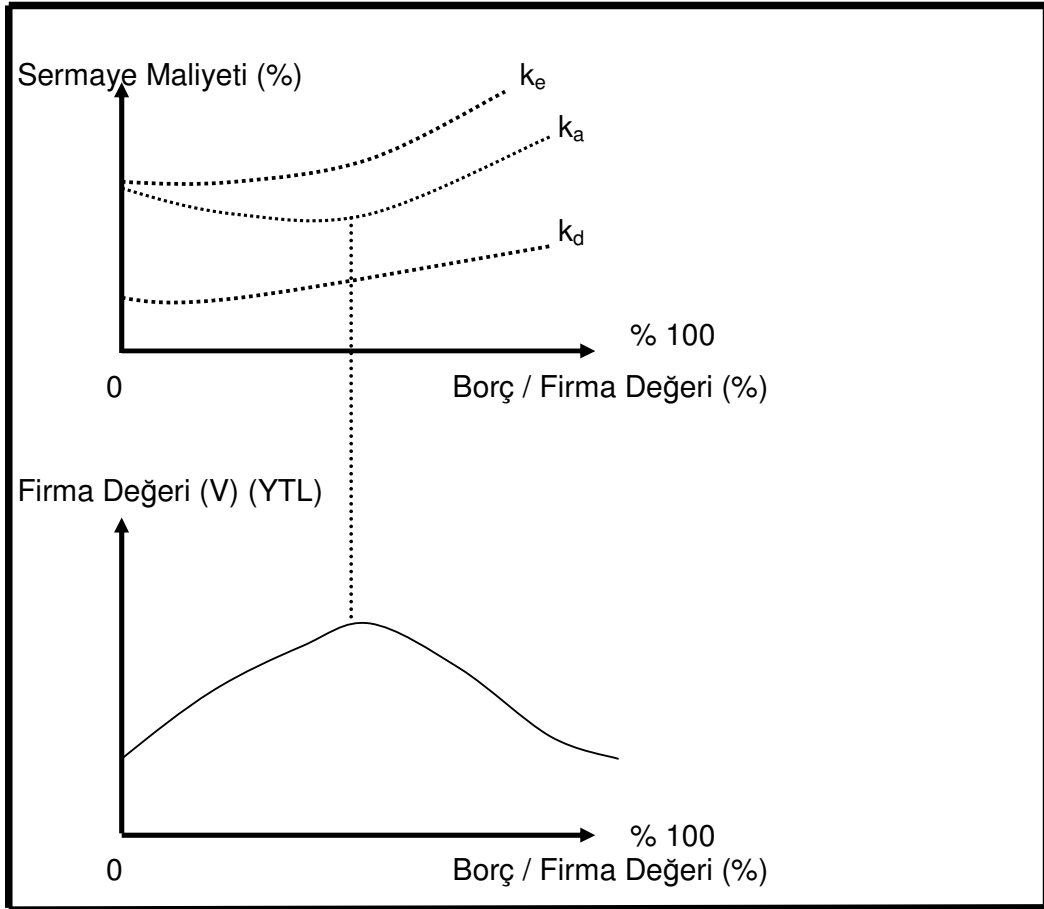
<sup>129</sup> ERCAN; BAN. a.g.e., s. 231-233

<sup>130</sup> BERK. a.g.e., s. 301

sermaye yapısı **firmanın optimum sermaye düzeyi** olarak adlandırılmaktadır.<sup>131</sup> Bu durum şekil 2.6'da görülmektedir.

Geleneksel yaklaşımda firmanın ortakları sermaye yapısı içerisinde borç düzeyinin artması ile beklentilerini, dolayısıyla firmanın öz sermaye maliyetini yükseltmektedir. Aynı şekilde firmaya kredi sağlayanlar da firmanın borç düzeyinin yükselmesine bağlı olarak firmayı daha riskli görmekte ve kredi maliyetlerini yükseltmektedir.

Yukarıdaki grafikten de görüldüğü gibi **ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti**  $k_a$  önce azalmakta ve daha sonra artmaktadır.  $k_a$ 'nın artmasındaki neden firmaya borç verenler ile öz sermaye sahiplerinin beklentilerinin artmasından dolayı  $k_d$  ve  $k_e$ 'nin yükselmesidir.



Şekil 2.6: Geleneksel Yaklaşıma Göre Sermaye Maliyeti ve Firma Değeri

<sup>131</sup> ERCAN; BAN. a.g.e., s. 233



Daha önce ele alınan örnekte firma 3.000.000 YTL borç düzeyinde iken % 20 öz sermaye kazancı ile yetinen hissedarlar ve % 15 faizle yetinen kredi verenler; firmanın 3.100.000 YTL borçlanmaya gitmesi ile hissedarlar beklentilerini % 24' e, borç verenler de ortalama faizlerini % 18' e çıkârmıştır. 3.000.000 YTL borç düzeyindeyken;

FVÖK	2.000.000 YTL
Faiz	(450.000) YTL
VÖK	1.550.000 YTL

$$\text{Öz sermaye tutarı (S)} = \frac{1.550.000}{\%20} = 7.750.000 \text{ YTL buradan da firmanın}$$

toplam değeri;

$$Z = 3.000.000 + 7.750.000$$

Z = 10.750.000 YTL olarak daha önce hesaplanmış ve bu durumda firmanın ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti de;

$$k_a = \frac{2.000.000}{10.750.000} = \%18,6 \text{ olarak bulunmuştur.}$$

Geleneksel yaklaşımdaki yeni verilere göre firmanın;

FVÖK	2.000.000 YTL
Faiz	(1.098.000) YTL
VÖK	902.000 YTL

$$\text{Öz sermaye tutarı (S)} = \frac{902.000}{\%24} = 3.758.000 \text{ YTL. Firmanın değeri;}$$

$$Z = 6.100.000 + 3.758.000$$

$$Z = 9.858.000 \text{ YTL olmaktadır.}$$

Bu yeni durumda firmanın ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti;

$$k_a = \frac{2.000.000}{9.858.000} = \% 20.3 \text{ olmaktadır.}$$

Firmanın yeni durumda hisse senetlerinin fiyatı da,  
3.758.000 YTL / 3.000 Adet = 1.253 YTL olmaktadır.

#### 2.3.1.2.4. Modigliani - Miller Yaklaşımı

Sermaye yapısı ile sermaye maliyeti arasındaki ilişki konusunda Modigliani–Miller yaklaşımı yukârıda açıklanan “Net Faaliyet Geliri Yaklaşımı”

ile aynıdır. Başka bir ifadeyle Modigliani–Miller, sermaye yapısı ile sermaye maliyeti arasındaki ilişki konusunda “Net Faaliyet Geliri” yaklaşımını savunurlar. Anılan yazarlara göre, bir firmanın sermaye yapısı, sermaye maliyetini etkilemez; finansal kaldıraç derecesi ne olursa olsun firmanın sermaye maliyeti değişmez. Modigliani–Miller, sermaye maliyeti konusunda geleneksel yaklaşıma kârşısı, yukârıda özetlenen görüşü savunurken, bazı temel varsayımlara dayanmaktadırlar.<sup>132</sup> Bu varsayımlar şöyle sıralanabilir;<sup>133</sup>

- Sermaye piyasaları gelişmiştir. Bilgi, bütün yatırımcılar için maliyetsiz ve hazırdır. Hiçbir işlem maliyeti yoktur ve bütün menkul kıymetler sayısız parçalara bölünmektedir.
- Firmalar eş risk kategorileri itibariyle sınıflandırılabilir. Her eş risk kategorisine giren firmalar, aynı iş riski derecesine sahiptir.
- Gelecek dönemlerde elde edileceği tahmin edilen faaliyet gelirlerinin olasılık dağılımı için beklenen değerler, cari faaliyet gelirlerinin olasılık dağılımı ile aynıdır.
- Gelir üzerinden ödenen vergiler mevcut değildir (bu varsayım daha sonra kaldırılmıştır).

*Bu varsayımlardan yola çıkan yazarlar şu önerilerde bulunmaktadırlar;*<sup>134</sup>

- Bir firmanın sermaye maliyeti ve piyasa değeri, onun sermaye yapısından tamamıyla bağımsızdır. Bir firmanın piyasa değeri, o firmanın sağlayacağı net nakit girişlerinin söz konusu firmanın girdiği risk grubuna uygun olarak tespit edilmiş iskontosuyla bulunacak bugünkü değeri olmaktadır.
- Bir firmanın finansman bileşimini değiştirmesi, örneğin borçlanması nedeniyle, finansman riski arttığı zaman öz sermaye maliyeti de artar. Çünkü borçlanma ile finansman riski artan bir firmanın ortakları, kendi gelirlerini artan finansman riskinden korumak için daha yüksek bir kâr payı beklemeye başlarlar. Borçlanma her ne kadar ucuz yabancı kaynak

---

<sup>132</sup> AKGÜÇ. a.g.e., s. 497

<sup>133</sup> VAN HORNE, James C. **Financial Management and Policy**, Twelfth Edition, Prentice Hall upper Saddle River, New Jersey, USA 2002, s. 257-258; AKGÜÇ. a.g.e., s. 497

<sup>134</sup> TÜRKO. a.g.e., s. 505-506

sađlıyorsa da, ortalama sermaye maliyeti üzerine olabilecek dūřūrücü etkisi, öz sermaye maliyetinin ortadan kalkâr.

- Yatırım kârının alınmasında kullanılacak iskonto oranı, yani yatırım kârırları için öngörülen minimum kârlılık oranı, yatırımın finansman şeklinden tamamen bağımsızdır.

Modigliani – Miller, firma borçlarının maliyetinin borç yapısına bağılı olarak artmayacağını söylemektedir. Başka bir ifade ile firmaya kredi verenler, firmanın sermaye yapısının borcun lehine artması durumunda faiz oranlarını artırmayacaktır.

Özetlersek Modigliani-Miller'e göre, aynı risk kategorisine giren, net faaliyet kârırları eşit olan firmaların piyasa değerleri de birbirine eşittir. Bir firma sermaye yapısını, kaynak bileşimini değıştirerek aynı risk kategorisine giren aynı net faaliyet kârına sahip başka bir firmaya kıyasla piyasa değerini yükseltmez. Anılan yazarların özetlenmeye çalışılan görüşleri, sermaye piyasasında arbitraj yapılması (fiyat farklılığından yararlanma) olanağına dayanmaktadır. Daha açık bir ifadeyle, yatırımcıların, portföylerinde bulunan hisse senetlerini satarak, yerlerine kendi açılardan daha avantajlı hisse senetlerini alma olanağı, net faaliyet geliri eşit, aynı risk kategorisine giren firmaların piyasa değerlerinin birbirinden farklı olmasını önler.<sup>135</sup>

---

<sup>135</sup> AKGÜÇ. a.g.e., s. 498

# ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

## KÂR PAYI DAĞITIM POLİTİKASININ FİRMA DEĞERİ AÇISINDAN İNCELENMESİ

### 3.1 KÂR PAYI DAĞITIM POLİTİKASININ FİRMA DEĞERİ ÜZERİNE OLAN ETKİLERİNİN BELİRLENMESİNE YÖNELİK ÇALIŞMALAR

Şirketlerin kâr dağıtım politikası, 21. yüzyılın ekonomistlerinin ilgisini çekmiş ve 50 yıldan daha uzun bir süredir yoğun teorik modelleme ve deneysel araştırmaların konusu olmuştur.<sup>136</sup> Kâr dağıtım politikasının firma değeri üzerine etkileri ve önemi üzerine birçok çalışma yapılmıştır. Bu konuda bazı yazarlar, kâr dağıtım politikasının şirketin firma değerinin üzerine bir etki yapmayacağını, bazı yazarlar ise kâr dağıtım politikasının şirketin firma değeri üzerine bir etki yapacağını araştırmalarıyla savunmuşlardır. Kâr dağıtım politikası finans literatüründe önde gelen yerini hala korumaktadır. Ancak firmaların neden, kazançlarının önemli bir kısmını kâr payı olarak dağıttıkları ya da yatırımcıların neden, kâr paylarına ilgi duyduklarını ilişkin tatmin edici bir açıklama yapılamamıştır. Bu durum finans literatüründe “kâr payı bulmacası” olarak bilinir ve birçok hipotez bu bulmacaya ışık tutmak için ortaya atılmıştır.<sup>137</sup> Lintner (1956), kâr payları üzerine klasik çalışmasını yöneticilerin istikrarlı bir kâr politikasını tercih ettiklerini ve sürdürülemeyecek bir düzeydeki kâr payı artışına isteksiz olduklarını ortaya çıkarmıştır.<sup>138</sup> Lintner, ABD yöneticilerinin kâr payı dağıtım kararlarını nasıl aldıkları üzerine yaptığı klasik çalışmasında, ilk olarak

---

<sup>136</sup> FRANKFURTER, George M; WOOD, Bob G. Jr, “Dividend Policy Theories And Their Empirical Test”, **International Review Of Financial Analysis**, Vol:11, 2002, s. 111

<sup>137</sup> ADAOĞLU, Cahit. “Instability İn The Dividend Policy Of The İstanbul Stock Exchange(İSE) Corporation: Evidence From An Emerging Market”, **Emerging Market Review**, Sayı:1, 2000, s. 253

<sup>138</sup> DOBSON, John; TAWARANGKOON W.; DUFRENE, Uric. “The Pricing of Dividend Consistency”, **Journal of Economics and Finance**, Vol: 20, Sayı:2, 1996, s. 47

şirket yöneticilerine kâr payı yüzdeleri ve kâr payı politikaları hakkında sorular sormuştur. Kâr payı dağıtım politikaları ile ilgisi olan 15 değişkeni tanımladıktan sonra, 28 gelişmiş endüstri firmasının kâr payı dağıtım kararlarından sorumlu yöneticileriyle yoğun görüşmeler yürütmüştür. Bir firmanın kâr payı dağıtım miktarının en önemli belirleyicisinin, firmanın hedef kâr payı oranıyla, faaliyet dışı olan bir ödeme oranıyla sonuçlanan şirket kazançlarındaki bir değişim olduğu sonucuna varmıştır.

Lintner, firmaların hedef kâr payı oranı doğrultusunda nakit kâr payı ödemesinde çarpıcı değişiklikler yapmaktansa, kâr payı oranında periyodik kısmi ayarlamalar yapma eğiliminde olduklarını açıklamıştır. Yöneticiler bunu yapmaktadır, çünkü hissedarların dalgalı bir kâr payındansa, istikrarlı bir kâr payını tercih ettiklerine inanmaktadırlar. Böylece yöneticiler, kısa vadedeki sık sık değişikliklerden kaçınmak için rutin (muntazam) kâr payı ödemesini istemektedirler.<sup>139</sup>

Miller ve Modigliani (1961), belirli varsayımlar altında, nakit kâr payı ödemesinin firmanın hisse senedi fiyatı üzerine hiçbir etkisinin olamayacağını göstermiştir. MM, firmanın yatırımının sabit olması durumunda, bütün olumlu net bugünkü değer projelerinin firmanın kâr payı dağıtım politikasını dikkate almadan finanslanabileceğini ileri sürmektedir. Sonuç olarak, firmanın gelecek serbest nakit akışının firmanın finansal politikasından bağımsız olduğunu ve bundan dolayı kâr payının, firmanın artık serbest nakit akımını oluşturduğunu ifade etmektedirler.<sup>140</sup>

Bazı yazarlar, bir firmanın kâr payı politikasının, firmanın adi hisse senetlerinin piyasadaki işlem sürecini etkileyeceğini ve kâr payı politikasının firmanın hisse senetlerinin riskliliğinin önemli bir göstergesi olduğunu açıklamaktadırlar.<sup>141</sup>

---

<sup>139</sup> BAKER, H. Kent; VEIT, E. Theodore; POWELL, Gary E. "Factors Influencing Dividend Policy Decisions of Nasdaq Firms", **The Financial Review**, Sayı: 38, 2001, s. 22

<sup>140</sup> AIVAIZIAN, Varouj; BOOTH, Laurence; CLEARY, Sean. "Dividend Policy and the Organization of Capital Markets", **Journal of Multinational Financial Management**, Sayı: 13, 2003, s. 102

<sup>141</sup> EDWARD, A. Dyl; HOFFMEISTER, Ronald. "A Note on Dividend Policy and Beta", **Journal of Business Finance and Accounting**, Cilt:13, Sayı: 1, 1986, s. 108

Omran ve Pointon (2004), yaptıkları çalışmada, gelişmiş piyasalarda (İngiltere örneği), dağıtılan kâr paylarının hisse senedi değerleri üzerine, dağıtılmamış kazançlardan daha güçlü bir etkiye sahip olduğunu vurgulamışlardır. Çalışmada belirgin olan görüş, Mısır’ da hisse senedi fiyatlarının belirlenmesinde daha güçlü olan değerlendirme, kâr payları ve elde tutmanın ikisine de bağımlı olacaktır. Ancak, kâr paylarının belirleyicileriyle de ilgilenmişlerdir. Aivaizian, Booth ve Clearly’ nin kâr payı artışı ve azalışı arasındaki ayrımı fark edememelerine rağmen, bir kârlılık ölçümü olarak çalışma sermayesi getirisini kullandıklarını belirtmişlerdir. Bununla beraber, gelişen piyasaların geniş bir kesimi için varlık toplamı ile kâr payı ve kârlılık oranı arasındaki olumlu bir ilişkiyi göstermişlerdir.<sup>142</sup>

Aharony ve Swary (1980), kâr payı ödemelerinin, firmanın gelecek kazançları hakkında yönetimin inanışları ile ilgili asimetrik bilgiyi bildiren piyasa göstergesi olarak hizmet edebildiğini ileri sürmüşlerdir.<sup>143</sup> Aharony ve Swary ABD’ de 1963-1976 yıllarını temel alarak 140 firma üzerinde yaptıkları çalışmada, kâr payı dağıtımlarının ilan edileceği tarihlerde, hisse senedini etkilemesi muhtemel diğer değişkenler kontrol altına alındıktan sonra, firmalar iki grup olarak sınıflandırılmıştır. Birinci grup, kâr payının azalacağını, ikinci grup kâr payının artacağını ilan eden firmalardan oluşmuştur. Birinci grubun hisse senetlerinin değeri, duyurunun yapılmasından önceki tarihlerde ve duyuru tarihinde önemli ölçüde düşerken, diğer grubun hisse senetlerinin değeri yükselmiştir.<sup>144</sup>

Alex Kane, Young Ki Lee and Alan Marcus’un çalışmaları, normal üstü hisse senedi getirileri, yatırımcıların gelir ve kâr payı ilanlarına verdikleri tepkiyi değerlendirmek için incelenmiş ve aralarında istatistiksel açıdan önemli etkiler saptanmıştır. Çalışmada, 1979-81 yıllarını kapsayan 352 adet dönemlik

---

<sup>142</sup> OMRAN, Mohammed; POINTON, John. “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. 123

<sup>143</sup> WANG, Ko; ERICKSON, John; GAU, George W. “ Dividend policies and Dividend Announcement Effects for Real Estate Investment Trusts”, **Journal of the American Real Estate and Urban Economics Association**, Vol:21, No:2, 1993, s. 187

<sup>144</sup> BELKAYALI, a.g.e., s. 76-77

gelir ve kâr payı ilanları değerlendirilmiştir. Yatırımcılar, gelirler beklentilerin altında veya üstünde olduğunda, beklenmeyen kâr payı artış veya azalışlarına daha fazla güvenmektedirler. Bu çalışmada gelir ve kâr payı ilanlarının hisse senedi fiyatları üzerindeki ortak etkisi ayrı ayrı incelenmiştir.<sup>145</sup>

Frédéric Romon'un çalışmasında ise, kâr payı ilan günlerinde şirketin kâr payı dağıtım seviyesine (düşük, orta ya da yüksek) bağlı olarak, kümülatif normal üstü getirilerde farklılık olduğu tespit edilmiştir. Benzer şekilde, kâr payı dağıtım ilanının bilgi etkisi, şirketin kâr payı dağıtım seviyesine bağlı olarak farklılık göstermektedir.<sup>146</sup>

Balasingham Balachandran'ın çalışmasında, 3 yıl boyunca hiç kâr payı indirimine gitmemiş İngiliz firmaların kâr payı indirimine gittiklerinde hisse senetlerinin kısa vadeli fiyat hareketleri incelenmiştir. 1986-1993 yılları için, finansal olmayan firmaların ara ve son dönem hisse başına kâr payıleri incelenmiştir. Ara kâr payı<sup>147</sup> indirimlerine fiyat tepkilerinin, negatif olduğu tespit edilmiştir. Piyasa son kâr payı indirim ilanı döneminde negatif tepki verse de, ilandan bir ay sonra tekrar eski seviyesine dönmektedir. Kâr payı indirimlerine fiyat tepkilerinin büyüklüğünün, kâr payı indirim büyüklüğüyle ilişkili olduğu tespit edilmiştir. Ara kâr payı indirimlerinin, gelecek dönem için gelir değişimleri hakkında, bilgi aktardığı tespit edilmiştir. Bu bilgi içeriği son kâr payı indirimleri için tespit edilememiştir. Fakat tek veri olarak kabul edilirse, son kâr payı indiriminin de bilgi içeriği vardır.<sup>148</sup>

Irwin Friend-Marshall Puckett ABD' de faaliyette bulunan şirketler üzerinde yaptıkları incelemede, durgun endüstri kollarında dağıtılan kâr

---

<sup>145</sup> KANE, Alex; LEE, Young Ki; MARCUS Alan. "Earnings and Dividend Announcements: is There a Coroboration Effect?", **The Journal of Finance**, Vol:39, No:4, 1984, s. 1091-1092

<sup>146</sup> ROMON, Frederic. "Contribution of dividend Policy Stability to Measurement of Dividend Announcement and ex-dividend Effects on the French Market", **Maitre de Conférences a l'I.A.E. de Valenciennes**, Université de Valenciennes LARIME, Fransa, 1995, s. 1-15

<sup>147</sup> **Ara Temettü:** Amerika'da temettüler iki seferde ödenmektedir. İlk ödeme yılın ortasında ödendiği için ara ödeme adı verilmektedir. İkinci ve son ödeme yıl sonunda yapılmaktadır. Ara temettü ödemeleri son ödemelerden daha az yapılmaktadır. Ara temettüler yıllık finansal sonuçlardan önce, son temettüler ise yıllık raporlardan sonra ilan edilmektedir.

<sup>148</sup> BALACHANDRAN, Balasingham. "Dividend Redustions and Interim Effect: UK Evidence", **School of Accounting and Commercial Law** Victoria University of Wellington, New Zealand, 1998

paylarının, hisse senedi değeri üzerinde etkili olmakla beraber; bu etkinin kuvvetli olmadığı sonucuna varmışlardır. Buna karşılık, gelişen endüstri kollarında faaliyette bulunan şirketlerin, hisse senetlerinin değeri üzerinde dağıtılmayan kârların etkisinin daha yüksek olduğunu saptamışlardır. David Dusand, 1950' li yıllarda yine ABD' deki şirketler üzerinde yaptığı araştırmada, kâr paylarının, pay senetlerinin fiyatları üzerinde etkili olduğu sonucuna varmıştır. G. R. Fischer, İngiltere' deki bira, elektrik, eşya, yünlü dokuma alt sektörlerinin ve süpermarketlerinin hisse senetleri üzerinde 1949-1957 dönemine ilişkin olarak yaptığı araştırmada, dağıtılan kâr paylarının, hisse senetleri fiyatları üzerinde dağıtılmayan kârlardan daha etkili olduğunu göstermiştir.<sup>149</sup>

### **3.2. KÂR PAYI DAĞITIM POLİTİKASININ FİRMA DEĞERİ ÜZERİNE ETKİSİNE YÖNELİK GELİŞTİRİLEN MODELLER**

Gelişmiş bir sermaye piyasasında kâr payı politikasının firma değeri üzerindeki etkisi ile ilgili başlıca iki ekol bulunmaktadır. Birinci ve daha eski olan ekolün kurucusu Myron Gordon, bugün dahi finansal teorici ve uygulayıcılar tarafından geniş ölçüde benimsenmektedir. Bu ekolün görüşüne göre gerek gelecek hakkındaki belirsizlik, gerekse yatırımcıların riskten kaçınmaları, bir hissenin fiyatının ve dolayısıyla o hissenin ait olduğu firmanın değerinin, takip edilen kâr payı politikasına bağlı kalmasına sebep olur. Bunun aksi olan görüş ise, Modigliani ve Miller tarafından savunulmaktadır. Buna göre, firmanın yatırım politikası bilinirse, hisselerin fiyatı, takip edilen kâr payı politikasından bağımsızdır.<sup>150</sup> Teorilerin bir çoğu bir firmanın optimal kâr dağıtım politikasını belirlemek için hangi faktörlerin birbirleriyle ilişki kuracağını açıklamak için ileri sürülmüştür.<sup>151</sup>

---

<sup>149</sup> AKGÜÇ, a.g.e., s. 887

<sup>150</sup> BELKAYALI, a.g.e., s. 61

<sup>151</sup> BRIGHAM, F. Eugene; GAPENSKİ, C. Louis; EHRNARDT, C. Michael. **Financial Management Theory and Practice**, Ninth Edition, USA 1999, s. 17/2



Kâr dağıtım politikasının şirket değeri üzerine etkilerine yönelik oluşturulan farklı yaklaşımlar bulunmaktadır. Bu yaklaşımlar dayandıkları esaslar ile birlikte aşağıda verilmiştir. Özellikle finans literatüründe, kâr dağıtım politikasının firma değerine etkisi konusunda birçok araştırma olmasına rağmen geçerliliğini koruyan üç temel görüş bulunmaktadır.

Bunlardan birincisi ve ilk görüş, Myron Gordon ve John Lintner tarafından ortaya atılan, “kâr dağıtım politikasının firma değeri üzerine etkisinin olduğunu” belirten görüştür. İkincisi ise, Merton Miller ve Franco Modigliani tarafında ortaya atılan, “kâr dağıtım politikasının firma değerine etkisinin olmadığı” görüşüdür. Üçüncüsü Litzenberger-Ramaswamy tarafından ortaya atılan “vergi tercih teorisi”dir.

### **3.2.1. Merton Miller ve Franco Modigliani Modeli**

Bu model, “**Kâr payı ilişkisizlik teorisi**” olarak da bilinmektedir. Merton Miller ve Franco Modiglianinin çalışmaları (MM), firmanın kâr dağıtım politikasının, firmanın hisse senetlerinin pazar fiyatını ve sermaye maliyetini etkilemediğini savundukları ve kâr payı politikasıyla ilgili oluşturulmuş ilk teorik çalışmadır. İkiliye göre, kâr payı dağıtımı bir detay olup, hisse senetlerinin değeri firmanın kâr payı dağıtım kararından bağımsızdır. Hisse senedinin değerini belirleyen en önemli değer firmanın kazanç gücü ve buna bağlı olarak yatırım ve finanslama kararlarının isabetlilik derecesidir.

Bu ikiliye göre, dağıtılacak kâr payı oranında ortaya çıkacak ek finansman ihtiyacının karşılanması için yeni kaynak bulunması gerekecek ve bu ihtiyacın borç veya öz sermaye ile karşılanması halinde firmanın, dağıtılan kâr payının etkisi ile yükselen piyasa değeri, önceki değerine dönüşecektir.<sup>152</sup> Miller ve Modigliani bu görüşlerini kusursuz sermaye piyasaları, rasyonel davranışlar

---

<sup>152</sup> ENHOŞ, Y. Bora. “Temettülerin Hisse Senedi Fiyatları Üzerine Etkisi ve İMKB’ sında Bir Uygulama”, Gazi Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Muhasebe-Finansman Bilim Dalı Master Tezi, Ankara 1991, s. 71

ve belirlilik şartının varlığında ispata çalışmışlar ve varsayımlarını şu şekilde ortaya koymuşlardır;<sup>153</sup>

- Kusursuz sermaye piyasalarında bütün alıcı ya da satıcılar menkul kıymetin cari fiyatı ve niteliği ile ilgili diğer bilgilere eksiksiz ve masrafsız olarak ulaşabilirler. Gerek dağıtılmış ve dağıtılmamış kârlar arasında, gerekse kâr payı veya sermaye kazançları arasında bir vergi farklılığı yoktur.
- Yatırımcılar her zaman daha fazla serveti az bir servete tercih ederler ve elde ettikleri kıymet artışını nakit ya da ellerindeki hisse senetlerinin pazar değerindeki artış olarak almaları konusunda kayıtsızdırlar.
- Belirlilik ise, yatırımcıların büyük bir kısmının gelecekteki yatırım programları ve bütün şirketlerin gelecekteki kârlılıkları hakkında tam bir güven ortamını ifade eder.

Bu varsayımlar altında hisse senetlerinin değerlemesinin yukarıdaki temel prensiplere göre yapılacağını ileri süren MM ikilisi, verilen zaman içerisinde her bir payın kârlılık oranının sabit olacağını ve firmaların benzer risk kümelerinde toplanabilmekte olup kümeye giren firmaların değerlemede kullanabilecekleri kapitalizasyon oranının da aynı olacağını ifade etmektedir. MM ikilisi bu eşitlikten yararlanarak firmanın değerinin kâr payı dağıtımından bağımsız olduğu sonucuna varmaktadır.

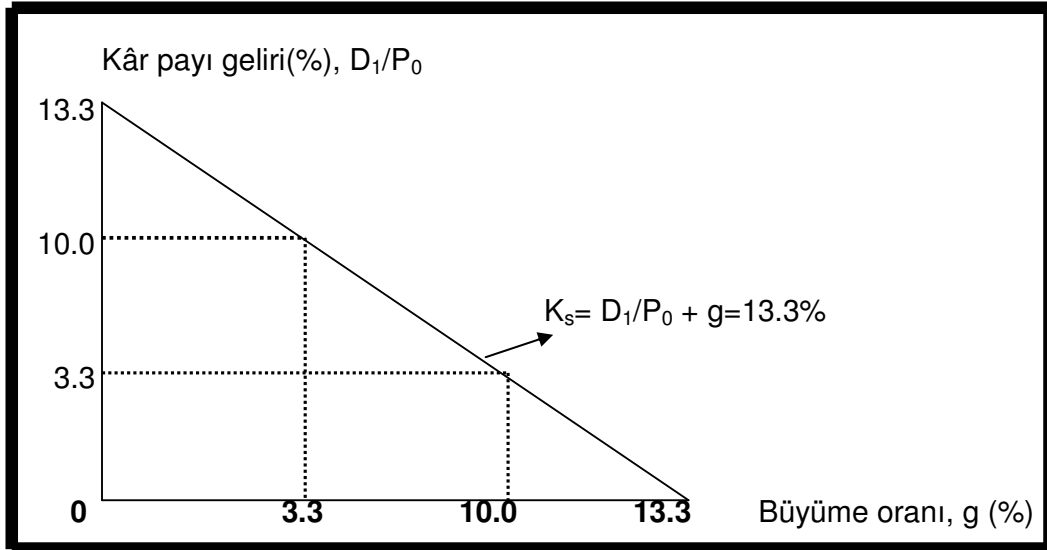
MM ikilisi yukarıdaki açıklamalarında kâr payı ödemediği dolayısıyla ortaya çıkan ek finansman ihtiyacının yeni hisse senedi çıkarılması yoluyla karşılandığını ve dağıtılan kâr payı ile pay senedinin değerinde meydana gelen artışın, çıkarılan yeni payların etkisi ile eski seviyesine döndüğünü ispatlamaktadır. Yatırımların ve borç / öz kaynak oranının değişmediği bir ortamda, ödenecek bir birim kâr payı için, bir birimlik ihraç gerekmektedir.

---

<sup>153</sup> MILLER, H. Metron; MODIGLIANI, Franco. "Dividend Policy, Growth, and the Valuation of Shares", **The Journal of Business**, Vol:34, No:4, 1961, s. 412

Bunun sonucunda şirketin hisse senedi sayısı fazlaşmakta ve eski yatırımcıların ellerinde bulunan hisse senetlerinin değeri de aynı tutarda azalmaktadır. Ancak, eski yatırımcıların ellerindeki hisse senedi değerine, elde ettikleri kâr payı tutarı eklendiğinde, ellerinde bulunan şirket hisse senetleri açısından herhangi bir değer kaybı yaşanmamaktadır. Bunun sonucunda da, yatırımcıların refah düzeyi değişmemektedir.<sup>154</sup>

MM' ye göre şirket değerini belirleyen unsur, işletmenin kazanç gücü ve risk sınıfıdır. Dolayısıyla şirket değeri yalnızca yatırım politikasına bağlıdır.<sup>155</sup> Kâr payı dağıtımının yatırımcılar açısından tarafsız olduğunu ispatlayan MM modeli şekil 3.2' de görülmektedir;<sup>156</sup>



Şekil 3.1: MM Modeli

Yukarıdaki varsayımlara bakıldığında, hisse senetlerinin fiyatları, verimleri birbirine eşit kılacak bir şekilde oluşur. Şekilde gösterilen  $D_1$  kâr payı dağıtımı (birinci dönemde),  $g$  büyüme hızı,  $k_s$  hisse senedi verimini ifade etmektedir.  $k_s = D_1/P_0 + g = 13.3$  noktasında sabit olup, sermaye kazancının büyümesi ve kâr payı geliri arasında farksızdır. Yani yatırımcılar ikisinden birine veya her ikisine yatırım yaptıklarında toplam verim aynıdır. Bir başka deyişle kâr

<sup>154</sup> BEN-HORIM, Moshe. **Essentials of Corporate Finance**. Allyn and Bacon Inc. Boston, 1987., s. 342

<sup>155</sup> WESTON, J. Fred; EUGENE, F. Brigham. **Essential of Management Finance**, Ninth edition 1990., s. 736

<sup>156</sup> WESTON; EUGENE. **a.g.e.**, s. 736

payının şirkette tutulması ile dağıtılması arasında fark yoktur. Mesela; % 3.3 oranında kâr payı dağıtıldığında ve % 10 oranında da şirkette bırakılan kâr payı değer kazanarak toplam verim 13.3 olur veya bunun tam tersi olacaktır.

### 3.2.1.1. Modele Getirilen Eleştiriler

MM' nin kurduğu modele göre kâr payı dağıtmanın hisse senedinin piyasa değeri üzerinde yapacağı etki, diğer finansman kaynaklarınca yerine getirilmekte, böylece kâr payı dağıtımı hisse sahiplerinin servetlerini etkilememektedir. İşletmenin bir yatırımda bulunması için gerekli fon kaynağını, kârların işletmede tutulması şeklinde değil de yeni hisse senedi ihraç ederek karşılması halindeki durumuna bakılabilir. Yeni hisse senedi çıkarılınca, genelde işletmenin hisse senetlerinin piyasa fiyatları düşecek ve bu düşüş, işletmenin kâr payı dağıtması ile karşılanmış olacaktır.

Hisse senetlerinin piyasa değerini tespit ederek bu varsayımlar ışığında nasıl bir sonuca ulaşacağını örneklerle açıklayalım. Bir hisse senedinin piyasa değeri genellikle ifade edildiği gibi, bir sonraki dönem için dağıtılması beklenen kâr payı ile dönem sonunda elde edilecek piyasa değerinin o işletmenin beklenen iskonto oranı ile iskontolanması şeklinde bulunur.<sup>157</sup>

$D_1$  = Birinci dönemde hisse başına dağıtılacak kâr payı,

$P_1$  = Birinci yılda hisse senedinin piyasa değeri,

$P_0$  = Hisse senedinin cari piyasa değeri,

$i$  = İskonto oranını ,

göstermek üzere;

$P_0 = \frac{1}{1+i} (D_1 + P_1)$  formülü ile hisse senedinin değeri tespit edilmektedir.

<sup>157</sup> WESTON; EUGENE. a.g.e., s. 738

Başlangıçta, yani dönem başlamadan evvel hisse senedi sayısına  $n$  ve birinci dönemde işletme  $m$  kadar yeni hisse senedini  $P_0$  fiyatında satması halinde hisse sahiplerinin servetini şu şekilde hesaplayabiliriz;<sup>158</sup>

$$nP_0 = \frac{1}{1+i} [nD_1 + (n+m)P_1 - mP_1]$$

Ayrıca işletmenin birinci dönemde yapacağı yatırım ve bu dönemdeki toplam kâr paylarına ( $X$ ) dediğimizde birinci dönemde satılacak hisse senetlerinin toplamı;

$mP_1 = I - (X - nD_1)$  olacaktır. Burada bulduğumuz  $mP_1$  değeri yukarıdaki formülde yerine konulduğunda;

$$nP_0 = \frac{1}{1+i} [(n+m)P_1 - I + X]$$
 sonucu elde edilir.

Son formüle baktığımızda hisse senedi değeri ile kâr payı dağıtım arasındaki ilişkiden söz edilemez.<sup>159</sup> Eşitlikte diğer faktörler  $I$ ,  $X$ ,  $(n+m)P_1$  ve  $D_1$  bağımsız olmaktadır. Bunlar hisse senedini etkileyen bağımsız değişkenlerdir.

MM görüşünde asıl yaklaşım, yeni yatırım kararlarının finansmanını sağlamada dağıtılmayan kârlarla yetinilmeyip, dış finansman kaynaklarına başvurabilmesidir. Dış finansman kaynakları, yatırım ve kâr payı ödemeleri arasındaki ilişkiyi geçersiz kılmaktadır. Hisse senedinin marjinal değerinde olabilecek bir azalışa, kâr payı dağıtımındaki artışla dengelenmektedir.

MM' ye göre, kâr payı dağıtım politikasının hisse senedi değerini etkilemediği varsayımı altında hisse senedi değerinin tespitinde kullanılan formülde  $D_1$ ' in görülmediği ortaya çıkmıştır.<sup>160</sup> Miller- Modigliani'de geçen varsayımlar içerisinde kâr payı dağıtım politikasının geçersizliğini ortaya koyan bir nokta da, dağıtılacak kâr payının finansman ya da öz kaynaktan sağlanmasının, sonucu değiştirmediğidir.

<sup>158</sup> WESTON; EUGENE. **a.g.e.**, s. 739

<sup>159</sup> VAN HORNE **,a.g.e.**, s. 312

<sup>160</sup> ASLANOĞLU, Suphi. "Temettü Politikasının Firma Değerine Etkisi ve İMKB'ye Kayıtlı Firmalar Üzerine Bir İnceleme", Yüksek Lisans Tezi, Kırıkkale 1996, s. 24

İşletme dağıtılacak kâr payının yaratacağı açığı, yeni hisse senedi çıkararak kapatmakta ve dağıtılan kâr payının hisse senedi değerinde sağladığı artış, yeni çıkarılan hisse senetlerinin etkisi ile yine eski seviyeye düşmektedir. Bu sonucu veren bir başka varsayım da borçlanmanın maliyeti ile öz kaynak maliyetinin aynı olduğudur.<sup>161</sup>

Miller-Modigliani yaklaşımının en çok eleştirilen ve uygulamada yerinin olmadığı bir diğer varsayım da, gelecekteki yatırımlar ve kârlar açısından tam bir belirliliğin varlığıdır. Bu varsayımın çok eleştirilmesi nedeniyle “belirlilik varsayımını” kaldırarak kâr dağıtımı ile hisse senedi değeri arasındaki ilişkiyi “belirsizlik varsayımı” altında incelemişlerdir. Fakat ulaşılan sonuç yine aynı olmuştur.<sup>162</sup>

MM’ nin tam belirlilik varsayımını kaldırarak belirsizlik durumunda ulaştıkları sonuç aynıdır. Yani kâr dağıtım politikasının değerlendirme ile bir ilgisi yoktur. Vardıkları sonuç bilinen arbitraj tartışmasına dayanmaktadır.

Kâr dağıtım politikasının değerlemede etkili bir faktör olmadığını savunan görüş, tam rekabet şartlarının hakim olduğu mükemmel bir sermaye piyasasının varlığı varsayımı ile ihraç masraflarının sıfır olacağını kabul etmişti. Bu görüşe göre, işletmenin bir projenin finansmanı için öz veya yabancı kaynaklardan yararlanması bir farklılık doğurmamaktadır. Bir diğer deyişle, işletme açısından öz veya yabancı kaynakla finansman arasında bir fark yoktur. Gerçek hayattaki uygulamada bu iki finansman biçimini ikame etmek imkânsızdır. Dış finansman, ihraç masraflarının var oluşu nedeniyle iç finansmandan daha masraflıdır. Diğer şartlar değişmezse, işletme küçüldükçe daha az tutarda ihraç yapacak, ihraçla ilgili masrafları nisbi olarak daha fazla olacaktır. Bu durum işletmelerin daha az kâr payı ödemelerine, finansman için , dağıtılmayan kârları kullanmalarına neden olmaktadır.

Şirket finansman için, dağıtılmayan kârların cazibesini artıran bir diğer faktör işlem masraflarının (Transaction Costs) var oluşudur. Çünkü işletmedeki

---

<sup>161</sup> MILLER, Metron; MODIGLIANI, Franco. “Cost of Capital Corporation Finance and The Theory of Investment”, *American Economic Review*, Vol: XLVIII, July 1958, s. 415-417

<sup>162</sup> KUTUKIZ, a.g.e., s. 48

yatırımını artırmak isteyen hissedar kendisine kâr payı ödenmesini istemeyecek, böylece hiçbir komisyon ödemededen işletmedeki yatırımını artırmış olacaktır. Öte yandan nakte ihtiyacı olan hissedar, kâr payı dağıtımını tercih edecektir. Çünkü, sahibi olduğu hisse senetlerinin bu amaçla bir kısmını veya tümünü satması halinde komisyon ödemek zorunda kalacaktır.<sup>163</sup>

MM modeline getirilen bir diğer eleştiri de, Temsilci (Agency) Maliyetleri'dir. Firma hisse senetlerini ellerinde bulunduranlar firmanın sahibi olmakla birlikte, yöneticiler firmayı yönetmektedirler. Yöneticiler firma amaçlarını gerçekleştirmek için firma sahiplerinin vekili veya temsilcisi konumundadır. Yöneticiler, firmanın sabit yükümlülüklerini yerine getirmek ve firma ortaklarının varlıklarını maksimize etmek amacıyla kiralanmış kişilerdir. Ancak, yöneticiler kendi refahlarını ve çıkarlarını da düşünürler. Yöneticiler zaman içinde kendi çıkarları doğrultusunda hareket ettiklerinde, aldıkları kararlar hisse senedi sahiplerinin refahını artıracak bir sonuç sağlamayabilir. Örneğin, ortaklar açısından fazla değer yaratmayan yatırımların veya lüks harcamaların yapılması gibi. Temsilci maliyetlerinin diğer bir kaynağı ise, üst düzey yöneticilerin işlerini gereği gibi yapmamalarıdır. Firmaların üst düzey yöneticileri sıkı incelemelerden sonra seçilirler ve önemli tutarlarda paralar karşılığında çalıştırılırlar. Bunun sonucunda yöneticiler öğle tatillerini 3 saat sürdürebilirler veya ofislerinde vakitlerini gereksiz görüşmelerle veya kendi özel işleri ile ilgilenererek geçirebilirler. Bu saatlerin firmaya maliyeti yöneticilerin yüksek ücret almalarıdır.<sup>164</sup>

Verginin kâr payı üzerindeki etkisi konusunda, bir taraftan kâr payına uygulanan vergi oranı ile, sermaye kazancına uygulanan vergi oranlarına bakılarak karar verilirken, diğer taraftan farklı gelir grubundaki hissedarların kâr payı tercihleri de önemli olmaktadır.<sup>165</sup> Yani, firmanın hissedarlarına dağıttığı

---

<sup>163</sup> TÜRKO, R. Metin. **Değerleme Açısından Kâr Dağıtım Politikası**, Atatürk Üniversitesi Basımevi Atatürk Üniversitesi Yayınları no:630, Erzurum 1985, s. 36

<sup>164</sup> ÜRETEN, Aykan; ERCAN, M.Kamil. **Firma Değerinin Tespiti ve Yönetimi**, Gazi Kitabevi, Ankara 2000, s.42

<sup>165</sup> DOĞUKANLI, Hatice. " Temettü Politikasının Firma Değeri Üzerindeki Etkisi: Kazanca Dayalı Firma Değerlemesi Karşısında Temettüye Dayalı Firma Değerlemesi", **İşletme ve Finans Dergisi**, Sayı: 101-102, Ağustos-Eylül, 1994., s. 56-57

kâr payları ile firmada alıkoyduğu kârlar farklı oranlarda vergilendirilmektedir. Öte yandan hissedarın, gelir düzeyine göre içinde buldukları vergi dilimi ile hisse senedi değer artışlarının vergilendirilip vergilendirilmeyeceği de kâr dağıtım politikasını etkilemektedir. Örneğin dağıtılmayan kârlardan alınan vergi, dağıtılan kârlardan alınan vergiden daha düşükse, hissedarlar kendilerine kâr payı dağıtılması yerine kârın firmada alıkonulmasından yani dağıtılmamasından yana olurlar.<sup>166</sup>

Müşteri etkisi, farklı yatırımcı gruplarının, farklı kâr payı düzeyi isteklerini vurgulamaktadır.<sup>167</sup> Farklı vergi dilimlerinde olan yatırımcıların, kâr payı getirileri yüksek, orta ya da düşük seviyede olan hisse senetlerine karşı yaklaşımları da farklı olacaktır. Mesela, düşük gelirli ve yüksek cari ihtiyaçları olan yatırımcıların yüksek miktarda kâr payı ödeyen firmaları tercih etmeleri normaldir. Yüksek gelirli yatırımcılar da düşük kâr payı ödeyen firmaları tercih edebilirler. Bu duruma müşteri etkisi denmektedir. Başka bir ifadeyle, bir firma oluşturduğu “nakdi kâr payı politikasına” dayanarak yatırımcıların oluşturduğu müşteri grubunu kendisine çekmektedir.

Müşteri topluluğu oluşturulduğu zaman, kâr payı politikası firmanın hisselerinin değerini direkt olarak etkilemese de, firmanın kâr payı politikasındaki önemli bir değişim, firmanın müşteri topluluğunu etkileyebilir. Bu etki ise, yeni bir müşteri topluluğunun, firmanın hisselerine yatırım yapınca kadar hisse senetlerinin fiyatını etkileyebilir.<sup>168</sup> Mesela, tüm yatırımcıların % 40' ı yüksek kâr payıü tercih ederken, firmaların % 20' si yüksek kâr payı dağıtıyorsa, bu dengesizlik kısa dönemde hisse senedi fiyatları üzerinde etkili olacak; yüksek kâr payı ödeyen firmaların hisse senedinin fiyatları yükselirken, düşük kâr payı ödeyen firmaların hisse senedinin fiyatları düşecektir. Burada da görüldüğü gibi, sadece piyasada oluşan farklı taleplerin uygun hisse senediyle karşılanması durumunda müşteri etkisi geçerli olacaktır.

---

<sup>166</sup> TÜRKO, **Finansal Yönetim**, s. 531

<sup>167</sup> ROSS, Stephan A; WESTERFIELD, Randolph W; JORDAN, Bradford D. **Essential of Corporate Finance**, Second Edition, Irwin McGraw-Hill, 1999, USA, s. 379

<sup>168</sup> PINCHES, George E. **Essentials of Financial Management**, 4. Ed., Harper Collins Publishers, Inc. New York, 1992, s. 451



Bir firmanın kâr dağıtmayarak yatırımda kullanmayı tercih etmesi durumunda bugünkü getiriye tercih eden hisse senedi sahipleri zarara uğrayacaktır. Bunun aksine firma ne kadar çok kâr payı dağıtımı yaparsa, hisse senedi sahipleri o kadar çok vergi öderler ve vergi sonrası kâr payilerini yeniden yatırımda kullanmak için o kadar çok maliyetle karşılaşır. Bu nedenle yatırım getirisi isteyen hisse senedi sahipleri yüksek kâr payı ödeyen firmaları tercih ederler.

Diğer taraftan yatırım getirisine ihtiyacı olmayan hisse senedi sahipleri de düşük kâr payı ödeyen firmaları tercih ederler. Bu konuda farklı çalışmalardan ortaya çıkan bulgular müşteri etkisinin varlığını göstermiştir. MM ve bu fikri savunanlar her müşteri grubunun en az diğerleri kadar iyi olduğunu ve bu nedenle müşteri grubu etkisinin varlığının bir kâr payı politikasının diğerlerinden daha iyi olduğu anlamına gelmeyeceği sonucuna varmışlardır.<sup>169</sup> Miller ve Scholes, verginin varlığı halinde bile kâr dağıtım politikasının firma değeri üzerinde etkili olmayacağını ileri sürmüşlerdir. Bunlara göre, yatırımcı, vergi etkisini iki aşamalı bir işlem stratejisi ile ortadan kaldıracaktır. Bunlar;

- Yüksek kâr payı geliri sağlayan hisse senedi getirisi kadar borç alma,
- Hisse senedini satın alma.

Böylece kâr payı geliri üzerinden ödenen vergiler, borçlanma maliyetlerinin sağlayacağı vergi avantajı ile ortadan kaldırılabılır. Buradaki temel varsayım, kâr payı gelirleri için ödenen vergilerin, borçlanma maliyetleri nedeniyle sağlanan vergi tasarrufuna eşit olacaktır. Bu seçenek kurumlar vergisi mükellefi olan kurumlar için geçerlidir. Bireysel yatırımcının kâr payı gelirinden elde ettiği vergiyi ortadan kaldırma şansı yoktur.<sup>170</sup>

MM, kâr payı ilişkisizlik teorisini ortaya attığında, yatırımcı ve yöneticilerin firmanın gelecekteki kazanç ve kâr payı akımı hakkında tümüyle aynı bilgiye sahip olduğunu varsaymışlardır. Kâr paylarının azaltılması durumunda genelde hisse senedi fiyatında düşmeler görülmekte; aynı şekilde kâr paylarındaki bir

---

<sup>169</sup> BRIGHAM, F. Eugene; GAPENSKI, Louis C. **Financial Management, Theory and Practice**, 6. Ed., The Dryden Press, New York 1991, s. 536

<sup>170</sup> DOĞUKANLI. a.g.e., s. 57

artış da hisse senedinin değerinde bir artışa sebep olmaktadır. Bu, toplam olarak ele alındığında yatırımcıların kâr payını sermaye kazançlarına tercih ettiğini gösterebilir. Ancak MM' nin görüşü farklıdır. Çünkü, MM yatırımcılar için normalden daha fazla kâr payı artışının, firma yönetiminin “iyi gelecek kazançları” öngördüğü sinyali olduğunu belirtmiştir. Tersine, kâr payı azaltılması ya da normalden daha düşük bir artış, yönetimin “gelecekte zayıf kazanç” beklediğine işaret eder.<sup>171</sup>

Piyasada asimetrik bilginin varlığı kâr payını ilişkili yapar ve bu yüzden kâr paylarındaki değişiklikler şirketin “kazanç potansiyeli” hakkında bir bilgi kaynağı olur.<sup>172</sup> Neticede, yatırımcıların, kâr dağıtımına, firma kazançları hakkında olumlu sinyal vermesi nedeniyle olumlu tepki verdiği biçiminde özetlenebilecek olan bilgi MM yaklaşımına ters düşmektedir.

### 3.2.2. Myron J. Gordon – John Lintner Modeli ( Eldeki Kuş Teorisi )

M. J. Gordon 1854-1857 yılları arasında ABD' de gıda ve makine imalatı ile uğraşan 48 şirket üzerinde yaptığı araştırmada kâr payı ödeme oranı ile hisse senedi fiyatları arasında yüksek oranda bir ilişkinin olduğunu regresyon yöntemi ile bulmuştur.<sup>173</sup> Gordon Modelinde, hissedarlar kısa sürede almak istedikleri kâr payını uzun süredeki kâr payına tercih etmektedirler. Değerleme açısından “daldaki kuştansa eldeki kuş” deyimine yer veren Gordon bunu açıkça ortaya koymaktadır.<sup>174</sup>

Hissedarların, risklerden uzak kalmak için gelecekte ortaya çıkacak kâr paylarını almak yerine mevcut veya yakın gelecekteki kâr paylarını almayı tercih edeceği kabul edilmektedir. Mesela, kazançları aynı fakat ödedikleri kâr payları farklı iki şirketten, kâr payı ödemesi daha fazla olan şirketin hisse senetlerinin

---

<sup>171</sup> BRİGHAM; GAPENSKI. a.g.e., s. 534-535

<sup>172</sup> KAESTNER, Robert; LIU, Feng-Ying. “New Evidence on the Information Content of Dividend Announcements”, **The Quarterly Review of Economic and Finance**, Vol: 38, No: 2 1998, s. 252

<sup>173</sup> DEANGELO, Harry; DEANGELO, Linda; SKINNER, Douglas J. “ Dividend and Loses”, **The Journal of Finance**, Vol:XLVII, No:5, December 1992, s. 1837

<sup>174</sup> KUTUKIZ. a.g.e., s. 54-55

fiyatı daha yüksek olacaktır. Hissedarlar yukarıda bahsedilen “eldeki kuş” prensibini dikkate alarak bugünkü değeri gelecekte oluşacak değere tercih edeceklerdir.<sup>175</sup>

Gordon’a göre hissedarlar hisse senedi değer artışı ile nakit kâr payı gelirleri arasında kayıtsız değillerdir. İşletmenin kâr dağıtım politikası hisse değerini, dolayısıyla firma değerini etkiler ve işletme için optimal bir kâr dağıtım oranı mevcuttur. Gordon modelinin dayandığı varsayımlar şunlardır:<sup>176</sup>

- Dış finansman yoktur,
- İç verim oranı r sabittir,
- Uygun iskonto oranı (sermaye maliyeti) k sabittir,
- Vergi yoktur,
- Büyüme oranı g sabit varsayılmıştır,

Gordon modeline göre bir hisse senedinin değeri ( $P_0$ ), gelecek yıllarda dağıtılması beklenen kâr paylarının belirli bir oranla (burada k) iskonto edilmeleri sonucu bulunan bugünkü değerlerin toplamı ile belirlenir. Gordon modelinde yatırımcıların hisse senetlerinden bekledikleri yatırımın getiri oranı (k) ise, hisse senetlerinin değerini aşağıdaki gibi formüle etmiştir;<sup>177</sup>

$$P_0 = \frac{dt}{(1+k)^1} + \frac{dt}{(1+k)^2} + \frac{dt}{(1+k)^3} + \dots + \frac{dt}{(1+k)^t}$$

$$P_0 = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{dt}{(1+k)^t}$$

formülde,

$P_0$  = İşletmenin hisse senedinin piyasa fiyatını,

<sup>175</sup> EADES, Kenneth M; HESS, Patrick J.; KİM, E. Han. “ Time Series Variation in Dividend Pricing”, **Journal of Finance**, Vol:XLIX, No: 5, December 1994, s. 1617-1618

<sup>176</sup> TÜRKO. **Değerleme Açısından Kâr Dağıtım Politikası**, s. 21

<sup>177</sup> GORDON, M.J. “Management of Corporate Capital Optimal Investment and Finanving Policy”, **Journal of Finance**, Vol:18, No:2, May 1963, s. 266

$D_t$  = Ödenen kâr payı,

$k$  = Kapitalizasyon oranı,

$t$  = Süreyi ifade eder.

Modelde, dağıtılmayan kârların gelecekte ödenecek kâr paylarını artıracığı kabul edilmekte, böylece model, dağıtılmayan kârları da dolaylı yoldan kapsamına almış bulunmaktadır.<sup>178</sup>

Gordon-Lintner modelinin ifade edilen varsayımları arasında, iskonto oranı ( $k$ ), verim oranı ( $r$ ) ve büyüme oranı ( $g$ ) sabit değer olmaları ve birbirinden bağımsız bir şekilde oluşmaları söz konusudur. Örneğin, artan yatırımlara rağmen yatırım verimi ( $r$ ) değişmeyip sabit kalmaktadır. Gerçekte, yatırım tutarının artması, yatırımın verimini, azalan verimler kanunu nedeniyle, düşürmesi gerekir.<sup>179</sup>

Gordon-Lintner modelini oluşturan formülde, işletmenin gelecek yıllarda büyüyeceği ve her yıl artan bir şekilde kâr payı dağıtılacağı düşünüldüğünde formül aşağıdaki şekli alır;

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

Buna göre işletmenin piyasa değeri, bir önceki formülden farklı olarak büyümeyi de içerecek şekilde ( $g$ ) 'nin ilavesi ile bulunur. Gordon-Lintner modelinde optimum kâr dağıtım politikası, şirketin yeni yatırımlarının kârlılığı ( $r$ ) ile ortakların yatırımlardan beledikleri karlılık oranı ( $k$ ) arasındaki ilişki ile belirlenmektedir.

$r > k$  olması durumunda şirket yatırımlarının kârlılık oranı, ortakların piyasada alternatif yatırımlardan elde edebileceği kârlılık oranından daha yüksek demektir. Bu durumda hisse senedi sahiplerinin, kâr payı almak yerine, kârın daha büyük bir bölümünün şirkette alıkonmasını ve şirketin yeni yatırımlarında kullanılmasını yeğlemeleri doğaldır.  $r > k$  olan şirketler, genellikle

<sup>178</sup> TÜRKÖ. Değerleme Açısından Kâr Dağıtım Politikası, s. 21

<sup>179</sup> BAKIR, Pınar. İşletmeler Açısından Temettü Politikası, Met/Er Matbaası, İstanbul 1976, s. 28

büyümekte olan şirketlerdir. Bu tür şirketlerde yıllık net kârın dağıtılmayarak bünyede bırakılan kısım arttıkça hisse senedinin değeri de yükselir.

Gerileyen şirketlerde  $r < k$  olduğundan, söz konusu şirketlerde akılcı olan kâr dağıtım politikası, kâr payı ödeme oranını yüksek tutmaktır.  $r = k$  halinde ise, büyüme söz konusu değildir; bu durumdaki şirketlerde kâr dağıtım politikasının hisse senedi fiyatı üzerine etkisi yoktur. Ancak, M. Gordon, özetlenen görüşünü daha sonra  $r = k$  halinde dahi, kâr dağıtım politikasının hisse senetlerinin değerini etkilediği şeklinde değiştirmiştir. Geleceğin belirsizliği dikkate alındığında, iskonto oranı veya yatırımlardan beklenen kârlılık oranı ( $k$ ) sabit kalmaz değişir. Belirsizlik arttıkça ( $k$ ) oranı da yükselir. Yatırımcı veya ortak, uzun süre sonra elde edeceği kâr paylarını yakın gelecekte elde edeceği kâr paylarına kıyasla daha yüksek oranda iskonto eder. Süre uzadıkça, gelecek yıllarda elde edilecek kâr payları konusunda belirsizlik arttığından ortaklar kâr paylarının kapitalize edilmesinde daha yüksek iskonto oranı ( $k$ ) kullanır.

Şirkette  $r = k$  sağlansa dahi, kâr paylarında zaman itibariyle kaydırma (ilk yıllarda daha az, sonraki yıllarda yüksek kâr payı ödenmesi veya bunun tersi) firmanın hisse senetlerinin değerini etkiler.<sup>180</sup>

M. Gordon' un "Eldeki bir kuş, daldaki iki kuştan yeğdir" şeklinde nitelendirilen modeline göre, ortaklar açısından, kârların firma bünyesinde bırakılması, fiilen hissedarlar tarafından alınan kâr payına kıyasla daha risklidir. Ortaklar eldeki bir kuşu daldaki iki kuşa yeğleyerek, gelecekte elde edecekleri kâr paylarını, daha yüksek bir oranda iskonto edeceklerdir. Başka deyişle ortaklar, diğer şartlar aynı kalmak şartıyla, kâr payı ödeme oranı daha düşük olan firmaların hisse senetlerini yüksek iskonto oranıyla, buna karşılık kâr payı ödeme oranı yüksek olan firmaların hisse senetlerini daha düşük iskonto oranı ile kapitalize edecektir. Firmaların kâr payı dağıtım politikası,  $k$  değerini (iskonto oranı veya kapitalizasyon oranını) etkileyecektir. Marjinal yatırımcının, firmanın kazancını kâr payı olarak dağıtması ile kazançları geri yatırarak sermaye kazancı üretmesini tercih etmesi durumu aşağıdaki sabit büyüyen hisse senedi

---

<sup>180</sup> AKGÜÇ, a.g.e., s. 780

değerleme modeli ile incelenebilir. Zaten Gordon-Lintner modelinde  $(P_0 = \sum_{t=1}^n \frac{Dt}{(1+k)^t} + g)$  denklemin sağ tarafı, sonsuz geometrik seri olduğundan

aynı denklemi şöyle yazabiliriz:<sup>181</sup>  $P_0 = \frac{D_1}{k-g}$

$P_0$  = Firmanın hisse senedinin cari piyasa fiyatı,

$D_1$  = t dönemde hisse senedi başına ödenecek kâr payı,

$g$  = Her yıl kâr payında beklenen sabit artış hızı,

$k$  = Hisse senedi çıkarılması yoluyla sağlanan öz sermayenin maliyeti (ortakların yatırımlardan bekledikleri asgari kârlılık oranı).

Eşitlikte de görüldüğü gibi, eğer firma tek başına ödeme oranını artırarak  $D_1$ ' i yükseltirse hisse senedinin fiyatı da yükselecektir. Ancak  $D_1$  değeri artırıldığında yeniden yatırım için firmanın fonu azalacak, dolayısıyla beklenen büyüme oranı da azaldığından hisse senedinin fiyatı düşme eğilimi gösterebilecektir. Bu durumda ödeme politikasındaki her değişimin çatışan iki etkisi olacaktır. Firma şimdiki kâr payı ile gelecekteki büyüme arasındaki hisse senedi değerini maksimize edecek bir denge bulmak için çaba göstermek zorunda kalacaktır.<sup>182</sup>

### **3.2.2.1. M.Gordon ve John Lintner Modelinde Dağıtılan Kâr paylarının Hisse Senetlerinin Değerine Etkisi**

M. Gordon ve John Lintner modelinde kâr payı dağıtımının hisse senedi değerine etkisi dağıtılan kâr payının yüksek ve düşük olmasına göre incelenmektedir. Bu iki durum aşağıda örneklerle açıklanmıştır.

---

<sup>181</sup> AKGÜÇ. a.g.e., s. 782

<sup>182</sup> ASLANLAR, İsmail, Firmaların Temettü Politikaları ve Finansal Yapıları Üzerindeki Etkileri, Türkiye Örneği (1986-1992), Yüksek Lisans Tezi, Konya 1995 a.g.e., s. 30-31

### 3.2.2.1.1. Düşük Kâr Payı Dağıtımı Yapılan İşletmelerde Hisse Senetlerinin Değerlemesi

Örnek; İşletme hisse başına net gelirin % 50'sini ortaklarına dağıtmakta, dağıtılmayan kârın % 20 gelir getiren yatırımlarda kullanmakta,(her yıl hisse başına gelir HBG ve hisse başına kâr payı HBKP % 10 oranında artmaktadır). Ortakların yatırımlardan bekledikleri kâr oranı % 20, hisse başına kâr payı 1. yıl için 20 YTL ise, Hisse senedinin 1. yıl piyasa fiyatı:  $P_1 = \frac{20}{0,20 - 0,10} = 200$  YTL

Hisse senedinin 2., 3., 4. yılları için piyasa fiyatları formül yardımıyla bulunmuş ve bu durum detaylı bir şekilde tablo 3.1'de gösterilmiştir.

**Tablo 3.1: Düşük Kâr Payı Dağıtım Politikası Uygulayan Bir İşletmenin Yıllar İtibariyle Hisse senetlerinin Piyasa Fiyatı**

YILLAR	Hisse Başına Gelir	Hisse Başına Kâr	FİYAT (k=%20)
1	40	20	200 YTL
2	44	22	220 YTL
3	48,4	24,2	242 YTL
4	53,24	26,62	266,2 YTL

### 3.2.2.1.2. Yüksek Kâr Payı Dağıtımı Yapılan İşletmelerde Hisse Senetlerinin Değerlemesi

Örnek; işletme hisse senedi başına gelirin % 75' ini ortaklarına dağıtmakta, dağıtılmayan kârın % 20' sini gelir getiren yatırımlarda kullanmakta, (her yıl hisse başına gelir ve hisse başına kâr payı % 5 oranında artmaktadır.) İşletme yüksek bir kâr payı dağıtım politikasını benimsediği için, belirsizlik az olduğundan, ortakların hisse senedine yaptıkları yatırımdan bekledikleri kâr oranı %18, hisse başına kâr payı 1. yıl için 30 YTL ise,

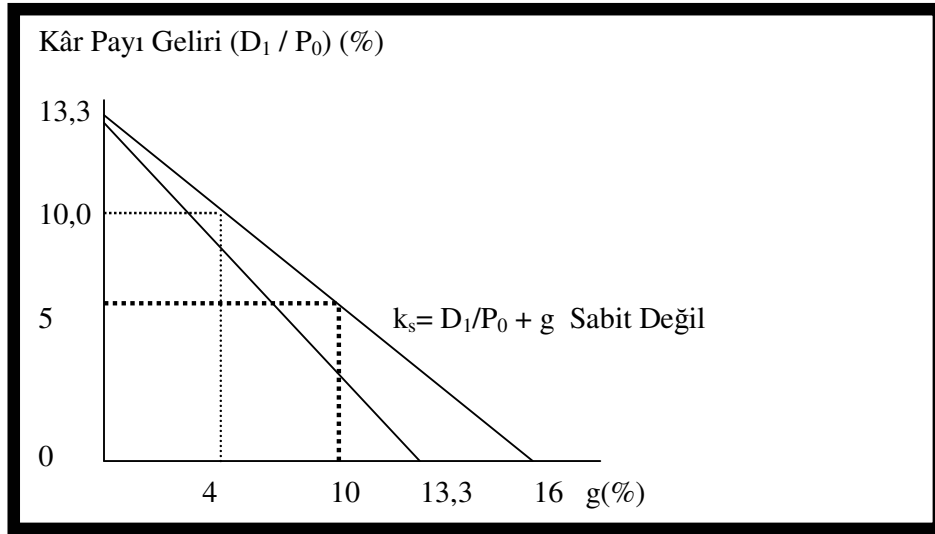
Hisse senedinin 1. yıl için piyasa fiyatı:  $P_1 = \frac{30}{0,18 - 0,05} = 230,7$  YTL

Hisse senedinin 2., 3., 4. yılları için piyasa fiyatı formül yardımıyla bulunmuş ve bu durum detaylı bir şekilde tablo 4'te gösterilmiştir.

**Tablo 3.2: Yüksek Kâr Payı Dağıtım Politikası Uygulayan Bir İşletmenin Yıllar İtibariyle Hisse senetlerinin Piyasa Fiyatı**

YILLAR	Hisse Başına Gelir	Hisse Başına Kâr	FİYAT (k=%20)
1	40	30	230,7 YTL
2	42	31,5	242,3 YTL
3	44,1	33,075	254,4 YTL
4	46,304	34,728	267,1 YTL

Düşük ve yüksek kâr payı dağıtım politikası uygulayan iki işletmenin hisse senetlerinin piyasa fiyatı incelendiğinde, M. Gordon modelinde yüksek kâr payı dağıtımını yapan işletmenin hisse senetlerinin piyasa fiyatının daha yüksek olduğu görülmektedir. Bu bölümde ayrıntılarıyla ifade ettiğimiz özellikle MM ve Gordon-Lintner modellerini şekil üzerinde kıyaslayarak iki model arasındaki temel farkları ifade edebiliriz. Bu farklar şekil 3.2'de gösterilmiştir.



Şekil 3.2; Gordon-Lintner Modeli (Eldeki Kuş)

Hatırlanacağı üzere Miller-Modigliani modelinde kapitalizasyon oranı ( $k_s$ ) kâr payı politikasından bağımsız ve her noktada sabit olup yatırımcılar kâr payı ile sermaye kazancı arasında kayıtsız kalmaktalar. Kapitalizasyon oranı yani



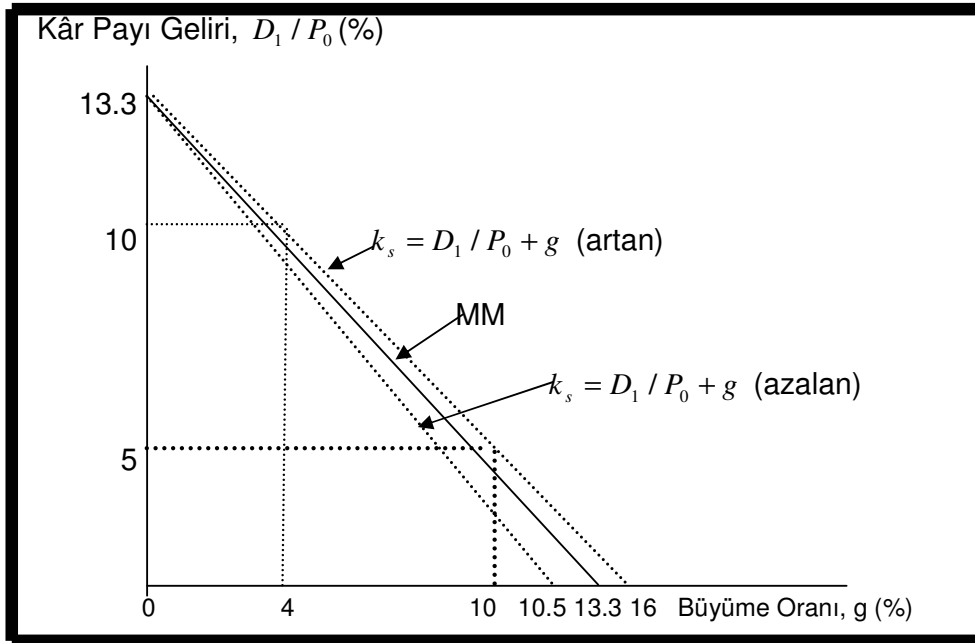
yatırımcıların bekledikleri getiri oranı ( $k_s$ ) farklı kâr payı ve farklı sermaye kazancı oranlarına rağmen herhangi bir değişiklik göstermemekte ve % 13.3 gibi sabit bir oranda kalmaktadır. Kapitalizasyon oranı, kâr payı gelirin sermaye kazancının veya her ikisinin bir bileşimi olarak ortaya çıkmakta fakat sabit kalmaktadır. Dolayısıyla bu modele göre kâr payı ve sermaye kazancındaki artış veya azalış karşısında yatırımcıların tepkilerinde bir değişiklik meydana gelmemekte ve kayıtsızlık söz konusu olmaktadır. Gordon-Lintner' e göre cari kâr payı geliri gelecekte beklenen değer artışına nazaran daha az riskli olduğundan kâr payının değeri beklenen değer artışından daha yüksektir. Buna göre, hissedarlar kâr payı gelirini tercih edip gelecekte elde edecekleri geliri, riskliliği göz önüne alarak daha yüksek iskonto oranıyla kapitalize edeceklerdir. Değer artışının yükselmesi ve kâr ödeme oranının düşmesine bağlı olarak, hissedarlar tarafından hisse senetlerine uygulanan iskonto oranı da artış gösterecektir. Şekilde de kolayca görüleceği üzere, kâr payı ödeme oranı azaldıkça kapitalizasyon oranı artmakta ve kâr payı ödeme oranının sıfır olduğu noktada bu oran en uç nokta olan değer artışı seviyesine çıkmış olup %16' dır. Ayrıca, kapitalizasyon oranı MM modelinde olduğu gibi sabit olmayıp kâr payı azalışına ve değer artışına bağlı olarak yükselmektedir.<sup>183</sup>

### 3.2.3. Litzenger – Ramaswamy Modeli ( Vergi Farkı Teorisi )

Vergi etkileri üzerine dayanan bu teori **Litzenger** ve **Ramaswamy** tarafından ortaya atılmıştır. Kâr payı dağıtım politikasının etkisine vergilendirme oranı açısından bakan üçüncü görüşe göre, yatırımcılar sağlayacağı vergi avantajı nedeniyle düşük kâr payı ödemesini tercih edebilirler. Yatırımcı vergi öncesi kârdan çok vergi sonrası eline geçecek gelire ilgilendir. Bazı ülkelerde uygulanan vergi yasalarına göre, kâr payı ödemelerinden, sermaye gelirin göre yüksek oranda vergi alınabilir. Kişiler kâr payı ödemelerinden yüksek oranda vergi vermektan kaçınmak amacı ile, kârın işletmede alıkonarak daha düşük

<sup>183</sup> WESTON; EUGENE. a.g.e., s. 635-636

vergi oranı uygulanan sermaye gelirleri olarak kendilerine ödenmesini tercih edebilirler. Her iki gelir arasında ödenecek vergi oranı açısından önemli ölçüde fark olmasa da kâr payı karşılığında ödenecek vergi kâr payı dağıtıldığı an ödenirken, sermaye geliri için vergi ödemesi ancak hisse senetleri satıldığı an gerçekleşir. Bu gerekçe de kişilerin daha düşük oranda kâr payı almayı tercih etmelerine neden olabilir.<sup>184</sup> Yatırımcı hisse senetlerini satmayarak sermaye kazançlarının gerçekleşmesini erteleyebilir. Verginin ödenmesi sırasında gelecekte ödenecek 1 lira bugün ödenecek 1 liradan daha az değerde olduğu için vergi ertelenmesi özelliği sermaye kazançlarına başka bir avantaj sağlar.<sup>185</sup> Kâr dağıtım politikasıyla Litzenberger ve Ramaswamy teorisi arasındaki ilişkiyi şekil 3.3.'te görmek mümkündür.<sup>186</sup>



**Şekil 3.3:** Kâr Payı Dağıtım Politikası ve Gordon-Lintner Teorisiyle Birlikte Litzenberger-Ramaswamy Teorisi

Şekildeki 13.3-10.5 doğrusu Litzenberger Ramaswamy teorisini göstermektedir. Bu doğrunun eğimi -1.0 'dan daha negatif olmaktadır. Bu durumda tümüyle kâr payılı bir hisse  $k = \%13.3$ 'e sahip olurken tüm getirisi

<sup>184</sup> YÜKÇÜ, a.g.e., s. 1009

<sup>185</sup> BRİGHAM; GAPENSKİ, a.g.e. s. 528

<sup>186</sup> BRİGHAM, Eugene F. **Fundamentals of Financial Management**, 5. Ed., The Dryden Pres, Chicago, 1989, s. 690

sermaye kazancı olan benzer bir başka hisse  $k = \%10.5'$  e sahip olacaktır. Bu nedenle kâr payı getirisindeki  $\%1'$ lik bir daralmayı karşılamak için  $\% 1'$  den daha az ek bir büyümeye gerek duyulacaktır.

Gerçekten bu testler iyi verilerle yürütüldüğünde regresyon çizgisinin eğimi yaklaşık  $-1.0$  olarak bulunmuştur. Bu hem Gordon ve Lintner, hem de vergi farkı teorisini reddetmekte ve MM' yi desteklemektedir. Ancak, istatistiksel problemler bizi MM' nin haklı olmadığına ve kâr payı politikasının k'yi etkilediğine ulaştırmaktadır. Örneğin, iki farklı politikası olan firmalar ele alınmış, testler yapılmış; fakat bir sonuca ulaşılmamışsa bunun iki sebebi olabilir;

- Geçerli bir istatistiki test için kâr payı politikası dışındaki her şey sabit olmalıdır. Yani, örnek firmalar yalnız kâr payı ödeme politikalarında farklı olmalıdır.
- Firmaların büyüme oranlarının çok hassas ölçülmesi gerekmektedir.

Bu iki durumun da gerçekten oluşması zordur. Çünkü, tamamen aynı iki firma bulmak nerdeyse imkansızdır. Bu yüzden öz varlığı etkileyen kâr payı politikasının ne derece etkili olduğunu kesinlikle belirlemek güçtür. Neticede bu özel test biçiminin kâr payı politikası bilmecesini çözmeye yeterli olamayacağı sonucuyla karşılaşırız.

Özetle, Litzenberger ve Ramaswamy, Gordon ve Lintner' e tamamıyla karşı çıkararak, kâr paylarının sermaye kazançlarından daha yüksek oranda vergilendirildiği için yatırımcıların yüksek kâr payı getirili hisseler üzerinden yüksek getiri oranını tercih etmeleri gerektiğini savunmuşlardır. Bu teoriye göre, firma düşük ya da sıfır kâr payı politikası uygularsa değerini maksimize etmiş olur. Oysa Gordon ve Lintner, yüksek kâr payı ödeme oranını tercih etmektedir.<sup>187</sup> Bunlar, ayrıca, çeşitli endüstri dalında yaptığı regresyon analizlerinde hisse senetlerinin piyasa fiyatlarının kâr payı, büyüme oranı, işletme büyüklüğü ve belirsizlik etmeni gibi değişkenlerden etkilendiğini, dolayısıyla MM' nin hipotezinin geçerli olmayacağını da ileri sürmüşlerdir.<sup>188</sup>

---

<sup>187</sup> BRIGHAM; GAPENSKI, a.g.e., s. 532-533

<sup>188</sup> ASLANLAR, a.g.e., s. 35

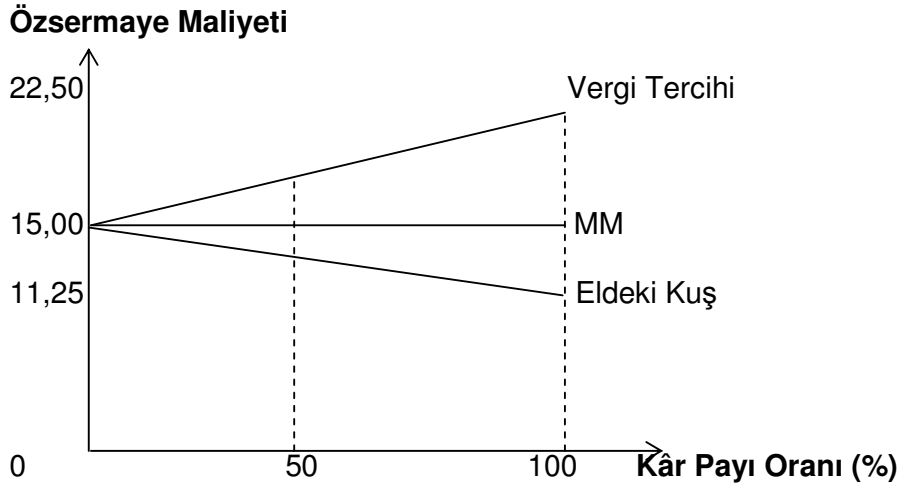
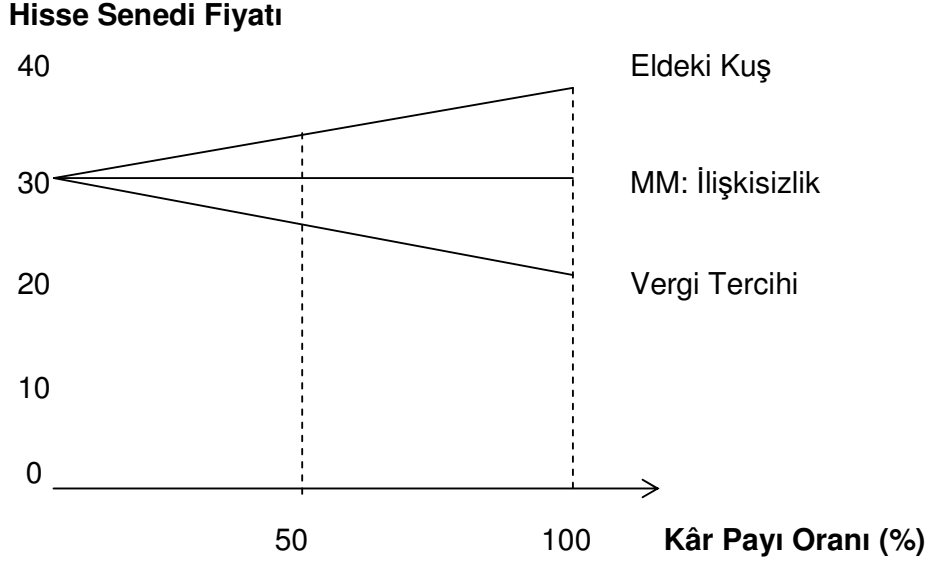
Kâr payı dağıtım politikasının yukarıda bahsedilen çeşitlerinin bir örnek üzerinde karşılaştırması yapılmış olup, bu durum tablo 3.3'te, şekil 3.4'de detaylı bir şekilde gösterilmiştir. <sup>189</sup>

---

<sup>189</sup> WESTON, J.Fred; BRIGHAM, F. EUGENE. **Essential of Managerial Finance**, Tenth edition, Harcourt Brace Company International Edition, October 1992, s. 670

**Tablo 3.3: Kâr Payı Dağıtım Politikasına İlişkin Seçeneklerin Karşılaştırılması**

				OLASI DURUMLAR								
				Kâr Payı Dağıtımının etkisizliği			Kâr Payı Dağıtımının Etkisi			Vergi Tercihi		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
Kâr Dağıtım Oranı (%)	Alıkonulan Kârların Oranı (%)	Hisse Başına Kâr Payı Ödemesi	Büyüme Oranı (%)	Hisse Senedi Fiyatı	Kâr Payı Getiri oranı (%)	Sermaye Maliyeti	Hisse Senedi Fiyatı	Kâr Payı Getiri oranı (%)	Sermaye Maliyeti	Hisse Senedi Fiyatı	Kâr Payı Getiri oranı (%)	Sermaye Maliyeti
0	100	0	15,0	3.000	0,0	15	3.000	0,0	15,00	3.000	0,0	15,0
50	50	225	7,5	3.000	7,5	15	3.500	6,43	13,93	2.500	9,0	16,5
100	0	450	0,0	3.000	15,0	15	4.000	11,25	11,25	2.000	22,5	22,5



Şekil 3.4: Kâr Payı Dağıtım Oranları ve Özsermaye İlişkisi

Sütün 1 ve 2'de kâr dağıtım oranları ile alıkonulan kârların oranları görülmektedir. İlk satırda kâr dağıtım oranı % 0 ve alıkonulan kârlar % 100'dür. Bu durum şirketin şimdiki politikasını yansıtmaktadır. İkinci satırda kâr payı ödemeleri ve alıkonulan kârların % 50'şer oranda olduğu görülmektedir. Üçüncü olarak, kâr dağıtım oranı % 100, buna karşılık alıkonulan kârlar % 0'dır. Örnekte kâr dağıtım politikası seçeneklerinden bağımsız olarak sermaye maliyeti % 15, her hisse senedinin defter değeri 3.000 YTL olarak kabul edilmiştir. Böylece

hisse başına gelir, 450 YTL'dir ( $\% 15 \times 3.000$  YTL). Hisse başına gelirin kâr payı ödeme seçeneklerine göre aldığı durum ise sütun 3'te görülmektedir. İlk seçenekte kâr payı dağıtılmadığından hisse başına kâr payı ödemesi sıfır, ikinci seçenekte  $\% 50$  kâr payı ödendiğinden hisse başına düşen kâr payı ödemesi 225 YTL ( $450 \text{ YTL} \times \% 50$ ), üçüncü seçenekte ise  $\% 100$  kâr payı ödendiğinden 450 YTL'dir.

Sabit sermaye maliyeti varsayımı altında büyüme oranı (g), 4. sütunda yer almaktadır. Kâr payı ödeme oranı sıfır olduğunda büyüme oranı  $\% 15$ , kâr payı dağıtımı  $\% 100$  olduğunda ise büyüme oranı  $\% 0$  olmaktadır. Şirket kazancının  $\% 50$ 'sini kâr payı olarak ödediğinde büyüme oranı  $\% 7,5$  olacaktır. Görüldüğü üzere kâr payı dağıtım oranı yükseldikçe, büyüme oranı düşmektedir. 5, 6 ve 7 No.lu sütunlarda Modigliani-Miller'in teorisinin doğruluğu görülmektedir. Hatırlanacağı üzere bu teoriye göre ne hisse senedi ne de sermaye maliyeti kâr dağıtım politikası tarafından etkilenmektedir. Bu durum tabloda görülmektedir. Sütun 5'de hisse senedi fiyatı 3.000 YTL., sütun 7'de sermaye maliyeti  $\% 15$  olarak sabit kalmaktadır. Burada dikkat edilmesi gereken 7. sütundaki sermaye maliyetinin, sütun 4'deki büyüme oranı ile sütun 6'daki kâr payı getirisinin toplamından oluştuğudur.

8, 9, ve 10 No.lu sütunlarda Gordon ve Lintner'in teorilerinin doğruluğu görülmektedir. Bu teoriye göre, yatırımcılar kâr payı dağıtımını tercih ederler. Şirket daha çok kâr payı ödedikçe hisse senedi fiyatı artacak ve sermaye maliyeti düşecektir. Tablodan da görüleceği gibi, şirket  $\% 100$  oranında kâr payı ödemeyi kabul ederse, hisse senedi fiyatı 3.000 YTL.'den sırasıyla 3.500 ve 4.000 YTL'ye yükselmekte, sermaye maliyeti de  $\% 15$ 'den  $\% 13,93$  ve  $\% 11,25$ 'e düşmektedir.

Sütun 11, 12 ve 13'de yatırımcıların vergi tercihlerini dikkate alan teorisinin doğruluğu görülmektedir. Bu teoriye göre, yatırımcılar kârları alıkoyarak düşük vergi ödemeyi gerektiren sermaye kazancı elde etmeyi, yüksek vergili kâr paylarına tercih ederler. Tabloda, kâr payı dağıtım oranı  $\% 0$ 'dan  $\% 100$ 'e artıkça, hisse senedi fiyatı 3.000 YTL'den, 2.500 YTL ve 2.000 YTL'ye düşmekte, sermaye maliyeti de  $\% 15$ 'den  $\% 16,50$  ve  $\% 22,5$ 'e yükselmektedir.

### 3.2.4. Bir Finansman Kararı Olarak Kâr Dağıtım Politikası

**James E. Walter** tarafından ileri sürülen görüş kâr dağıtım politikasını bir finansman kararı olarak ele almakta ve hissedara ödenecek kâr payı tutarının işletmece yapılabilecek yatırımlara paralel olarak artıp veya azalacağına işaret etmektedir.

**Walter**, kurmuş olduğu modelde şu varsayımlardan hareket etmektedir.<sup>190</sup>

- Dağıtılmayan kârlar işletmenin yegane ek fon kaynağıdır.
- Gerek ek yatırımların verim oranı (r) gerekse piyasa kapitalizasyon ( $k_e$ ) oranı sabittir.
- Kazançtaki artışlar hemen hissedarlara dağıtılmaktadır.

Firmaların ne kadar kâr payı dağıttıklarında, hisse senedi değerinin en yüksek seviyeye çıkacağını (hisse senetlerinin değerinin maksimizasyonu) hesaplamak için Walter aşağıdaki formülü önermiştir:<sup>191</sup>

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

Bu formülde;

P= Hisse senedinin piyasa değeri,

D= Hisse başına kâr payıü,

E= Hisse başına kazancı,

R= Yatırım Kârlılığını ( Firma Verimliliği ), ve

$k_e$ = Piyasadaki kapitalizasyon oranını; başka deyişle hisse senedini çıkararak sağlanan sermayenin maliyetini göstermektedir.

<sup>190</sup> TÜRKO, R. Metin. **Değerleme Açısından Kâr Dağıtım Politikası**, s. 8

<sup>191</sup> ASLANLAR. **a.g.e.**, s. 46



Bu görüşe göre kâr payı politikası, yalnız yatırım fırsatlarının kârlılığı ile belirlenmektedir. Başka deyişle, yatırımın kârlı olup olmadığını anlamak için yatırım kârlılığı ile yatırımın finanse edileceği fonların maliyeti kıyaslanır. Bu kıyaslamada üç alternatif söz konusudur:<sup>192</sup>

- $r > k_e$  ise firma yıl sonu kazançlarını alıkoymasına gerekir.
- $r < k_e$  ise, firma kâr payı dağıtmalıdır.
- $r = k_e$  ise, hisse senedi piyasa fiyatı kâr payı ödeme oranına karşı duyarsızdır. Çünkü geleceğin belirsizliği nedeniyle  $k_e$  sabit kalmayacaktır.

Bu yaklaşımla optimal kâr payı ödemelerinin yalnız yatırımların kârlılığıyla ( $r$ ) saptanması gerektiği noktasından hareket edilmektedir. O halde;  $r < k_e$  ise yatırım fırsatlarının finansmanı için fonların gerekli olacağından nakit kâr payı ödemeleri yapılmamalıdır. Yukarıda sayılan üç alternatifi örneklerle irdeleyelim.

Bir firmanın hisse senedi başına net kârının (E) 40 YTL, hisse senedi başına kâr payı tutarının (D) 20 YTL, firmanın yapacağı yatırımlardan beklediği verim oranının ( $r$ ) % 24 ve iskonto oranının ( $k$ ) % 20 olduğunu varsaydığımızda hisse senedinin piyasa fiyatı değişik alternatiflere göre şöyle olur:

#### **3.2.4.1. Alternatif 1: Yatırım Kârlılığı Sermaye Maliyetinden Büyük ( $r > k_e$ )**

Eğer yatırım kârlılığı sermaye maliyetinden büyük ise, optimal kâr payı ödeme oranı sıfır olmalıdır. Yani, kârın tamamı veya tamamına yakınının yatırımlara sevk edilmesi, kâr payı ödeme oranının en düşük seviyelere indirilmesiyle hisse senedi fiyatı maksimum düzeye ulaşır. Kâr payı ödeme oranının artması durumunda, hisse senedinin piyasa fiyatı giderek azalış gösterir. Yukarıdaki verileri göz önüne aldığımızda hisse senedinin piyasa değeri:

---

<sup>192</sup> ASLANLAR. a.g.e., s. 47

$$P = \frac{D + \frac{r}{k_e}(E - D)}{k_e} = \frac{20 + \frac{0,24}{0,20}(40 - 20)}{0,20} = 220 \text{ YTL olur.}$$

### 3.2.4.2. Alternatif 2: Yatırım Kârlılığı Sermaye Maliyetinden Küçük ( $r < k_e$ )

Eğer yatırım kârlılığı sermaye maliyetinden küçük ise kâr payı ödeme oranı %100 olup kârın tamamı veya tamamına yakını hisse senedi sahiplerine kâr payı olarak dağıtılmasıyla hisse senedinin değeri maksimum düzeye ulaşır. Yukarıdaki örnekte verim oranını (r) %16 olarak değiştirdiğimizde hisse senedinin piyasa değeri;

$$P = \frac{20 + \frac{0,16}{0,20}(40 - 20)}{0,20} = 180 \text{ YTL olur. \%16'lık verim oranına ilaveten,}$$

%100'lük kâr payı ödeme oranında ise hisse senedinin değeri;

$$P = \frac{40 + \frac{0,16}{0,20}(40 - 40)}{0,20} = 200 \text{ YTL olur.}$$

Böylece hisse senedi başına piyasa fiyatı kârın tamamının dağıtılması halinde maksimize edilmiş olur. Alıkonulan kâr tutarı arttıkça piyasa değeri buna bağlı olarak düşüş gösterir.

### 3.2.4.3. Alternatif 3: Yatırım Kârlılığı Sermaye Maliyetine Eşit ( $r = k_e$ )

Yatırım kârlılığıyla sermaye maliyetinin birbirine eşit olduğu noktada kâr payı dağıtım oranı ile hisse senedinin değeri arasında herhangi bir ilişki yoktur. Örneğimizde verim oranını % 20 olarak varsaydığımızda hisse senedinin piyasa değeri;

$$P = \frac{20 + \frac{0,20}{0,20}(40 - 20)}{0,20} = 200 \text{ YTL olur.}$$

% 20'lik verim oranına ilaveten, D = 40 YTL varsaydığımızda ise hisse senedinin piyasa değeri;

$$P = \frac{40 + \frac{0,20}{0,20}(40 - 40)}{0,20} = 200 \text{ YTL olur.}$$

Görüldüğü üzere  $r=k_e$  durumunda ise hisse senedinin değeri kâr payı dağıtım oranına bağlı olmaksızın oluşmakta, kâr payı dağıtım oranıyla piyasa değeri arasında bir ilişki olmaktadır. Kısaca, Walter formülüne göre kâr payı dağıtım kararı yatırımların kârlılığına bağlı olmaktadır. Kâr payı dağıtımı, sadece kârlı yatırım fırsatlarının olmadığı durumlarda yapılmalıdır. Eğer firma kârlı yatırım fırsatlarıyla karşı karşıyaysa, kâr payı ödenmeyip yatırımların finansmanında kullanılmalıdır. Diğer taraftan, kârlı yatırım fırsatları mevcut değilse bütün kârlar hissedarlara kâr payı şeklinde dağıtılmalıdır.<sup>193</sup>

Görülüyor ki, Walter modelinde ağırlık kâr payı ödeme oranı ile  $r$  ve  $k_e$  arasındaki ilişkiye verilmektedir.  $r$ ,  $k_e$ ' yi aştığı sürece işletme kârını dağıtmayacak yatırımlarda kullanacaktır. Bir diğer deyişle,  $r$ ,  $k_e$  'den daha büyük olduğu sürece işletme kâr dağıtmayacak,  $k_e$   $r$ ' den büyük olduğu sürece işletme kârının tümünü hissedarlarına dağıtacaktır. Şayet,  $r = k_e$  ise hisse senedinin piyasa fiyatının kâr payı ödeme oranına duyarlı olacaktır.<sup>194</sup> Walter, kâr dağıtım politikasını oldukça basite indirgeyerek ele almış ve işletmece yatırımlarda kullanılmayan kazançların hissedarlara dağıtımı şeklinde yorumlamıştır. Faaliyet kazancı pasif bir artık olarak düşünülmüş, hissedarların veya yatırımcıların kâr payı ve sermaye kazancı arasında bir tercihi olmayacağı, her iki tür kazançta da aynı değeri atfettikleri ileri sürülmüştür. Bu nedenle Walter' e göre kâr dağıtım politikasının değerlemede bir rolü yoktur. İşletme için alınacak kararlarda aktif bir değişken sayılmaz.<sup>195</sup>

<sup>193</sup> PIKE, Richard; NEALE, Bill. **Corporate Finance and Investment**, Prentice- Hall Inc. Englewood Cliffs NewYork 1993, s. 302

<sup>194</sup> TÜRKO. Değerleme Açısından Kâr Dağıtım Politikası, s. 15

<sup>195</sup> TÜRKO. Değerleme Açısından Kâr Dağıtım Politikası, s. 15

### 3.2.5. Artık Kâr Payı Politikası (Residual Theory Of Dividend)

Uygulamada kâr payı politikası, yatırım fırsatları ve bunları finanse edecek fonların varlığı tarafından çok fazla etkilenmektedir. Bu gerçek, bir firmanın kâr payı ödeme oranına karar verirken, şu dört aşamayı izlemesi gerektiğini belirten “bir artık kâr payı politikası” geliştirilmesine yol açmıştır.<sup>196</sup> Bu aşamalar aşağıdaki gibidir;

- Yatırım fırsatları ve ağırlıklı marjinal sermaye maliyetinin kesiştiği noktada oluşturulan optimal sermaye bütçesini belirlemek.
- Bu bütçeyi finanse etmek için ihtiyaç duyulan sermaye miktarını belirlemek.
- Öz sermaye bileşenini sağlamak için mümkün olduğu ölçüde dağıtılmayan kârları kullanmak.
- Eğer optimal sermaye bütçesini desteklemek için ihtiyaç duyulandan daha fazla kâr mevcutsa, o zaman kâr payı ödemek.

“Artık (Residual)” sözcüğü arta kalan demektir ve “artık kâr payı politikası” kâr payının yalnızca “arta kalan” kârlardan ödenmesi gerektiğini ifade eder. Artık kâr payı teorisi, bir firmanın içerde oluşturduğu fonları, yatırım amaçları için tamamen kullanmadığı zaman kâr payı ödeneceğini varsaymaktadır.<sup>197</sup>

Artık kâr payı dağıtım politikası ile bir firmanın amacı, kâr payını ödemediği önce arzu ettiği borç/öz sermaye oranını devam ettirmek ve yatırım ihtiyaçlarını karşılamaktır.<sup>198</sup>

Artık politikasının temeli; ***“Eğer firmanın tekrar yatırılan kârlardan kazanabildiği kârlılık oranı, yatırımcıların ortalama olarak diğer benzer***

<sup>196</sup> BRIGHAM, Eugene F. **Finansal Yönetimin Temelleri**, Ankara Üniversitesi Yayınları no:213 ikinci cilt, Çeviren; Özdemir AKMUT, Halil SARIASLAN, s. 274, GITMAN, Lawrence J. **Principles of Managerial Finance**, Tenth Edition, USA 2003, s. 562

<sup>197</sup> ALLI, Kasim L.; KHAN, A Quayyum; RAMIREZ, Gabriel G. “Determinants of Corporate Dividend Policy: A Factorial Analysis”, **The Financial Review**, Vol: 28, No: 4, November 1993, s. 527

<sup>198</sup> ROSS; WESTERFIELD; JORDAN. **a.g.e.**, s. 380

***riskli yatırımlardan elde edebildikleri kârlılık oranını aşarsa, yatırımcıların kârların kâr payı biçiminde ödenmesi yerine firmanın kârları dağıtmayarak tekrar yatırımını tercih ettiği***” düşüncesidir.<sup>199</sup> Bir başka ifadeyle, firmalar sermaye maliyetinden yüksek yatırım projelerine sahipseler, bunları dağıtılacak kârlardan finanslamaları çok normaldir. Bir firma, bu şekildeki yatırım projelerinin tamamını finansladıktan sonra dağıtılmayan kâr kalıyorsa, o kalan kısmı, hissedarlara dağıtacaktır. Dağıtılmayan kârların bu yatırım projelerine yetmemesi halinde kâr dağıtım oranı sıfır olup hiç kâr payı dağıtılmayacak; kârlı yatırım fırsatı yoksa kâr payı oranı %100 olacak yani kârın tamamı dağıtılacaktır.<sup>200</sup>

Örneğin, eğer şirket dağıtılmayan kârları %14’ lük bir kârlılık oranı ile tekrar yatırabiliyorsa, ancak buna karşılık kârlar kâr payı olarak dağıttığında ortalama hisse sahibinin elde edebildiği en iyi kâr oranı %12 ise, bu durumda hisse sahipleri firmanın kârları dağıtmamasını tercih edeceklerdir.<sup>201</sup>

### **3.2.6. Kâr Paylarının Bilgi Verme Özelliği**

Birçok araştırmacı kâr paylarının bilgi verme niteliği konusuna özel bir ağırlık vermişlerdir. Gerçekte, bir işletmenin geleceğine ilişkin bilgiler ne hemen elde edilebilir ne de maliyetsizdir. Halbuki varsayımlarda söz konusu bilgilerin kolaylıkla ve hiçbir maliyete katlanmaksızın elde edilebileceği kabul edilmektedir.

Dağıtılan kâr paylarının yatırımcılar için işletme hakkında bir bilgi kaynağı olabileceği doğrudur. Kâr dağıtım politikasındaki değişiklik yatırımcının söz konusu işletmenin geleceğine ilişkin beklentilerini ve hisse senetlerinin piyasa fiyatlarını etkileyecektir. Böyle bir yaklaşımla işletmenin dağıttığı kâr paylarındaki artışın işletmenin gelecekte daha fazla kârlı olacağını bir

---

<sup>199</sup> BRIGHAM, **Finansal Yönetimin Temelleri**, s. 275

<sup>200</sup> ERDOĞAN, Muammer. **İşletme Finansmanı**, Dicle Üniversitesi Diyarbakır Meslek Yüksek Okulu Yayın No:2, Diyarbakır 1990, s. 238-239

<sup>201</sup> BRIGHAM, **Finansal Yönetimin Temelleri**, s. 275

göstergesi olarak düşünölmektedir. Ödenen kâr paylarındaki azalış ise, işlerin gelecekte kötüye gideceğinin habercisi olmaktadır. Kâr paylarındaki azalışın hisse senedi değeri üzerindeki olumsuz etkisi, kâr paylarındaki artışın olumlu etkisinden daha fazla olmaktadır. Böylece hisse senetlerinin cari fiyatlarının gelecekteki büyüme primlerini de içerdüğünü söylemek yanlış olmaz.

Son derece belirsizliklerle dolu dünyamızda kâr paylarındaki değışimin, kazancın değışimine ilişkin bir bilgi olarak yatırımcılar tarafından kabul edilmesi eleştirilebilir. Bir kere işletmelerin hisse başına ilan ettikleri kazançlar çoğu kez yanıltıcıdır. İşletme, finansal açıdan çok zor durumda olsa dahi, hisse başına kazanç ilan edebilmektedir. Aynı eleştiriyi işletmenin gerçek kaynaklarındaki azalma anlamına gelen nakdi kâr payları için söyleyemeyiz. Çünkü, azalan kazancına, hatta zararına rağmen dağıttığı kâr paylarını artıran işletmeler bu durumu sonsuza kadar devam ettiremez. İşletme tarafından dağıtılan kâr paylarındaki artışın kardaki artıştan karşılanması hem hissedarlara hem de hissedar olma durumundaki yatırımcılara daha fazla güven vermekte, ve aynı zamanda işletmenin gelecekteki kârlılığı için olumlu bir gösterge sayılmaktadır.<sup>202</sup>

### 3.3. KÂR DAĞITIMI VE KÂR DAĞITIMININ ÖNEMİ

Sermaye piyasalarının gelişmesiyle beraber hissedar–yönetici ayırımının ortaya çıkması, kâr dağıtım politikasına ilişkin kararların işletme politikası içindeki önemini artırmaktadır. Tasarruf sahiplerinin anonim şirketlerde hisse sahibi olmaları sonucunda elde ettikleri en önemli haklardan bir tanesi, firmanın elde ettiği safi kârdan pay alma hakkıdır. Kâr dağıtımını kısaca, bir kârın hangi oranlarda kâr payı ve dağıtılmamış kârlar arasında bölünmesi gerektiği kararıdır.<sup>203</sup> Kâr dağıtım politikası, dönem sonunda elde edilen işletme kârlarının ortaklara dağıtılması veya işletme içerisinde yatırıma

<sup>202</sup> TÜRKO, Değerleme Açısından Kâr Dağıtım Politikası, s. 36-37

<sup>203</sup> KARYAĞDI, Nazmi. a.g.e., s. 80

dönüştürülmesiyle ilgili kararları içermektedir.<sup>204</sup> Bir diğer ifadeyle firma kazancının işletme bünyesinde bırakılması veya ortaklara dağıtılması arasındaki tercihin belirlenmesidir.

Nakit kâr payı ödemeleri, firma bünyesinde alıkonulacak kâr tutarını azalttığından, firma için bir finansman sorunu olarak ortaya çıkmaktadır.<sup>205</sup>

Kâr dağıtımını ilk bakışta tartışma götürür bir konu gibi görünmemektedir. Çünkü, işletme, ortaklarının çıkarları açısından kâr payı dağıtmak amacıyla kurulmuştur. Bir dönemde kâr payı dağıtılmamışsa, bu daha sonraki dönemde yapılacaktır. Şu hale göre dağıtma ya da dağıtmama büyük önem taşımaz. Ancak, bazı yazarlara göre, kâr hemen dağıtılmayıp işletmede alıkonduğunda gelecekte dağıtımını söz konusu olabilse bile hem geleceğin taşıdığı risk hem de paranın zaman değeri nedeniyle hissedarlar veya yatırımcılar dağıtmama kararını iyi karşılamayacak ve hisse senedinin piyasa değeri düşecektir.<sup>206</sup>

Kâr dağıtımını, firmanın piyasa değerini ve dolayısıyla ortakların servetini farklı şekilde etkilemektedir. Eğer firmanın gereksinme duyduğu fonları, sermaye piyasasından sağlama imkanı yoksa, yüksek oranda kâr dağıtımını firmanın büyümesinde daha az kâr alıkonmasına, dolayısıyla büyüme hızının yavaşlamasına yol açacaktır. Firma, sermaye artışı yoluyla kaynak sağlama olanağına sahip olsa bile, ortaklar ödeyecekleri gelir vergisi ve sermaye artışının gerektireceği giderler nedeniyle, firma kârının dağıtılmayarak firma bünyesinde bırakılmasını yeğleyebilir. Diğer taraftan, bazı ortakların buna tamamen zıt yönde tercihleri olabilir. Kâr payı alınmasını, kârın firma bünyesinde bırakılmasına oranla daha emin bulabilirler.<sup>207</sup>

Kâr payı dağıtım kararının önemini artıran bazı etkenler vardır. Bunlar; vergi etkenleri, ihraç giderleri ve pazardaki işlemlerin maliyeti olup bu etkenler kâr payı dağıtma ya da dağıtmama kararını etkilemektedir.<sup>208</sup> Vergi etkisi ile kâr payı dağıtımını arasında, kâr payına uygulanan vergi oranı ile sermaye kazancına

---

<sup>204</sup> CEYLAN, Ali. **İşletmelerde Finansal Yönetim**, Ekin Kitabevi Yayınları, Bursa 2003, s. 231

<sup>205</sup> KARYAĞDI. **a.g.e.**, s. 80

<sup>206</sup> GÖNENLİ, Atilla. **İşletmelerde Finansal Yönetim**, İstanbul 1991, s. 385

<sup>207</sup> AKGÜÇ. **a.g.e.**, s. 778

<sup>208</sup> GÖNENLİ, **a.g.e.**, s. 915

uygulanan vergi oranı arasınca farkın olmasıdır. Yani, firmanın hissedarlarına dağıttığı kar payları ile firmada alıkoyduğu kârlar farklı oranlarda vergilendirilmektedir. Ayrıca hissedarların da içinde buldukları vergi dilimi ile hisse senedi değer artışlarının vergilendirilip vergilendirilmeyeceği de kâr dağıtım politikasını etkilemektedir.<sup>209</sup> İhraç giderleri ise, bilindiği gibi firmalar finansmana gereksinim duyduklarında bu ihtiyaçlarını ya borçlanarak ya da öz sermaye yoluyla karşılarlar. Bu iki finansman biçimini ikame etmek imkânsızdır. Özellikle dış finansmana yani borçlanmaya gidildiğinde ihraç masraflarının var oluşu nedeniyle iç finansmandan daha masraflıdır. İşletme küçüldükçe daha az tutarda ihraç yapacak, ihraçla ilgili masrafları nisbi olarak daha fazla olacaktır. Bu durum firmaların daha az kâr payı ödemelerine, finansman için dağıtılmayan kârları kullanmalarına neden olmaktadır. Bir diğer etken işlem masrafları ise, firmadan kâr payı alan hissedar bunun karşılığında komisyon ödemek zorundadır. Komisyon ödemek istemeyen yatırımcı, kar payı ödemesini istemeyecek böylece işletmede yatırımını artırmış olacaktır. Bu durumların varlığı kâr payını dağıtıp dağıtmamayı etkileyecektir.<sup>210</sup>

Kâr payı dağıtımının önemini artıran bir diğer husus, kâr paylarının haber verme özelliğinin olmasıdır. Genellikle kâr payındaki bir değişme yatırımcılar tarafından, “firma yöneticilerinin gelecekteki kâr beklentilerinin değiştiği” şeklinde yorumlanır.<sup>211</sup>

Firmaların uyguladıkları kâr payı dağıtım politikaları ve bu tür politikalarda yaptıkları değişiklikler, yatırımcılar açısından nitel de olsa bir mesaj olarak algılanmaktadır. Yatırımcılar, firmanın gelecekteki performansının iyi ve bu performansı finanse edecek kaynaklar yeterli olduğu zaman, yöneticilerin yüksek oranda kâr payı dağıttıklarına inanırlar. Bu nedenle, dağıtılacak kâr oranındaki artışlar yatırımcılar tarafından firmanın geleceği hakkında yöneticilerin iyimser olduğunu dair bir delil olarak kabul edilmektedir. Doğal

---

<sup>209</sup> TÜRKÖ. *Finansal Yönetim*, s.531

<sup>210</sup> TÜRKÖ. *Değerleme Açısından Kâr Dağıtım Politikası*, s.36

<sup>211</sup> MILLER; MODIGLIANI. *a.g.e.*, s. 430



olarak, dağıtılacak kâr oranındaki düşüşlerde de yatırımcılar tarafından olumsuz bir mesaj çıkarılmaktadır. Bu bekleyişler firma değerine de yansımaktadır.<sup>212</sup>

Kâr payı politikaları ile yakından ilgilenen bir diğer grup da kredi verenlerdir. Kredi verenler genellikle kendilerine borçlu durumda olan firmaların likit varlıklarının borçlarını karşılayabilecek miktarda olmasına dikkat ederler. Bu nedenle firmaların nakit kâr payı ödemeleri nedeniyle likit varlıklarını azaltmaları kredi verenlerce hoş karşılanmayacaktır. Buna karşılık bir firma kâr payı ödememe kararı almışsa ya da dağıttığı kâr payları firmanın piyasa değerini artma yönünde etkilemişse, bu takdirde firma kredi verenlerle daha rahat müzakereye girebilecek, kredi verenlerde daha uygun şartlarda kredi vermeyi düşünebileceklerdir.<sup>213</sup>

Bir firmanın kâr payı dağıtımını ile ilgili kararı, genellikle finansman ve yatırım kararlarıyla iç içe girmiştir. Bazı firmalar, düşük kâr payı öderler. Çünkü, yönetim firmanın geleceği konusunda iyimserdir ve büyümek için kârları dağıtmama yani işletmede tutmak isterler. Bu durumda, kâr payı firmanın sermaye bütçelemesi kararının bir yan ürünü olarak karşımıza çıkmaktadır. Bir diğer firma ise borçlanarak sermaye harcamalarını finanse edebilir. Bu durumda, firmanın kâr payı, borçlanma kararının bir ürünü olarak karşımıza çıkmaktadır.<sup>214</sup>

Burada, ortakların ödeyeceği gelir vergisi ve sermaye artışının gerektireceği gelirler nedeniyle firma kârının dağıtılmaması durumu da göz önüne alınarak kararın verilmesi daha uygun olacaktır. Burada “optimal kâr payı politikası” kavramı karşımıza çıkmaktadır. Optimal kâr payı politikası, firmanın net bugünkü değerini ve halka açık anonim şirketlerde hisse senetlerinin piyasa değerini maksimize edebilen kâr payı politikasıdır.<sup>215</sup>

---

<sup>212</sup> MILLER, Metron; ROCK, Kevin. “Dividend Policy Under Asymmetric Information”, **Journal of Finance** Vol:11, No: 4, 1985, s. 1031-1050

<sup>213</sup> BLACK, Fischer. “The Dividend Puzzle”, **Journal of Portfolio Management**, No: 2, 1976, s. 75

<sup>214</sup> BREALEY, A. Richard; MYERS, C. Stewart; MARCUS, J. Alan; **Fundamentals of Corporate Finance**, International Edition, Literatür Yayıncılık, İstanbul 1995, s. 418

<sup>215</sup> HATİBOĞLU, Zeyyat. **Temel İşletme Finansmanı**, Yeni İktisadi ve İşletme Yönetim Dizisi no:10, İstanbul 1993, s. 209

Yine, bir firma için optimal kâr payı dağıtım politikası, kâr payları ve firmanın hisse senedini maksimize eden gelecek büyüme arasında denge kurmaktır.<sup>216</sup> Optimal kâr payı politikasına sahip bir firma, yatırımcılarının temin edeceği kâra bağlı olarak, firma kârlı yatırım imkânına sahipse ve ortakların elde edebilecekleri kârdan daha fazla getiri sağlayacaksa, kâr dağıtımını hiç yapmayacak; kârlı yatırım imkânı yoksa kârın tamamını dağıtabilecektir. Bu durumda, kâr payı politikasından söz etmeye gerek yoktur da denebilir. Ancak, bu görüşün aksine yaygın olan şu esaslardan hareket edince kâr payı politikasının önemli olduğu görülecektir;<sup>217</sup>

- Hissedarlar için kâr paylarının şimdiki değeri ile gelecekteki değerleri, paranın zaman değeri ve risk sebebiyle aynı değildir. Yatırımcılar, şimdiki kâr payları aynı miktara denk ileride oluşacak sermaye kazançlarına tercih ederler.

- Firmanın ödemekte olduğu kâr payları bir tür, firmanın referansı olup, firma hakkında bilgi verir. Söz gelimi, yüksek kâr payları firmanın kârlı olduğunu gösterir.

- Hisse senedi fiyatlarının piyasada devamlı inip çıkma ve düşme riski, yatırımcıların paraya ihtiyaç duyarak onları düşük fiyatlarla elden çıkarma tehlikesini ortaya koyar. Bu bakımdan, yatırımcılar düşük de olsa düzenli bir kâr payı gelimine sahip olmayı tercih ederler. Bu nedenle, uygulamada kâr paylarının hisse senetleri fiyatlarını etkilediği görülmektedir.

Kâr payı politikasının önemi sadece yukarıda söz edilen durumlardan ibaret değildir. Bunlara ilave olarak, firma için aşağıda ifade edilen öneme de sahiptir;<sup>218</sup>

- Kâr payı yatırımcıların davranışlarını etkiler. Söz gelimi hissedarlar kâr paylarının dağıtılmaması ya da düşük oranda dağıtılmasına olumsuz tepki gösterirlerse, bu durum bazı sorunlara yol açabilir. Ayrıca kâr payı politikasının

---

<sup>216</sup> DICKERSON, Bodil; CAMPSEY, B. J. ; BRİGHAM, Eugene. **Introduction to Financial Management**, Fourth Edition, The Dryden Pres, Florida 1995, s. 822

<sup>217</sup> HATİBOĞLU. **a.g.e.**, s. 209

<sup>218</sup> BERK, **a.g.e.**, s. 308-309

belirlenmesinde firma yöneticilerinin hissedarların çıkarlarının maksimum kılınmasına önem göstermeleri gerekir. Buna uyulmadığı zaman, hissedarlar ellerindeki hisse senetlerini satarlar. Bu durum firmanın pazar değerini olumsuz etkiler. Öte yandan hissedarların hoşnutsuzluğu dışarıdan bir grubun firmayı kontrol çabalarına da yol açabilir.

- Kâr payı, firmanın nakit akımını etkiler. Likidite durumu yetersiz olan işletmeler kâr payı ödemelerini sınırlar. Dağıtılmayan kâr payları ile dönen varlıklar finanse edilebilir.

- Kâr payı, firmanın finanslama programını ve sermaye bütçesini etkiler. Kârlar dağıtılmayıp firmada alıkonarak, yatırımların finansmanında yeni bir kaynak olarak kullanılabilir.

- Kâr payı ödemeleri, alıkonan kârlardan yapıldığında ortakların şirketteki varlıklarını azaltmakta ve borç/öz sermaye oranı artmaktadır. Bu da gelecekte sağlanacak kâr paylarının azalmasına yol açar.

### **3.4. KÂR DAĞITIM POLİTİKASINI ETKİLEYEN FAKTÖRLER**

Firmalar neden kâr payı öderler? Neden yatırımcılar kâr paylarına dikkat ederler? Bu soruların cevapları belki ilk bakışta kolay görülecektir. Kâr payı firmaya risk pahasına para yatıran yatırımcılar için bir getiriye ifade ettiğinden belki de firmalar var olan hisse senedi sahiplerini ödüllendirmek ve diğerlerini yüksek fiyattan yeni hisse senedi ihraçlarından satın almaya cesaretlendirmek isterler. Belki de firma, kâr payı ödemeyerek, kâr payı ödemesi durumunda kaçırılacak cazip bir yatırım fırsatı olduğunu göstermeye çalışır.

Bir firma, kâr dağıtım politikası ile ilgili karar alırken göz önünde bulundurması gereken birçok faktörle karşı karşıyadır. Aşağıda sıralanan faktörler daha çok uygulamada, bir kâr payı kararı verilirken analiz edilmesi gerekli faktörler olarak düşünülmelidir. Ayrıca aşağıda sıralanan faktörler kâr

payı ödemelerini etkilemesine rağmen, bu faktörlerle bir firmanın uyguladığı gerçek kâr payı politikası arasında bir ilişki olması zorunlu değildir.<sup>219</sup>

Kâr payı dağıtım politikasını etkileyen faktörler genel olarak Şekil 3.5'te gösterildiği gibidir;



Şekil 3.5: Kâr Dağıtım Politikasını etkileyen Faktörler

Şekil 3.5.'te belirtilen kâr dağıtım politikasını etkileyen faktörler aşağıda başlıklar halinde ayrıntılı olarak açıklanmıştır.

### 3.4.1. Yasal Faktörler

Kâr payı dağıtımına ilişkin yasal kurallar, her ülkenin kendi ilgili kanunlarında düzenlenmiş olup, genelde azınlık paylarının kâr üzerindeki haklarının korunması ve firmaya fon temin eden üçüncü kişilerin yanlış yönlendirilmelerinin önlenmesi amacıyla düzenlenmiştir.

Türk Ticaret Kanunu (TTK) hükümleri, kâr payının ancak safi kârdan ve bu amaçla ayrılmış yedek akçelerden dağıtılabileceği esasını benimsemiştir.

<sup>219</sup> WESTON, J. Fred; COPELAND, Thomas E. **Managerial Finance**, The Dryden Press, International Edition, New York, 1992, s. 658

Başka bir ifadeyle firma ancak cari yılda veya geçmiş yıllarda elde etmiş olduğu kârdan dağıtım yapabilir.<sup>220</sup>

Kâr payı dağıtımı ile ilgili mevzuat genel olarak, üç temel ilke üzerinde durmaktadır: Bunlar;

- 1- Net Kâr İlkesi,
- 2- Esas Sermayenin Zayıflatılmaması İlkesi ve
- 3- Firmanın Borçlarını Ödeme Güçsüzlüğü İçerisinde Olmaması İlkesidir.

Net Kâr İlkesi, kâr paylarının yalnızca cari ve geçmişteki kazançlardan ödenmesi gerektiğine işaret etmektedir.<sup>221</sup> Esas Sermayenin Zayıflatılmaması İlkesi, sermayenin kâr payı olarak dağıtılmasını önlemekte ve bu şekilde şirket ortaklarını ve şirketten alacaklı olanları korumak amacını gütmektedir. Firmaların Borçlarını Ödeme Güçsüzlüğü İçerisinde Olmaması İlkesi ise, borç tutarı net varlığından daha yüksek olan şirketin kâr dağıtımını yasaklamaktadır.<sup>222</sup> Bu ilkeler dışında, mevzuatın kâr payı dağıtımı üzerinde, şekil ve usul bakımından da birçok düzenlemeleri vardır. Bu düzenlemelerin de kâr payı dağıtım politikasının belirlenmesinde dikkate alınması gerekmektedir.

Ülkemizde bu konuyla ilgili düzenlemeler, (TTK) ve (SPK) ve Sermaye Piyasası Kurulunun ilgili tebliğlerinde yer almaktadır. Yasalarla belirlenen ve şirket sözleşmelerinde yer alan hükümler çerçevesinde kâr payı dağıtım kararları oluşturulmaktadır. Yasal düzenlemeler göz önüne alındığında kâr payı dağıtım yönünden şirketler, halka açık anonim şirketler ve bunların dışında kalan şirketler olmak üzere iki gruba ayrılmaktadır. Kâr dağıtımında, SPK hükümlerine tabi olan ve bu hükümlere göre gerekli düzenlemeleri yapan şirketler Halka Açık Anonim Şirketler olarak nitelendirilirken, vergi mevzuatı hükümleri yanında, sadece TTK hükümlerini göz önünde bulunduran şirketler ise Halka açık Anonim Şirketler dışında kalan tüm şirketlerdir.

---

<sup>220</sup> AKGÜÇ. a.g.e, s. 783

<sup>221</sup> TÜRKO. Finansal Yönetim, s. 529

<sup>222</sup> AKGÜÇ. a.g.e s. 783

Öncelikle şunu ifade etmek gerekir ki, gerek TTK'ya göre, gerekse SPK'ya göre kâr dağıtımının yapılabilmesi için bilânçoda kâr bulunması gerekir. Aslında sermaye şirketlerinin pay sahiplerine dağıtacağı kâr, ticaret hukuku ilkelerine göre tespit edilen kârdır. Kâr dağıtım kararının verilebilmesinin ilk koşulu, genel kabul görmüş muhasebe ilkeleri doğrultusunda düzenlenmiş bir bilânçoya göre kâr elde edilmiş olması ya da önceki yıllar kârından bu amaç için kullanılacak yedek akçelerin bulunmasıdır.<sup>223</sup> Genel kurul karar verirse, her iki halde de şirketler bilânçoda kâr gözükme dahi yedek akçelerden kâr payı dağıtabilirler. Bilânçoda kâr gözüküyorsa, TTK'ya tabi anonim şirketlerde bir hesap dönemi sonunda tespit edilen safi kârın dağıtılıp dağıılmamasına ne zaman ve ne şekilde dağıtılacağı hususunda karar vermeye genel kurul yetkilidir.<sup>224</sup>

#### 3.4.1.1. TTK'ya Tabi Şirketlerde Kâr Dağıtımı

TTK'da kâr dağıtım ilkeleri iki başlık altında toplanmıştır. Bunlardan birincisi, şirketin mali bünyesini koruyucu, ikincisi de ortakların kâr almasını sağlayıcı kâr dağıtım ilkeleridir. Birinci ilke şirketler lehine, ikinci ilke ise ortaklar lehine gerekli düzenlemeleri kapsamaktadır.<sup>225</sup> TTK'nın 470. maddesine göre kâr payı, ancak safi kârdan ve bu amaçla ayrılmış yedek akçelerden ayrılır.<sup>226</sup> TTK'ya tabi anonim şirketlerde, bilânçoda kâr var ve genel kurul da kâr dağıtım kararı almışsa, TTK'nın 466/2 fıkrası gereğince ödenmiş sermayenin en az % 5'i kadar kâr dağıtılır. Daha fazla kâr dağıtılıp dağıılmayacağı konusunda genel kurul dilediği gibi karar alabilir.<sup>227</sup> Eğer genel kurul, kârın tamamının dağıtılmasına karar vermişse, yönetim kurulu esas sözleşme hükümlerine ve genel kurulca alınacak kararlara göre kâr payı dağıtmak zorundadır.<sup>228</sup> TTK, şirketin finansal yapısını güçlendirmek, belirli bir oranda kâr dağıtımını

<sup>223</sup> SEVİĞ, Veysi. “Kâr Dağıtım ve Vergilendirilmesi”, **Dünya**, 03/05/2002 Cuma

<sup>224</sup> ERCAN, İbrahim. “Kurumlarda Kâr Dağıtım ve Vergilendirilmesi”, **Kazancı Dergisi**, Sayı:9, Mayıs 2005, s. 141

<sup>225</sup> KIZILOĞ, Şükrü. “TTK ve SPK Yönünden Anonim ve Limited Şirketlerde Kâr Dağıtım”, **Yaklaşım Dergisi**, Yıl: 1, Sayı: 14, Nisan 1993, s. 33

<sup>226</sup> YENER, M. Serhat. **Türk Ticaret Kanunu ve İlgili Mevzuat**, Seçkin Yayınevi, Ankara 2001, s. 136

<sup>227</sup> İstanbul Menkul Kıymetler Borsası, **Sermaye Piyasası ve Borsa Temel Bilgiler Kılavuzu**, İMKB Yayınları, 2003, s. 92

<sup>228</sup> CEYLAN. **a.g.e.**, s. 160

sağlayabilmek ve bazı amaçları gerçekleştirebilecek finansal olanaklar yaratabilmek amacıyla dönem kârları üzerinden yasal ve ihtiyari yedek akçelerin ayrılması koşullarını belirlemiş olup, yedek akçelerle ilgili düzenlemeler TTK'nın ilgili maddelerinde yer almıştır. Şirketin esas sözleşmesinde birinci kâr payı oranının gösterilmesi zorunludur. Şirketin birinci kâr payı tutarı, hesap dönemi kârından kanunlara göre ayrılması gereken yedek akçeler ile vergi, fon ve mali ödemeler ve varsa geçmiş yıl zararları düşüldükten sonra kalan dağıtılabilir kârın % 20' sinden az olamaz. TTK'ya tabi şirketlerde dağıtılacak kâr payı Tablo 3.4'deki gibi hesaplanır.<sup>229</sup>

**Tablo 3.4 : Türk Ticaret Kanunu 'na Tabi Şirketlerde Dağıtılacak Kâr payı**

<b>Dönem Ticari Kâr</b>
(-) Kurumlar Vergisi ve Diğer Yasal Yükümlülükler Karşılığı
<b>Net Dönem Kârı (Vergiden Sonraki Kâr)</b>
(-) Geçmiş Yıl Zararları
(-) I. Tertip Kanuni Yedek Akçe (TTK 466/1) (Safi kârın yirmide biri (Ödenmiş esas sermayenin beşte birini buluncaya kadar)
(-) İşletmede Bırakılması Zorunlu Fonlar
<b>Dağıtılabilir Net Dönem Kârı</b>
(-) Ortaklara Birinci Kâr payı (TTK 466/III)(Pay sahiplerine ödenmiş sermayenin en az % 5'i oranında)
(-) Ana sözleşme hükümlerince kuruculara, intifa senedi sahiplerine, yönetim kurulu üyelerine, personele dağıtılan kâr payı
(-) Ortaklara İkinci Kâr payı
(-) II. Tertip Kanuni Yedek Akçe (Birinci kâr payı ayrıldıktan sonra pay sahipleri ile kâra iştirak eden diğer kimselere dağıtılması kararlaştırılan kısmın onda biri (1/10)dir. (TTK Md. 466/III))
(-) İhtiyari Yedek Akçeler (Statü Yedekleri, Diğer Yasal Yedekler, Olağanüstü Yedekler)

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

<sup>229</sup> İstanbul Menkul Kıymetler Borsası, a.g.e, s. 93

Bazı şirketler, dağıtılmamış kârların veya ihtiyari (Olağanüstü yedek akçeler dahil) yedek akçelerinin bir bölümünü veya tamamını ortaklarına bedelsiz pay senedi vermek yoluyla sermaye artışında kullanmaktadırlar. Anonim şirketlerde değişik şekillerde sermaye artırımı yapılmaktadır. Bunun en yaygın olanı, sermayenin nakit olarak taahhüd edilmesi ve ödenmesidir. Nakit sermaye olarak taahhüt edilen tutarın %25'i en geç üç ay içinde, kalanı da en geç üç yıl içinde ödenmelidir. Ancak bu süre, genel kurul kararı ile daha kısa tutulabilir. Mevcut sermayenin tamamı ödenmediği sürece, şirket yeniden sermaye artırımına gidemez. Sermaye artırımında izlenecek diğer yollar ise olağanüstü yedeklerin sermayeye eklenmesi, geçmiş yıl kârlarının sermayeye eklenmesi, maliyet artış fonunun sermayeye eklenmesi ve gayrimenkul ve iştirak hisselerinin satışından doğan kârın sermayeye eklenmesi şeklindedir.<sup>230</sup>

Yeniden değerlendirme<sup>231</sup> sonucunda elde edilen kıymet artışı da bir fonda toplanarak, bilânçoların pasifinde gösterilip, istendiği takdirde bu fon şirket sermayesine eklenmek suretiyle yeni hisse senetleri bastırılarak, ortaklara bedelsiz hisse senedi olarak dağıtılabilmektedir. Hisse bölünmeleri, yani hisse senetlerinin nominal değerinin belirli bir oranda azaltılması yoluyla hisse senetlerinin adedinin artırılması uygulamasını, TTK, şirket genel kuruluna, esas sermaye miktarı aynı kalmak üzere, esas sözleşmeyi değiştirmek suretiyle hisse senetlerini, itibari (nominal) değeri daha az olan hisse senetlerine bölme hakkı olarak vermiştir.<sup>232</sup> Bir şirketin hisse senetlerini geri satın almasının, kâr payı ödemesinin bir alternatifi olduğu bir gerçektir. Ülkemizde bir anonim şirketin, kendi hisse senetlerini satın alarak, dolaylı bir şekilde kâr payı dağıtmasına yasal yönden olanak yoktur. TTK, ancak çok ayrıksı hallerde anonim şirketlerin kendi hisse senetlerini satın almasına olanak vermiştir. Bu ayrı durumlar aşağıda belirtilmektedir;

- Hisse senetleri şirketin sermayesinin azaltılmasına dair bir karara dayanılarak devralınmışsa;

<sup>230</sup> İstanbul Menkul Kıymetler Borsası, **a.g.e.**, s. 87

<sup>231</sup> Yeniden değerlendirme, şirketlerin aktifinde bulunan bina, demirbaş, makine, nakil vasıtası gibi sabit kıymetlerin defter değerinin enflasyon ve sair sebeplerle farklılaşmış gerçek piyasa değerlerine eşitlenmesidir.

<sup>232</sup> Türk Ticaret Kanunu Madde 400



- Hisse senetleri şirketin kurulması veya esas sermayenin çoğaltılması dolayısıyla vaki olan iştirak taahhüdünden başka bir sebepten doğan şirket alacaklarının ödenmesi maksadıyla devralınmışsa;
- Hisse senetleri bir mal varlığının veya işletmenin borç ve alacaklarıyla beraber sahip olunması neticesinde şirkete geçmişse;
- Hisse senetlerinin devir veya rehin alınması keyfiyeti esas mukaveleye göre şirket konusuna giren muamelelerden ise;
- Hisse senetleri yönetim kurulu üyeleri, müdürler ve memurlar tarafından kendilerine bu sıfatla düşen mükellefiyetlere karşı rehin olarak yatırılmış ise;

Devralınan hisse senetleri, şirketin sermayesinin azaltılmasına dair bir karara dayanılarak devralınmışsa, derhal imha edilir ve bu hususta tutulan zabıt Ticaret Siciline verilir. Diğer hallerde bu senetler ilk fırsatta tekrar elden çıkarılır.<sup>233</sup>

#### **3.4.1.2. SPK'ya Tabi Şirketlerde Kâr Dağıtımı**

SPK'ya tabi şirketler halka açık şirketler olup, SPK'da bu şirketler tanımlanmıştır. Buna göre, hisse senetleri Menkul Kıymetler Borsa'sına kote edilmiş ortaklıklarla, ortak sayısının 250' yi aştığı herhangi bir şekilde saptanan ortaklıklar halka açık ortaklıklar olarak nitelendirilmektedir. TTK'nın % 5 olarak tespit ettiği birinci kâr payı oranının halka açık şirketler için tespitini SPK, Sermaye Piyasası Kurulu'na bırakmıştır. Yasa hükmü ile ayrılması gereken yedek akçeler ve esas sözleşmede pay sahipleri için belirlenen birinci kâr payı ayrılmadıkça başka yedek akçe ayrılmasına, ertesi yıla kar aktarılmasına ve yönetim kurulu üyeleri ile, memur, müstahdem ve işçilere kardan pay dağıtılmasına karar verilemeyeceği gibi, belirlenen birinci kâr payı ödenmedikçe bu kişilere kardan pay dağıtılamaz.<sup>234</sup> Ancak, Yönetim Kurulu üyeleri ile memur, müstahdem ve işçilere kardan pay dağıtılabilmesi için esas sözleşmede hüküm

---

<sup>233</sup> Türk Ticaret Kanunu, Madde 329

<sup>234</sup> Sermaye Piyasası Kanununun, Madde 15

bulunması şarttır. SPK'nın kâr dağıtımı ile ilgili hükümleri aşağıdaki hususları içermektedir;<sup>235</sup>

- Halka açık anonim şirketlerin birinci kâr payı oranı ödenmiş sermayenin en az %5'i oranındadır. Bu orana göre bulunacak I. Kâr payı tutarı, hesap dönemi net kârından vergi ve benzerleri düşülmek suretiyle bulunan dağıtılabilir kârın %30'undan az olamaz.

SPK'ya tabi şirketlerde dağıtılacak kâr payı; Tablo 3.5'te belirtildiği şekilde hesaplanır;

**Tablo 3.5; SPK' ya Tabi Halka Açık Şirketlerde Dağıtılacak Kâr payı<sup>236</sup>**

<b>Dönem Kârı</b>
(-) Geçmiş Yıl Zararları
(-) Kurumlar Vergisi ve Diğer Yasal Yükümlülükler
<b>Safi Kâr</b>
(-) Birinci Tertip Yasal Yedek Akçe (Safi kârın yirmide biri (1/20), ödenmiş sermayenin beşte birini (1/5) buluncaya kadar I. Tertip Kanuni Yedek Akçe olarak ayrılır. (TTK 466))
<b>Net Dağıtılabilir Dönem Kârı</b>
(-) Ortaklara Birinci Kâr payı ( Seri: IV, No: I Md.7 Dağıtılabilir kârın yarısından az olmamak üzere birinci kâr payı ödenir. Halka açık anonim ortaklıklarda birinci kâr payı oranını belirleme yetkisi Sermaye Piyasası Kurulu'ndadır.
(-) Memur ve İşçilere Kâr payı Esas Sözleşmelerinde hüküm bulunması zorunludur(SPK Md.15)
(-) Yönetim Kuruluna Kâr payı Esas Sözleşmelerinde hüküm bulunması zorunludur(SPK Md.15)
(-) İkinci Kâr payı
(-) II. Tertip Kanuni Yasal Yedekler Birinci kâr payı ayrıldıktan sonra pay sahipleri ile kâra iştirak eden diğer kimselere dağıtılması kararlaştırılan kısmın onda biri (1/10) dir. (TTK Md. 466/3)
(-) Statü Yedekleri
(-)Özel Yedekler
(-)Olağanüstü Yedek

Ancak halka açık anonim şirketlerden;

<sup>235</sup> 14.3.1995 Tarih ve 22227 Sayılı Resmi Gazete'de yayımlanan Seri IV/15 No.lu SPK Tebliği

<sup>236</sup> İstanbul Menkul Kıymetler Borsası, a.g.e, s. 94

- Hisse senetleri Borsa'da işlem görenler; birinci kâr payıyü nakden ve/veya hisse senedi biçiminde dağıtmak veya dağıtmamak konusunda serbesttirler. Kurul, bu ortaklıklardan gerekli gördüklerine birinci kâr payınün nakden dağıtılması zorunluluğu getirebilir.

Hisse senetleri Borsa'da işlem görmeyenler, birinci kâr payıyü nakden dağıtmak zorundadır.

SPK' nın "Kâr payı ve Bedelsiz Payların Dağıtım Esasları" başlıklı 15'inci maddesi: *"Halka açık anonim ortaklıkların esas sözleşmelerinde birinci kâr payı oranının gösterilmesi zorunludur. Bu oran, Kurul tarafından belirlenecek ve tebliğlerle ilan edilecek miktardan aşağı olamaz. Kurul, ihraççıların türleri ve dağıtılabilir kar tutarları itibariyle kâr payı dağıtım zorunluluğunu kaldırabilir veya erteleyebilir. Yönetim kurulu üyeleri ile memur, müstahdem ve işçilere kardan pay dağıtılabilmesi için esas sözleşmede hüküm bulunması şarttır. Yasa hükmü ile ayrılması gereken yedek akçeler ve esas sözleşmede pay sahipleri için belirlenen birinci kâr payı ayrılmadıkça başka yedek akçe ayrılmasına, ertesı yıla kar aktarılmasına ve yönetim kurulu üyeleri ile memur, müstahdem ve işçilere kardan pay dağıtılmasına karar verilemeyeceği gibi, belirlenen birinci kâr payı ödenmedikçe bu kişilere kardan pay dağıtılamaz.*

*Kâr payı hesap dönemi sonu itibariyle mevcut payların tümüne, bunların ihraç ve iktisap tarihleri dikkate alınmaksızın eşit olarak dağıtılır.*

### **3.4.2. Firmanın Likidite Durumu**

Kâr payı ödemeleri, nakit çıkışı gerektiren bir işlem olduğundan firmaların likidite durumları, kâr dağıtım kararlarını büyük ölçüde etkiler. Likiditesi iyi olan bir firma, kâr dağıtım kararını verirken fazla sıkıntı çekmeyecektir. Bir firmanın karının yüksek olması, o firmanın likidite durumunun iyi olduğu ve rahatlıkla kâr payı dağıtabileceği anlamına gelmez. Çünkü firma elde etmiş olduğu karı, ihtiyaç duyduğu aktif değerlerin temin edilmesinde bir kaynak olarak kullanmış olabilir. Dolayısıyla her ne kadar karlı gözüküyorsa da, bu fonların makine -

teçhizat, demirbaş ya da benzeri nitelikteki aktiflere bağlanmış olması nedeniyle firma bir nakit sıkıntısı içerisinde bulunabilir. Böyle bir durumda kâr payı dağıtım kararı veren bir firma, kendisini güç duruma sokmuş olacaktır. Ancak firma, aktiflerinden yüksek oranda bir kar elde ediyorsa, likidite durumundaki sıkışıklıklar, döner sermayenin kâr payı dağıtım zamanında nakit bulunduracak şekilde ayarlanmasıyla halledilebilir.

Mesela, kâr payı dağıtımını yaklaştığında stoklar en az düzeye veya alacaklı hesaplar ortalamasının altına indirilebilir. Firmanın likidite durumu, yatırım ve sermaye yapısı kararları tarafından belirlenir. Yatırım kararları, varlık yapısını ve varlık seviyesindeki artışın doğuracağı fon ihtiyacını belirlerken, sermaye yapısı kararları, ihtiyaç duyulan fonların nereden temin edileceğini gösterir.<sup>237</sup>Bu kararlara göre belirlenen likidite yapısı, kâr payı politikasının da belirlenmesinde önemli rol oynar.<sup>238</sup>

### 3.4.3. Borçlanma Yeteneği

Belirsizliğe karşı işletmeyi korumanın ve esnekliği sağlamanın tek yolu likidite güç değildir. Eğer firma kısa süre içinde kolaylıkla borç alabilme olanaklarına sahipse, kâr payı dağıtımında daha fazla bir esneklik kazanabilir. Borçlanma, kısa süreli banka kredisi ile olabileceği gibi, tahvil ihracı ya da diğer kredi kuruluşlarından alınan orta veya uzun vadeli borç şeklinde de olabilir. Büyük ve kendini kabul ettirmiş bir firmanın borçlanma olanakları daha fazladır. Borçlanma olanaklarının fazlalığı ise, kâr payı dağıtımında daha esnek bir politika izlenmesini mümkün kılar.<sup>239</sup>

---

<sup>237</sup> YÜKSEL, Ali Sait. **Para Bulma ve Yatırım**, AR Basım Yayın ve Dağıtım, İstanbul 1982, s. 291

<sup>238</sup> VAN HORNE, James. *Fundamentals of Financial Management*, Prentice Hall Inc. Englewood Cliffs, New Jersey, 1983, s. 404

<sup>239</sup> BELKAYALI. a.g.e., s. 48

### 3.4.4. Borç Ödeme Gereği

Bir firma, evvelce almış olduğu borçların ödenmesi konusunda iki alternatifle karşı karşıyadır; 1. Yeni borç alarak eski borçları ödemek (röfinansman), 2. Faaliyeti sonucu yaratmış olduğu fonları borç ödemede kullanmak.

Bu nedenle firma, borçlarını yaratmış olduğu kaynaklarla ya da sağlayacağı yeni dış kaynaklarla ödemeyi planlamak durumundadır. Ağır bir borç yükünün altında bulunan bir firmanın, yaratmış olduğu kaynakları (özellikle elde ettiği kâr) borç ödemede kullanarak, borç yükünü hafifletmeyi kâr dağıtımına tercih etmesi, firmanın varlığı ve geleceği açısından daha sağlıklı bir seçim olabilir.<sup>240</sup>

### 3.4.5. Kredi Sözleşmelerinde Yer Alan Hükümler

Kredi verenler, düzenledikleri kredi sözleşmelerine, kredi kullanan firmanın borç ödeme gücünün azalmasını engellemek ve daha sağlıklı bir finansal yapıya sahip olmasını sağlamak amacı ile kâr payı dağıtımını kısıtlayıcı şartlar koyma imkânına sahiptir. Özellikle orta vadeli kredilerde, geleceğin belirsizliği nedeniyle ortaya çıkan geri ödeme riskinin azaltılabilmesini sağlamak üzere bir kredi sözleşmesinin hazırlanması ve buna bağlı olarak kredi şartlarının belirlenmesi, kredi verenler açısından büyük önem taşımaktadır.<sup>241</sup> Finansman kurumları, kredi sözleşmelerine konulan hükümlerle firmaların kâr dağıtım politikalarını etkilemek ve kâr dağıtımını sınırlamak olanağını elde etmektedirler. Finansman kurumlarının amacı, kredinin tamamı geri ödeninceye kadar kâr dağıtımını düşük bir düzeyde tutarak firmanın daha sağlıklı bir finansal yapıya sahip olmasını sağlamaktır. Bu tür sınırlamalar, iflas ve benzeri gibi durumlarda borç verenlerin kaybını gidermek, bunları zarardan korumak amacıyla

---

<sup>240</sup> AKGÜÇ. a.g.e, s. 785

<sup>241</sup> GITMAN, Lawrence J, **Principles of Managerial Finance**. Harper Collins, New York 1991, s. 586

konulmuştur.<sup>242</sup> Özellikle uzun vadeli borçlanmalarda borç sözleşmelerinde yer alan hükümler işletmelerin kâr payı ödeme yeteneklerini sınırlamaktadır. Borç verenlerin durumunu korumak amacıyla hazırlanan sözleşmelere konulan sınırlamaların bazıları aşağıdaki gibidir.<sup>243</sup>

- Kâr payı ödemeleri cari yıl kârından yapılır. Geçmiş yıllardaki dağıtılmayan kârlardan kâr payı ödemeleri yapılamaz.
- Net Çalışma Sermayesi belli bir tutarın altına düştüğü zaman kâr payı ödemesi yapılamaz.

### 3.4.6. Aktif Varlıklarda Büyüme Hızı

Bir firmanın finansal gereksinimleri, aktif varlıklarda beklenen büyüme hızına bağlıdır. Eğer firma büyüme aşamasındaysa, büyümeyi finanse edecek fonlara ihtiyaç da artacaktır.<sup>244</sup> Hızla büyüyen işletmelerde, işletmeye yeni varlıkların ilave edilmesi, fon gereksinimini artırır. Gelecekte nakde olan gereksinimin artma olasılığı, işletme yöneticilerini kâr payı dağıtma yerine dağıtmama kararını almaya yöneltir.<sup>245</sup> Firmaların büyüme aşamaları ile kâr payı politikaları arasındaki ilişki şekil 3.6'da gösterilmiştir.<sup>246</sup>

1. Aşamada, firma daha küçük ve gelişme aşamasında olduğundan, yatırımlarını finanse etmek ve aktiflerini genişletmek için finansmana ihtiyaç duyacaktır. Bu aşamada kâr payı dağıtımını firmayı finansal güçlüğe sokacaktır. Bu nedenle, kârların firma bünyesinde alıkonması gerekir. Firmanın piyasada başarılı olması ile birlikte, ürünlerine olan talep artacak ve satışların yükseldiği, kârların arttığı ve varlıkların genişlediği 2. aşamaya geçilecektir.

---

<sup>242</sup> GITMAN. a.g.e., s. 586

<sup>243</sup> WESTON Fred J, BRİNGHAM Eugene F, **Essentials of Managerial Finance**, The Dryden Pres, Holt Rinehart and Winston, New York 1987, s. 512

<sup>244</sup> GITMAN, a.g.e., s. 594

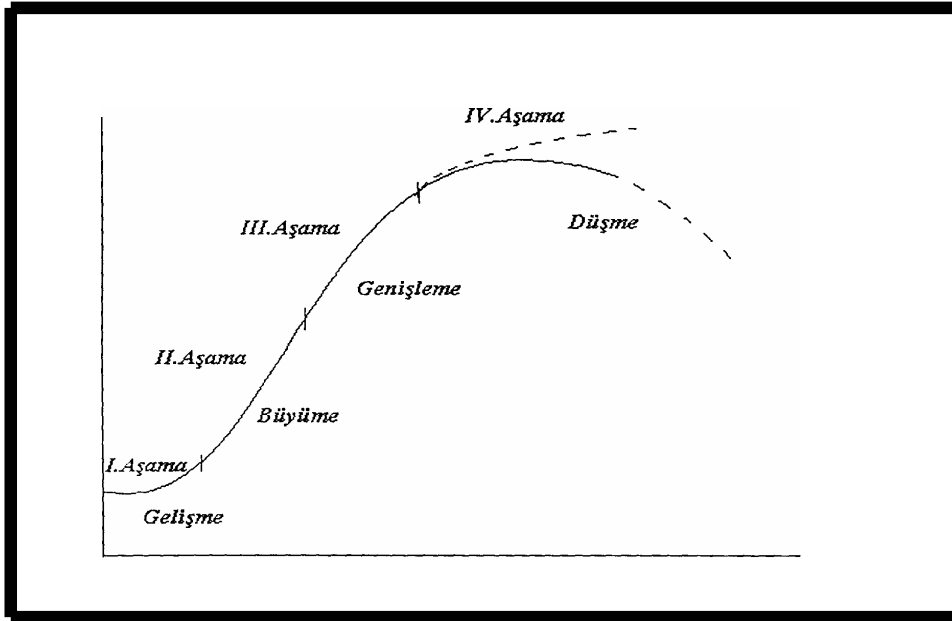
<sup>245</sup> CEYLAN, a.g.e., s. 234

<sup>246</sup> BLACK, B. Stanley; HIRT, A. Geoffrey. **Foundation of Financial Management**, Irwin Inc. Homewood, Illinois, 1987, s. 574-575

2. Aşamada satışlar ve varlıklar üzerinden kârlar artan bir oranla büyüdüğünden, hisse senedi şeklinde kâr payı ödeme yoluna gidilmelidir. Bu aşamanın sonlarına doğru düşük oranda da olsa nakit kâr payı yoluna gidilebilir.

3. Aşamada, satışlardaki büyüme azalan bir oranla devam etmektedir. Yatırımların kârlılığı piyasaya yeni firmaların girmesiyle azalmaktadır. Bu aşamada varlıklardaki büyüme hızı düştüğünden ve dış kaynaklardan fon sağlama imkanı arttığından firma oldukça fazla nakit kâr payı ödeme yeteneğine sahip olup kâr payı ödeme oranı firmanın durumuna göre değişmekle beraber % 40'lara çıkabilir.

4. Aşama olan olgunlaşma döneminde ise, firma sabit büyüme oranını sürdürür. Bu dönemde büyümeyi artırıcı yönde farklılaşmaya gidilmez ve yeniliklere başvurulmazsa firmanın kârlılığı düşecektir. Firma kâr payı ödeme oranı, endüstriden endüstriye değişmekle beraber %40-60 civarında seyrederek. Firmanın bu oranda kâr payı dağıtması hisse senetlerine talebi artırmaya yönelik bir çaba olarak değerlendirilebilir.



Şekil 3.6: Firmaların Büyüme Aşamaları ile Kâr payı Politikaları Arasındaki İlişki

### 3.4.7. Kârların İstikrarı

Kâr payı dağıtımını etkileyen en önemli faktörlerden birisi, işletme kârlarının istikrarıdır. Kârlardaki dalgalanmalar ilave birçok faktör olmasına rağmen kâr payı kararlarının verilmesinde bazen tek önemli faktör olarak kendisini gösterir.<sup>247</sup> Geçmiş dönemlerde satış ve kârları istikrarlı olan bir firma, gelecek dönemlerde de elde edeceği kârı daha sağlıklı bir şekilde tahmin etmek olanağına sahiptir. Bu nedenle kârları istikrarlı olan firmalar, satış ve kârları büyük dalgalanmalar gösteren firmalara göre, kârların daha büyük bir bölümünü kâr payı olarak dağıtabilirler. Kârı istikrarsız olan firmalar, gelecek dönemlerde ümit ettikleri kârı sağlayıp sağlamama konusunda emin olmadıklarından, yüksek kâr sağladıkları yıllarda, kârın büyük bir bölümünü yedek akçe olarak ayıracaklar; buna karşılık kârın az olduğu dönemlerde, bu amaçla ayırmış oldukları yedek akçeleri kâr dağıtımında kullanabileceklerdir.<sup>248</sup>

### 3.4.8. Kontrol

Eğer, işletme her dönem yüksek oranda kâr payı dağıtıyorsa, diğer şartlar değişmemek kaydıyla, ileride söz konusu olacak kârlı yatırım fırsatlarını değerlendirmek için hisse senedi ihraç etme durumunda kalabilir. Böylece, yeni hisse senedi ihracı, işletme yönetim ve kontrolün de dağılmasına neden olabilir. Bu nedenle, işletme yönetim ve denetimini ellerinden kaçırmak istemeyen ortaklar, kâr payı dağıtım oranının az olmasını ve kârlı yatırımların gerçekleştirilmesini tercih ederler. Özellikle, kapalı aile şirketleri, kontrolü elden kaçırmamak için oto finansman yoluyla büyümeye çalışır. Burada denetim faktörünün sınırı, işletmenin borç alma kapasitesi tarafından belirlenir. Borç alma kapasitesi fazla olan işletmelerde denetim fonksiyonunun dağılması önlenemediğinden, kâr payı dağıtım politikasında bir esneklik söz konusu

<sup>247</sup> DHARAN, G. Bala. "The Association between Corporate Dividend and Current Cost Disclosures", **Journal of Business Finance and Accounting**, Yıl: 1998, Vol: 1-5, No: 2, s. 228

<sup>248</sup> AKGÜÇ. a.g.e., s. 786



olacaktır. Öte yandan, işletmenin denetimini ellerine geçirmek isteyenler, kâr payı dağıtım oranının düşüklüğünün, işletmenin kârlılığıyla ilgili olduğunu söyleyerek, hisse senetlerini ucuz fiyata ellerine geçirebilirler. Bu nedenle, ortaklara kâr payı dağıtımını ile kârlılık arasındaki ilişkiyi açıklamak gerekir. Aksi halde, yönetimin dağılması söz konusu olabilir. Kâr payı dağıtımını belirleyen faktörler olarak, hisse senedi çıkarım giderleri ile hisse senetlerinin pazarlanabilme olanaklarını da belirtmek gerekir. Hisse senedi ihraç giderleri yüksekse, kârın işletmede tutulması tercih edilir. Aynı şekilde hisse senetlerinin pazarlanma zorluğu, kâr dağıtımını olumsuz yönde etkiler.<sup>249</sup>

### 3.4.9. Vergi Etkisi

Kâr paylarının ödenmesi durumunda, hissedarların ek bir vergi yüküyle karşı karşıya kalmaları söz konusu olduğundan, firmaların kar dağıtım politikasını etkileyen faktörlerden birisi de hissedarların vergi durumlarıdır.<sup>250</sup> Firmaların dağıttıkları kârlarla, firmada bıraktıkları kârların farklı oranlarda vergilendirilmesi kâr dağıtımını etkiler.

Ayrıca, şirket ortaklarının gelir vergisi açısından içinde buldukları gelir dilimleri dolayısıyla tabi oldukları vergi oranları, değer kazanmış pay senetlerinin satışından doğan sermaye kazançlarının vergilendirilip vergilendirilmemesi ve sermaye kazançlarına uygulanan vergi oranları, kâr dağıtımını etkiler.<sup>251</sup>

Eğer dağıtılmamış kârlar daha düşük oranda vergilendiriliyorsa, şirket ortaklarının gelirleri yüksek vergi dilimine giriyorsa ve kâr paylarının sermaye kazancına göre daha fazla vergilendiriliyor veya sermaye kazançları vergilendirilmiyorsa, hissedarlar kâr payı almak yerine kârın işletme bünyesinde

---

<sup>249</sup> CEYLAN. a.g.e., s. 234-235

<sup>250</sup> HANSEN, Robert S.; KUMAR, Raman; SHAME Dilip K. “ Dividend Policy and corporate Monitoring Evidence From the Regulated Electric Utulity Industry”, **Journal of the Financial Management Association**, Vol: 23, No: 1, 1994, s. 17

<sup>251</sup> AKGÜÇ. a.g.e., s. 787

birakılmasını tercih edebilirler. Kâr payı ödemeyen şirketler kâr payı ödeyen şirketlere göre yatırımcılar nezdinde daha cazip hale gelir.<sup>252</sup>

Kâr dağıtıldığı durumlarda, yüksek gelir dilimine giren ortak, yüksek bir gelir vergisi ödemek zorunda kalacaktır. Buna karşılık kâr dağıtılmayarak bünyede bırakıldığı takdirde, şirketin artan yedek akçeleri, pay senetlerinin piyasa fiyatlarını, diğer şartlar aynı kalmak şartıyla, yükseltecektir. Ortak, piyasa değeri artmış pay senedini sattığında, hiç vergi ödemeyecek veya daha düşük bir oranda sermaye kazancı vergisi ödemekle yükümlü olacak ise, vergiden kaçınmak olanağını bulacağı için, kâr payı dağıtılmaması yolunu tercih edebilir.<sup>253</sup>

### **3.4.10. Sermaye Piyasasına Başvurma Olanağı**

İşletmeler uzun vadeli fon gereksinimi duyduklarında, bu fonları en uygun şartlarda karşılayacakları yer, sermaye piyasasıdır. Büyük, piyasada tanınmış, kârlılık oranı yüksek ve kârlarında yıllar itibariyle istikrar olan firmalar, kolaylıkla sermaye piyasasına başvurarak uzun vadeli finansman ihtiyaçlarını giderebilirler.<sup>254</sup> Bu nedenle söz konusu şirketler, kâr dağıtım oranlarını saptarken, kâr dağıtımının şirketlerin sermaye piyasasından kaynak sağlama kapasitelerine olabilecek etkisine büyük önem verirler. Sermaye piyasasına başvuracakları dönemlerde kâr dağıtım oranını daha yüksek tutabilirler. Buna karşılık nispeten küçük veya yeni kurulmuş şirketler, yatırımcıların gözünde daha riskli olduklarından söz konusu şirketlerin sermaye piyasasından fon sağlamaları adeta olanaksız, dolayısıyla oto-finansmanı yeğlemeleri bir zorunluluktur. Bu nedenle büyük, tanınmış şirketlerde diğer şartlar aynı kalmak üzere, kâr dağıtım oranının, küçük veya yeni şirketlere kıyasla daha yüksek olması beklenir.<sup>255</sup>

---

<sup>252</sup> AKGÜÇ. a.g.e., s. 787

<sup>253</sup> AKGÜÇ. a.g.e., s. 787

<sup>254</sup> WESTON; BRİNGHAM. a.g.e., s. 513

<sup>255</sup> AKGÜÇ. a.g.e., s. 786

### 3.4.11. Yöneticilerin Tutumu

Firma bazında kârın maksimize edilmesi nihai amaç olarak görülmesine rağmen zaman zaman şirketin sağlıklı bir mali yapıya kavuşturulması, uzun dönemde rekabet gücünün artırılması ve istikrarlı bir istihdam düzeyinin sürdürülmesi daha ön planda gelebilir. Bu tür hallerde düşük oranlı bir kâr dağıtımının hisse senetlerinin fiyatları üzerinde olumsuz etki yapabileceği düşünülse dahi firmanın geleceği ön planda tutulabilir. Buna karşılık firma başarısının hisse senetlerinin değer artışı ile ölçüldüğü düşüncesinde olan firma yönetimi, dönem kârı yeterli olmasa bile ihtiyatların da ilavesiyle hatta bazen değerlemeyle suni kârlar yaratılarak yüksek oranlı bir kâr dağıtımını tercih edebilir.<sup>256</sup>

### 3.4.12. Şirketin Ortak Yapısı

Halka açık küçük tasarruf sahiplerinin oy egemenliğine sahip bulunduğu şirketlerde genellikle kâr dağıtım oranı daha yüksektir. Küçük tasarruf sahipleri, almış oldukları kâr paylarını büyük bir olasılıkla yeni yatırımlarda kullanmayıp geçim için ek kaynak olarak düşüneceklerinden, kâr dağıtım konusunda ısrarlıdırlar. Halka açık şirketlerde küçük tasarruf sahipleri, oy çokluğuna sahip olmasalar dahi, genel kurulda dolaylı etkileri nedeniyle kâr dağıtım oranının nispeten yüksek olmasını yine de sağlayabilirler. Şirket ortakları arasında sosyal güvenlik kurumları, özel emekli sandıkları, hayat sigorta şirketleri gibi kurumsal tasarrufçuların bulunması halinde, bu yapı da kâr dağıtım politikasını etkilemekte, kâr dağıtım oranlarını yükseltmektedir.<sup>257</sup>

---

<sup>256</sup> KARYAĞDI. a.g.e., s. 83

<sup>257</sup> AKGÜÇ. a.g.e., s. 788

### 3.4.13. Yeni Yatırım Planları

Yapılmakta olan yeni yatırımların kısmen oto finansman yoluyla karşılanarak düşük kâr dağıtımı yapılması zaman zaman karşılaşılabilen bir durum olarak ortaya çıkmaktadır. Bu durum finansman borçlanma kolaylığı ile de yakından ilgilidir. Borçlanma imkânları sınırlı ise oto finansman bir zorunluluk olarak ortaya çıkmaktadır.<sup>258</sup> Özellikle, sermaye piyasasından fon sağlama imkânına sahip olmayan işletmelerde, yatırımların finansmanının dağıtılmayan kârlarla sağlanması, gözetilmesi gereken bir ilke durumudur. Türkiye gibi sermaye piyasasının tam anlamıyla gelişmediği ülkelerde, dağıtılmayan kârlar yatırımların finansmanının temel kaynaklarından birisidir.<sup>259</sup>

Pozitif net bugünkü değere sahip projeleri bulunan ve hızla büyüyen firmalar, nakit akımların büyük bir bölümünü az yatırım fırsatlarına sahip firmalara göre daha az sıklıkla dağıtırlar. Başka bir ifadeyle, hızlı büyüyen firmalar, daha düşük kâr payı oranlarına sahiptir. Yatırımlara kaynak aktarımıyla birlikte, mevcut projelerin ertelenmesi ya da hızlandırılması durumu da kâr payı politikasını etkileyerek onun daha esnek olmasını gerektirecektir.<sup>260</sup>

### 3.4.14. Enflasyon

Enflasyon, kâr dağıtım politikasını etkileyen önemli faktörlerden birisidir. Çünkü, fiyat artışları, işletmelerin çalışma sermayesi gereksinimlerini artırır. Öte yandan, maliyet bedeli ile bilançoda gösterilen sabit varlıklar için amortisman olarak ayrılan fonlar, sabit varlıkların yenilenmesine yetmez. Bu nedenle, işletmelerin kazanç gücünü devam ettirebilmesi için, fon gereksinimlerinin bir kaynaktan karşılanması gerekir. Bu nedenle, işletmenin, sermaye yapısını ve kazanç gücünü aynı düzeyde tutabilmesi için, artan fon gereksiniminin,

---

<sup>258</sup> KARYAĞDI. *a.g.e.*, s. 82

<sup>259</sup> GÖNENLİ. *a.g.e.*, s. 389

<sup>260</sup> CAMPSEY, B. J.; BRIGHAM, Eugene F. *Introduction to Financial Management*. 2. Ed., The Dryden Press, New York, 1988, s. 643

dağıtılmayan kârlarla karşılanması söz konusu olabilir. Uygulamada, birçok işletme, dönem sonu kârından, gelecek dönemlerde gereksinim duyacağı fonları ayırarak, dağıtacağı kâr tutarını belirlemektedir.<sup>261</sup>

Diğer taraftan yine enflasyon ortamında, ellerinde fazla parasal varlık bulunduran işletmeler ise, paranın satın alma gücünün gittikçe azalması nedeniyle zararlı çıkacaklardır. Parasal olmayan varlıklar, enflasyon ortamında reel olarak değerlerini koruyacaklar, fakat nominal değerlerinde bir artış görülmeyecektir.<sup>262</sup>

Enflasyon ortamında gerçek kârın tespit edilmesi ve dağıtımın gerçek kâr üzerinden yapılması; işletmenin sermayesinin korunması, üretim gücünün azalmaması ve faaliyetlerin sürekliliği için bir zorunluluktur. Gelecekte ödenecek paranın daha düşük değerde olacağı düşüncesiyle işletmeler, daha çok yabancı kaynaktan yararlanma yoluna gidebileceklerdir.

Ancak, borçlanmanın sağlayacağı finansal kaldıraç etkisinin yanı sıra, işletmeye getireceği sabit ödeme yükümlülükleri de dikkate alınmalıdır.<sup>263</sup>

---

<sup>261</sup> CEYLAN. **a.g.e.**, s. 235

<sup>262</sup> USTA, **a.g.e.**, s. 59

<sup>263</sup> USTA. **a.g.e.**, s. 59-60

# DÖRDÜNCÜ BÖLÜM

## ŞİRKETLERİN İZLEDİKLERİ KÂR PAYI ÖDEME ŞEKİLLERİ

Şirketlerin kâr dağıtım politikasına aktif özellik kazandıran diğer önemli bir husus da kâr payı ödeme şekilleri arasında seçim yapmaktır. Kâr payı dağıtım politikasının belirlenmesi ile kârın ne kadarının ortaklara dağıtılacağı, ne kadarının dağıtılmamış kârlar şeklinde işletme bünyesinde bırakılacağına karar verildikten sonra, ortaklara dağıtılacak karın hangi kaynaktan karşılanacağı sorunu ortaya çıkmaktadır. Kâr payı dağıtımında kullanılacak kaynaklar firmanın finansal yapısını özellikle likiditesini yakından ilgilendirmektedir.<sup>264</sup> Daha önceki bölümlerde belirttiğimiz gibi optimal kâr dağıtım politikası, bir firmada hisse senetlerinin piyasa değerini maksimize edecek kâr payı ödemeleri ve gelecekteki büyüme arasındaki dengeyi vurgular.<sup>265</sup> Şirketler kâr payı ödemelerini belirlerken, kâr payı ödemelerini; istikrarlı kâr payı dağıtım, sabit miktarda kâr payı dağıtım, sabit oranda kâr payı dağıtım ve sabit miktarda kâr payına ilave olarak kâr payı dağıtım politikalarından şirketlerin durumuna ve hissedarların beklentisine göre belirlemek isteyeceklerdir.

Bu nedenle kâr payı ödeme şekillerine geçmeden önce kâr payı dağıtım politikalarını incelemek doğru olacaktır.

### 4.1. KÂR PAYI DAĞITIM POLİTİKALARI

Bir firmanın kâr dağıtım politikası, kâr dağıtım kararının alındığı her zaman izlenecek bir faaliyet planı sunar. Kâr dağıtım politikası, 1. Firmanın sahiplerinin refahını maksimize etmek ve 2. Etkili bir finansman sağlamak olmak

---

<sup>264</sup> BÜKER, Semih; AŞIKOĞLU, Rıza. **Finansal Yönetim**, Anadolu Üniversitesi Yayınları, Eskişehir 1990, s.136

<sup>265</sup> BRIHAM, a.g.e., s.688

üzere iki ana amaç üzerinde formüle edilmektedir.<sup>266</sup> Optimal kâr payı politikası, bir firmada hisse senetlerinin piyasa değerini maksimize edecek mevcut kâr payı ödemeleri ve gelecekteki büyüme arasındaki dengeyi vurgular.<sup>267</sup> Bir şirket, kârlarını hissedarlarına kâr payı ödemeleri olarak, yeni yatırımların finansmanı ya da borçların ödenmesi gibi diğer amaçlar için kullanabilir. Kâr paylarındaki bir artış firmanın nakit kâr payı ödemesini gerektirir.<sup>268</sup>

Uzun vadede izlenecek kâr payı dağıtım oranını ortaya koymak ve bu oranı firmanın piyasa değerini en yüksek düzeye çıkaracak biçimde oluşturmak, kâr payı politikasının esasıdır. Bir firmanın hisse senetlerinin piyasa değerini belirleyen faktörlerden “kâr payı dağıtım politikası” dışındakiler sabit kabul edildiğinde, düzenli kâr payı dağıtan bir firmanın pay senetlerinin pazar fiyatına, kârlarındaki dalgalanmaları göz önüne almaksızın cari kârlarının belirli bir yüzdesini kâr payı olarak dağıtan firmaların değerine nazaran daha yüksek olabilecektir.<sup>269</sup>

Her firmanın kendine ait kâr payı dağıtım politikası olmasına rağmen, genel olarak firmaların izledikleri üç tür kâr payı dağıtım politikası vardır. Bazı işletmeler, dağıtılan kâr payının düzenli olması gerektiği görüşünü benimseyerek istikrarlı kâr payı dağıtım politikası uygulamaktadırlar. Bu tür kâr payı dağıtım politikası en yaygın olarak uygulanan ve firmaların önem verdikleri bir politikadır.

Diğer bir uygulama ise, sabit miktarda kâr payı dağıtım politikası olarak ifade edilebilir. Kâr payı dağıtım politikası ile ilgili üçüncü bir uygulama ise, sabit oranda kâr payı dağıtım politikası ve son olarak da sabit tutarda kâr payı dağıtımına ilave olarak kâr payı dağıtım şekline görülmektedir.<sup>270</sup>

Kâr payı dağıtım politikası belirlenirken, işletmelerin yeni kurulmuş olması veya gelişmekte olması önem taşımaktadır. Örneğin, yeni kurulmuş işletmelerde kâr payı dağıtımına başlama tarihi ve oranını belirlemek zor bir

---

<sup>266</sup> GITMAN, a.g.e., s. 596

<sup>267</sup> BRİGHAM, a.g.e., s. 688

<sup>268</sup> SCHOLL, Lawrence D.; HALEY, Charles W. **Introduction to Financial Management**, Fourth Edition, Mcgraw Hill Inc., 1986, s. 351

<sup>269</sup> BELKAYALI, a.g.e., s. 54

<sup>270</sup> BREALEY, Richard A; MYERS, Stewart C. **Principles of Corporate Finance**, Mcgraw-Hill, New York 1991, s. 390

iştir. Çünkü bu tür işletmeler, ilk kuruluş yıllarında diğer kaynaklardan fon bulamadıklarından kârlarını dağıtmazlar. Gelişmekte olan işletmelerde ise, yatırıma aktarılan fonlar, dağıtılan kâr paylarından daha yüksek verim getirecekse kârların yatırımların finansmanında kullanılması gerekir.<sup>271</sup>

Uygulamada işletmelerin izledikleri kâr payı dağıtım politikaları aşağıda açıklanmıştır.

#### **4.1.1. İstikrarlı Gelişme Gösteren Kâr Payı Dağıtımı**

Uygulamada şirketlerin, sabit bir kâr payı ödeme oranı hedefi saptayarak, bu hedef oranı her yıl katı bir şekilde uyguladıkları genellikle gözlenmektedir.<sup>272</sup> Geçmişte pek çok firma hisse başına belirli bir yıllık kâr payı miktarı belirlemiş ve daha sonra bunu muhafaza etmiştir. Ancak, eğer gelecekteki kârların yeni kâr payını muhafaza edebilme imkânı yaratmada yeterli olacağını açıkça gördüklerinde, yıllık kâr paylarını artırmışlardır. Çok daha yakın zamanlarda, enflasyon kârları yukarıya çekme eğilimi göstermiştir. Bu nedenle, aksi durumda istikrarlı kâr payı politikasını izlemiş olabilecek olan pek çok firma, “istikrarlı büyüme oranı” politikası olarak adlandırılan politikaya dönmüştür. Burada, kâr payları için bir hedef büyüme oranı belirlenmekte ve her yıl kâr payları bu miktar kadar artırmaya çaba gösterilmektedir. Açıkça görülmektedir ki, bu politikanın uygun olabilmesi için kârların yaklaşık aynı oranda büyümesi zorunlu olmaktadır.<sup>273</sup> Şirketler çoğu kez, yıllık net kârlarının gösterdiği dalgalanmalara göre ” Dağıtılan Kâr Payı/Net Kâr” oranını, hissedarlara istikrarlı kâr payı sağlayacak şekilde değiştirmektedirler. Şirketlerin, istikrarlı ve uzun vadede gittikçe artma eğilimi gösteren bir kâr payı dağıtım politikalarını benimsedikleri gözlenmektedir.

Yatırımcıların, özellikle kurumsal yatırımcıların, genellikle, istikrarlı kâr payı dağıtımı yapan, dağıtılan kâr payları düzenli bir artış eğilimi gösteren şirketlerin pay senetlerini yeğledikleri gözlenmektedir. İstikrarlı kâr payı alınması

---

<sup>271</sup> AKGÜÇ. a.g.e., s. 789

<sup>272</sup> AKGÜÇ. a.g.e., s. 789

<sup>273</sup> BRİGHAM. a.g.e., s. 278



bir yerde riski azalttığı gibi, diğer taraftan da birikim sahiplerinin yıllık gelirlerini artırmaktadır. Dalgalanma gösteren kâr payı alınması, yaşam giderlerini karşılamak için pay senetlerine yatırım yapan birikim sahipleri açısından son derece elverişsiz olmakta, bu tür yatırımcılar, istikrarlı kâr payı dağıtan şirketlerin pay senetlerine pirim vermektedirler. Bu nedenle, kâr payı istikrarlı gelişme gösteren şirketlerin pay senetlerinin piyasa değerinin, görece olarak, daha yüksek olduğu görülmektedir. İstikrarlı kâr dağıtım politikası, sabit ve güvenli gelir getiren menkul değerlere yatırım yapmayı yeğleyen hayat sigorta şirketleri, emekli sandıkları ve benzer finansman kurumları açısından da pay senetlerini çekici hale getirmekte, pay senetlerinin pazarını genişletmektedir.

İstikrarlı ve düzenli bir artış gösteren kâr payı dağıtmak için şirketlerin almış oldukları önlemlerin başlıcaları;<sup>274</sup>

- Kârları arttığı sürece, kâr payı oranını aşamalı bir şekilde basamak-basamak (tedrici olarak) yükseltmek, artan kârın tümünü derhal dağıtmamak,
- Kâr artışı süreklilik kazanmadan, cari kâr payı dağıtım oranını yükseltmemek,
- Kârlarda uzun süre devam eden önemli düşüşler olmadan kâr payı oranını değiştirmemektir.

Düzenli kâr payı dağıtımının hisse senetlerinin piyasa değeri üzerinde olumlu etkisi, şirket yapısına göre değişmektedir. Örneğin, gelişmiş ve kendini her yönüyle kabul ettirmiş firmalar için hedef bir oranın tayini ve bu oranın gerçekleştirilmesi istenebilir. Halbuki büyüme potansiyeli olan firmalarda düzenli bir kâr payı dağıtımını yerine isabetli yatırım sahalarının seçimi veya yeni kurulmuş bir firmada dağıtılmayan kâr paylarının öz sermayeye eklenerek finansman ihtiyaçlarının karşılanmasına öncelik tanınması tercih edilebilir.<sup>275</sup>

İstikrarlı kâr dağıtım politikasının birçok avantajları bulunmaktadır. İstikrarlı kâr dağıtım politikasının avantajları şöyle sıralanabilir;<sup>276</sup>

---

<sup>274</sup> AKGÜÇ. a.g.e., s. 790

<sup>275</sup> BAKIR, a.g.e., s. 40

<sup>276</sup> ERDOĞAN, Muammer. **İşletme Finansmanı**, Dicle Üniversitesi Diyarbakır Meslek Yüksek Okulu Yayın No: 2, Diyarbakır 1990, s. 241

- Ne kadar kâr payı dağıtılacağına bilinmesi ve bunun istikrarlı olması, piyasa kapitalizasyon oranının düşük, dolayısıyla hisse senedinin piyasa fiyatının yüksek olmasını sağlayabilir.
- Hissedarlardan, genellikle kâr payı şeklinde elde ettikleri gelirle yaşayanlar, yatırımlarını, ne kadar kâr payı dağıtacağı önceden bilinen işletmelere yapmak isterler.
- Resmi listelere girebilmenin en önemli şartı, işletmenin istikrarlı ve ara vermeden kâr payı dağıtmış olmasıdır. Bu listelere giren işletmelerin sermaye piyasasındaki itibarı ve menkul kıymetlerine olan potansiyel talep artar.

kâr payı dağıtımının düzenliliği ile firma değeri arasındaki ilişki firmanın piyasadaki durumuna göre üç ayrı şekilde ele alınmalıdır;<sup>277</sup>

**Gelişmiş Firmalar;** Gelişmesini tamamlamış ve kendi piyasa yapısı içinde belli bir düzeye çıkmış firmalar için belli bir “hedef dağıtım oranı” koymak ve kâr paylarını bu oranı realize edecek şekilde dağıtmak gerekir. Burada, hedef dağıtım oranı ile kastedilen, şirketin gelecek dönemlerde planlanan yatırımlarını finanse edecek şekilde kârların dâhilde kullanılmasını sağlayacak ve kazanç ile kâr payı arasındaki ilişkiyi uzun vadede düzenli kılacak bir oranın varlığıdır. **Gelişmekte Olan Firmalar;** Gelişme potansiyeli olan firmalar, kâr payı dağıtım oranının düzenliliği konusunda kendilerini özel bir kategoriye sokarlar. Bu tür firmalar için kâr payı dağıtım oranının düzenliliği yerine, kâr alıkoyma oranının düzenliliği daha önemlidir. **Yeni Kurulmuş Firmalar;** Yeni kurulan firmaların, ne zaman kâr payını dağıtmaya başlayacakları ve ne zaman kâr payı dağıtım oranını düzenli bir hale getirecekleri konusunda karar vermeleri güçtür. Kâr payı dağıtım oranını belirleyecek faktörlerin başında, büyüme hızı, kâr marjının yüksekliği, borç öz sermaye ilişkisi gelmektedir. Genellikle, kâr payının nakit yerine pay senetleri ile ödenme eğilimi, yeni kurulmuş şirketler tarafından tercih edilmekte ve böylece likit sıkıntısının hissedildiği ve yeni yatırımlar için fon ihtiyacının ortaya çıktığı kuruluş dönemler sağlıklı bir şekilde atlatılmakta ve nakit kâr payı ödemeleri ileri tarihlere atılmaktadır. Özetle,

---

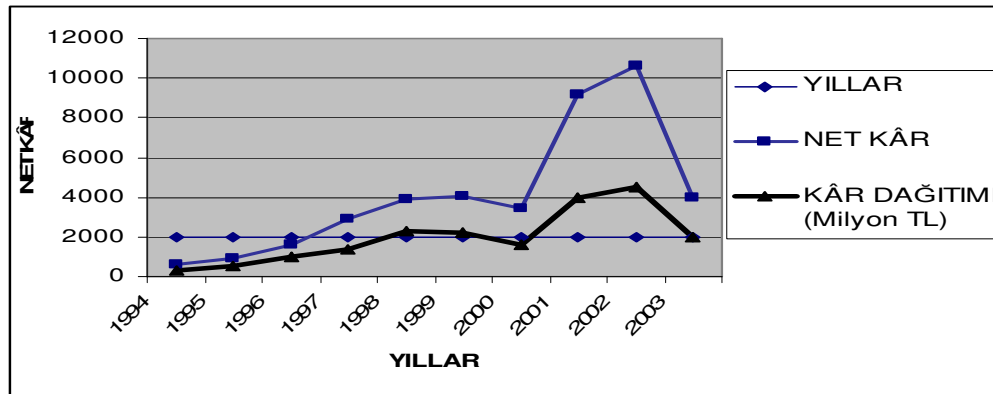
<sup>277</sup> ASLANOĞLU, a.g.e., s. 75

istikrarlı bir kâr payı politikası hisse senetlerinin piyasa değerini olumlu yönde etkilemektedir. Ancak, yeni kurulmuş ve gelişmekte olan firmaların kâr payı dağıtım oranlarının düşük ve düzensiz olmasına karşılık bu durum, hissedarların kârlarının yeni yatırımlarda kullanılarak uzun vadede daha avantajlı duruma geçecekleri düşüncesiyle savunulmakta ve haklı gösterilmeye çalışılmaktadır. İstikrarlı gelişme gösteren kâr payı dağıtımına örnek olarak İMKB' ye kayıtlı SARKUYSAN A.Ş' nin Kâr payı dağıtımı tablo 4.1'de net kâr ve kâr dağıtımı dalgalanma trendi ise grafik 4.1'de gösterildiği gibidir.

**Tablo 4.1: İstikrarlı Kâr Payı Dağıtımı (Sarkuysan Örneği)**

YILLAR	NET KÂR	KÂR DAĞITIMI (Milyon TL)
1994	575,334	283,50
1995	887,12	567,00
1996	1.621,32	1020,60
1997	2.876,54	1360,80
1998	3.912,09	2268,00
1999	4.020,73	2200,00
2000	3.442,61	1640,00
2001	9.159,92	4000,00
2002	10.630,21	4500,00
2003	3.980,40	2000,00

Kaynak: www.imkb.gov.tr/02.02.2006



**Grafik 4.1: İstikrarlı Gelişme Gösteren Kâr Payı Dağıtımında Net Kâr ve Kâr Dağıtımı Dalgalanma Trendi**

#### 4.1.2. Sabit Miktarda Kâr Payı Dağıtımı (Stable”Regular” Dividend Policy)

Sabit miktarda kâr payı dağıtma politikası firmanın hissedarlarına dağıttığı kâr paylarını aynı miktarda tutmayı amaçlayan bir politikadır. Bir başka ifadeyle, bu tür bir politika, kârdan yetkili organlar tarafından tespit edilen en uygun miktarın her yıl kâr payı olarak dağıtılmasını, kalan kısmın ise firmada alıkonulmasını ifade eder.<sup>278</sup> Firmanın faaliyet kârı bir önceki yıla nazaran ister düşük ister yüksek olsun, firma ortaklarına dağıttığı kâr payı tutarını değiştirmemektedir.<sup>279</sup> Sabit miktarda kâr payı dağıtım politikası, hissedarlarda, genelde firmanın belirsizlikleri minimize ettiği ve durumunun iyi olduğu yönünde olumlu bir kanaat uyandırmaktadır.<sup>280</sup> Sabit miktarda kâr payı dağıtımının yatırımcılar tarafından tercih edilmesinin üç nedeni vardır;<sup>281</sup>

1. Yatırımcılar, kâr payları her yıl dalgalanma gösteren firmaların hisse senetlerini daha riskli bulmaktadırlar. Nitekim, riski fazla olan hisse senetlerine bu riskinden dolayı daha yüksek bir iskonto oranı (k) uygulanacağından hisse senedinin değeri de daha düşük olacaktır. Sabit miktarda kâr payı dağıtan firmaların hisse senetlerine daha düşük bir iskonto oranı uygulanacağından senetlerin değeri daha yüksek olacaktır.

2. Gelecek dönemlerdeki muhtemel gelirin daha yüksek seviyede olmasına rağmen yatırımcılar zaman faktörü ve risk faktörü gibi nedenlerle cari geliri tercih etmektedirler. Sadece kâr paylarıyla geçimlerini sağlayan hissedarlar düzenli bir kâr payına ihtiyaç duyduklarından kâr paylarının her yıl değişmesini istemezler. Bu tür yatırımcıların bulunması devamlı olarak aynı seviyelerde kâr payı dağıtan firmaların hisse senetlerinin piyasa değerlerinin yükselmesine yol açmaktadır.

3. Sabit miktarda kâr payı dağıtan firmaların hisse senetlerinin özellikle emekli sandığı, sigorta şirketleri ve diğer finansman kurumları gibi

---

<sup>278</sup> BELKAYALI. a.g.e., s. 58

<sup>279</sup> TÜRKO. Finansal Yönetim, a.g.e.,s. 527

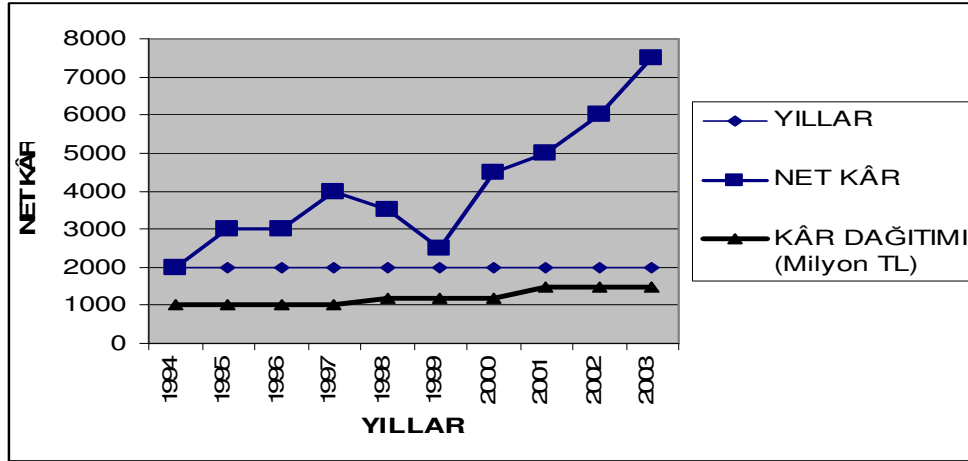
<sup>280</sup> GİTMAN. a.g.e., s. 597

<sup>281</sup> ASLANOĞLU. a.g.e., s. 79

kurumsal yatırımcılar tarafından tercih edilmesi, firmaların hisse senetlerinin değerini etkilemektedir. Diğer taraftan, her yıl sabit miktarda kâr payı dağıtılmasının, geleceğin belirsizliğinin azaltılması yönünden yatırımcılar açısından çekici yönü olmakla beraber, böyle bir politika, hisse senetlerini bir anlamda sabit gelir getiren menkul değere dönüştürmektedir.<sup>282</sup> Sabit miktarda kâr dağıtım politikası Tablo 4.2'de ve net kâr ve kâr dağıtımı dalgalanma trendi ise grafik 4.2'de olduğu gibidir. Bu örnekteki veriler herhangi bir firmaya ait olmayıp tamamen gerçek dışı verilerden oluşturulmuştur.

**Tablo 4.2: Sabit Miktarla Kâr Payı Dağıtımı**

YILLAR	NET KÂR	KÂR DAĞITIMI (Milyon TL)
1994	2.000	1.000
1995	3.000	1.000
1996	3.000	1.000
1997	4.000	1.000
1998	3.500	1.200
1999	2.500	1.200
2000	4.500	1.200
2001	5.000	1.500
2002	6.000	1.500
2003	7.500	1.500



Grafik 4.2: Sabit Miktarla Kâr Payı Dağıtımı Net Kâr ve Kâr Dağıtımı Dalgalanma Trendi

<sup>282</sup> AKGÜÇ. a.g.e. s. 790

#### 4.1.3. Sabit Oranda Kâr Payı Dağıtımı ( Constant Payout Ratio)

Birçok şirket her yıl kârının belirli bir oranı kadar kâr payı dağıtabilmektedir.<sup>283</sup> Bu tür bir politikanın izlenmesi durumunda, şirket dağıtılacak kâr paylarını kârının belirli bir yüzdesi olarak belirler. Sabit miktarda kâr payı dağıtımı çok az sayıda şirketin başvurduğu bir politikadır. Çünkü dağıtılacak kâr payı tutarı kâra göre ayarlandığından, kârın dalgalanmasına bağlı olarak sabit bir orana göre dağıtılacak olan kâr tutarı dalgalanacak ve bazı durumlarda dağıtımın olmaması bile söz konusu olacaktır.<sup>284</sup>

Sabit tutarda kâr payı dağıtım politikası, daha çok halka açık şirketlerde görülürken, her yıl kârın belli oranının kâr payı olarak dağıtılması ise daha çok kapalı anonim ortaklıklarda benimsenen bir politikadır. Gerçekte, kapalı anonim şirketlerin ana sözleşmelerinde kârın belli bir oranının kâr payı olarak dağıtılacağı hükmüne bağlanmış olabilir. Ana sözleşmelerde bu türden bir hükme yer verilmesi, genellikle yönetimi büyük ortaklıklara bırakmış olan küçük ortaklıkların kâr payı alabilmelerini garantilemek amacıyla yardımcı olmaktadır. Ana sözleşmede oran olarak neyin yer alabileceği ise örneklere bakıldığında % 10'dan % 50'ye kadar değişiklik göstermektedir. Ortak sayısı artıkcı bu oranın yükselmesini doğal karşılamak gerekir. Halka açık anonim şirketlerin ana sözleşmeleri bu şekilde hükümlere pek yer vermemekle beraber, bu şirketlerin bazılarının kârlarının belli bir oranını, çoğu kez %50' sini, dağıtma şeklinde bir politika benimsedikleri görülmektedir. Halka açık anonim şirketler böyle bir politika izlediklerinde her yıl dağıtılan kârın toplam yıllık kâra oranı aynı düzeyde kalırsa da hisse başına dağıtılan kâr payı yıldan yıla farklılıklar gösterebileceğinden hisse senetlerinin değeri de söz konusu dağıtılan miktarlara bağlı olarak dalgalanacaktır. Bu politika, özellikle halka açık anonim şirketlerde benimsenen bir kâr payı dağıtım politikası değildir.<sup>285</sup>

<sup>283</sup> WESTON, J. Fred; BRIGHAM, Eugene F. **Managerial Finance**, British Edition, 1978, s. 547

<sup>284</sup> CAMPSEY, B. J ; BRIGHAM, Eugene F. **İntroduction to Financial Management**, The Dryden Pres, Rinehart, Winston 1991, s. 788

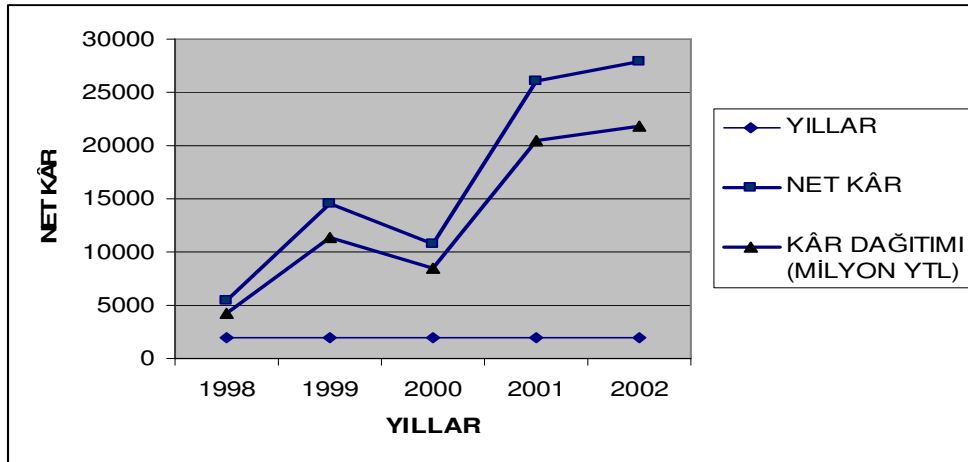
<sup>285</sup> GÖNENLİ, Atilla. **İşletmelerde Finansal Yönetim**, Yön Ajans, İşletme Fakültesi Yayın No:250, İstanbul 1991, s. 392

Sabit oranda kâr payı dağıtımına örnek olarak İMKB’de işlem gören Adana Çimento’yu verebiliriz. Yıllar itibariyle Adana Çimento’daki kâr payı dağıtımının görünümü tablo 4.3’te ve net kâr ve kâr dağıtımı dalgalanma trendi ise grafik 4.3’te gösterildiği gibidir.

**Tablo 4.3:Sabit Oranda Kâr Payı Dağıtım**

YILLAR	NET KÂR	KÂR DAĞITIMI (MİLYON YTL)	KÂR DAĞITIM ORANI(%)
1998	5.522,392	4.299,322	78
1999	14.481,789	11.337,858	78
2000	10.787,387	8.506,265	78
2001	26.090,280	20.436,028	78
2002	27.828,948	21.847,017	78

Kaynak: [www.imkb.gov.tr/20.03.2006](http://www.imkb.gov.tr/20.03.2006)



Grafik 4.3: Sabit Oranda Kâr Payı Dağıtımında Net Kâr ve Kâr Dağıtımı Dalgalanma Trendi

#### 4.1.4. Sabit Miktarda Kâr Payına İlave Olarak Kâr Payı Dağıtımı

Sabit miktarda kâr payı dağıtım politikası, şirketin dağıtacağı kâr paylarını faaliyet sonuçlarından tamamen soyutlarken, sabit oranlı kâr payı dağıtımı ise, şirketin dağıtacağı kâr paylarını tümüyle faaliyet sonucuna tabi kılmaktadır. İşte bu iki aşırı uç arasında yer alan ve aşırı uçların olumsuzluklarını ortadan

kaldıran bir diğer kâr dağıtım şekli<sup>286</sup>, sabit miktarda kâr payına ilave olarak kâr payı dağıtım politikasıdır. Şirketlerin sabit miktarda kâr payı dağıtımları halinde kâr payı yılın performansından bağımsız hale geldiğinden, bu durumun yatırımcılara pek cazip gelmediğini gören şirketler, bir taraftan sabit miktarda kâr payını dağıtırken, koşullar elverdiğinde de ekstra dağıtıma gitmektedirler. Böylece, hisse senetlerinin daha cazip hale gelmesini sağladıklarını düşünmektedirler. Uygulamada bu politika, çoğunlukla düşük düzeyde sabit bir kâr payı dağıtımını benimsemek, ancak arkasından çok defa dalgalanan ekstra kâr payı dağıtımına gitmek şeklindedir.<sup>287</sup>

Bu tür bir kâr payı dağıtım politikasının uygulanması, şirketlere esneklik kazandırır ve yatırımcıların ek bir kâr payı elde etmelerini sağlar. Bu nedenle, firmanın kazanç ve nakit akımlarının uygun olması durumunda bu tür kâr payı dağıtım politikasının uygulanması firma açısından yararlı olabilir.<sup>288</sup>

Dağıtılacak kâr payı, belli bir sınırın altına düşmemek koşulu ile dalgalanma gösterirken, ekstra kâr payının ise düzenli bir ödeme şekline sokulmaması gerekir. Aksi taktirde bir anlam ifade etmeyecektir.<sup>289</sup> Ülkemizde bu şekilde kâr payı dağıtan firmalara örnek olarak Tablo 4.4'teki Borusan Yatırım A.Ş.' yi gösterebiliriz.

**Tablo 4.4: Sabit Miktarda Kâr Payına İlave Olarak Kâr Payı Dağıtımı**

YILLAR	NET KÂR	KÂR DAĞITIMI(milyon TL)
1996	767.507,00	450.000,00
1997	897.608,00	450.000,00
1998	1.589.045,00	900.000,00
1999	1.959.786,00	1.468.376,56
2000	2.790.290,00	1.985.900,00
2001	7.600.858,00	5.484.299,00
2002	11.874.622,00	8.533.182,00
2003	13.322.498,00	4.063.500,00

Kaynak: [www.imkb.gov.tr/06/02/2006](http://www.imkb.gov.tr/06/02/2006)

<sup>286</sup> TÜRKÖ. Değerleme Açısından Kâr Dağıtım Politikası, s. 85

<sup>287</sup> GÖNENLİ. a.g.e., s. 393

<sup>288</sup> BRİGHAM. a.g.e., s. 688

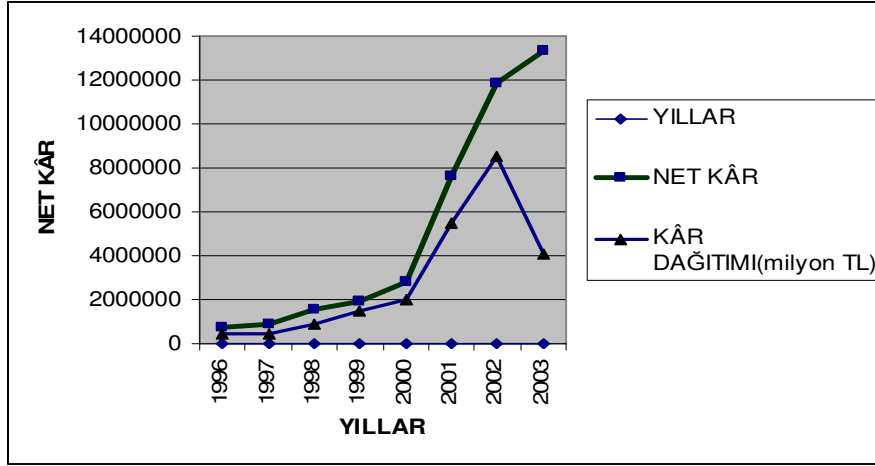
<sup>289</sup> GİTMAN. a.g.e., s. 597



Tabloda görüleceği üzere, Borusan Yatırım AŞ. Mümkün olduğu kadar sabit miktarda kâr payı dağıtım politikası benimsemiş olup belli bir kâr payı sınırının altına inmemeye çalışmıştır.

Şirkette asgari kâr payı dağıtım tutarı 450 000,00 (Milyon TL) olup, bu tutarın altına düşülmediği gibi yıllar itibariyle de bir artış söz konusudur.

Bu firmanın net kâr ve kâr dağıtımı trendi ise grafik 4.4.'teki gibidir.



Grafik 4.4: Sabit Miktarda Kâr Payına İlave Olarak Kâr Payı Dağıtımında net kâr ve Kâr Dağıtımı Trendi

## 4.2. ŞİRKETLERİN İZLEDİKLERİ KÂR PAYI ÖDEME ŞEKİLLERİ

Şirketler hissedarlarına kâr payı ödemelerini çeşitli şekillerde yapabilir. Kâr payları hissedarlara nakit olarak ödenebileceği gibi, kâr paylarına karşılık yeni hisse senedi vermek şeklinde de olabilir. Veya firma aşırı ölçüde nakde sahipse kazancını piyasadaki kendi hisse senetlerinin geri satın alınması için de kullanabilir.<sup>290</sup>

Firmalar kâr payı ödemelerini farklı yollardan yapabilirler. Bunlar;

- 1- Kâr Payının Nakit Olarak Ödenmesi,
- 2- Kâr Payının Hisse Senedi Verilmesi Yoluyla Ödenmesi ( Stock Dividend )

<sup>290</sup> TÜRKÜ. Finansal Yönetim, s. 531

- 3- Hisse Senetlerinin Nominal Değerinin azaltılması ve Sayısının artırılması Yoluyla Kâr Payı Ödenmesi (Stock Split),
- 4- Şirketlerin Kendi Hisse Senetlerini Geri Satın Almaları Yoluyla Kâr Payı Ödemesi (Stock Repurchases).
- 5- Melez Kâr Payı Dağıtımı
- 6- Seçmeli Kâr Payı Dağıtımı (Optional Dividend)
- 7- Bono Kâr Payı Dağıtımı (Scrip Dividend)
- 8- Aynı Olarak Kâr Payı Dağıtımı (Property Dividend)
- 9- Tasfiyeden Kâr Payı (Liquidating Dividend)
- 10- Kâr Payı Olarak İntifa Senedi Verilmesi

Bunlar aşağıda sırasıyla açıklanmıştır.

#### **4.2.1. Kâr Payının Nakit Olarak Ödenmesi**

Şirketler tarafından hissedarlara yapılan en yaygın kâr payı ödeme şekli, kâr payının nakit olarak ödenmesidir. Bu yöntem şirketten nakit çıkışını gerekli kıldığı için şirketin likidite durumu bu yöntemin benimsenmesinde önem kazanmaktadır. Bildirilen yüksek kârlar ile nakit varlıklar aynı şeyler değildir. Bir firmanın gelir tablosunda önemli tutarda bir gelir görülebildiği halde, bilânçosundaki nakit varlıkları aynı oranda olmayabilir.

Özellikle, fiyatların sürekli olarak yükselme gösterdiği durumlarda, bilânço kârlarına parasal yönden kullanılabilir tutarlar olarak bakılması imkânsızdır. Bu nedenle, nakit olarak kâr payı ödeme düşüncesinde olan şirketin o dönem için yeterli nakide sahip olup olmadığının araştırılması gereklidir.<sup>291</sup>

Özellikle, yeni kurulmuş ya da gelişme sürecinde olan şirketler, içinde buldukları nakit sıkıntısı ve yeni yatırımlar için gerekli fon ihtiyaçları nedeniyle, nakit kâr payı ödemelerini ileri tarihlere erteleme, bunun yerine alternatif ödeme şekillerinden birini uygulama yönünde bir politika izleme eğilimindedir.

---

<sup>291</sup> BREALEY; STEWART; MARCUS, a.g.e., s. 445

Kâr paylarının nakit olarak ödenmesi; nakit çalışan şirketlerin, şirketin nakit sıkıntısı çekmesine sebep olacaktır. Eğer bir şirket, nakit ihtiyacı fazla ise, hammadde vb. üretim ihtiyaçlarını nakden karşılıyorsa ya da o dönem ödemesi gereken bir borç tutarı varsa nakit kâr payı dağıtmak yerine diğer kâr payı dağıtım şekillerini tercih edebilecektir. Sonuçta, şirketin nakit ihtiyacı varken nakit kâr payı dağıtması, şirketin nakit sıkıntısına düşmesine ve kısa vadede borçlarını ödeyememesine, malzeme alımı yapamamasına neden olacaktır.

Ayrıca nakit kâr payı ödenmesi şirketin diğer fırsatlardan yararlanamamasına neden olacaktır. Eğer, şirket yeni kurulmuş veya gelişme döneminde olan bir şirket ise yeni yatırım olanaklarını değerlendirmesi gerekecektir. Bu ise şirketin nakit ihtiyacının artmasına neden olacaktır.

Diğer taraftan, kâr payının nakit ödenmesi yatırımcı memnuniyetini sağlayacaktır. Yatırımcılar, elde ettikleri gelirler ellerine geçmedikçe kendilerini kazanmış gibi hissetmezler. Ancak nakit kâr payı ödemesinde yatırımcılar gelirlerini elde ederler ve bu durumdan memnuniyet duyarlar. Hem yaptıkları yatırımın getirisini elde etmiş olurlar hem de firmanın böyle bir ödeme yapabilmesi yatırımcıları psikolojik açıdan olumlu yönde etkiler. Bu durum firmalarının finansal durumunun iyi olduğuna dair bir gösterge olarak algılanır ve yatırımcılar tarafından da bu firmanın hisselerinin tercih edilmesine neden olur.<sup>292</sup>

Kâr Payının nakit olarak ödenmesine ilişkin Türkiye’de yapılan bir çalışmada, Arzu HACIŞABANOĞLU, “Kâr payı Politikaları” konulu çalışmasında; 1995 yılında, İMKB’ nda işlem gören firmaların %81’inin nakit kâr payı ödediğini, nakit kâr payı ödenirken ilgili firmaların %45’inin bedelli sermaye artırımına gittiğini tespit etmiştir.

19.2.1996 tarihinde Sermaye Piyasası Kanunu’na eklenen Seri IV No 18 sayılı tebliğ ile hisse senetleri Borsa’ da işlem gören ortaklıkların birinci kâr payıü nakden ve/ve ya hisse senedi biçiminde dağıtmak veya dağıtmamak konusunda serbestleşmesi ile 1996 yılında İMKB’ nda işlem gören şirketlerin

---

<sup>292</sup> BELKAYALI. a.g.e., s. 83

%64'ünün nakit kâr payı ödediği ve nakit kâr payı ödenirken ilgili firmaların %25'inin bedelli sermaye artırımına gittiği tespit edilmiştir.

1997 yılında ise İMKB' nda işlem gören şirketlerin %65'inin nakit kâr payı ödediği ve ilgili kâr payları ödenirken şirketlerin %20'sinin bedelli sermaye artırımına gittiği belirlenmiştir.

1995 yılında İMKB' nda işlem gören şirketlerin %13'ünün, 1996 yılından %21'inin ve 1997 yılında %20'sinin bedelsiz hisse senedi olarak kâr payı dağıtımlarından çıkarılan sonuç, enflasyonun hızlandığı ve şirketlerin fon gereksinmesinin arttığı, karların fiktif olarak yüksek hesaplandığı günümüzde, hisse senedi vermek yoluyla kar dağıtımının yaygınlaşmaya başladığı şeklindedir.<sup>293</sup>

Cahit Adaoğlu' nun İMKB' nda işlem gören şirketlerin kâr payı politikaları üzerine yaptığı araştırmada; Sermaye Piyasası Kurulu tarafından çıkarılan tebliğle, İMKB' nda işlem gören şirketlere, kâr payı politikalarını belirlemede büyük bir serbestlik sağlandığı belirtilmiş ve bu yasal değişikliğin İMKB şirketlerinin kâr payı politikaları üzerindeki etkileri niceliksel ve niteliksel olarak incelenmiştir.

Araştırma 1985-1994 ve 1995-1997 dönemlerini kapsamaktadır. Ampirik inceleme sonuçları, her iki dönemde de, İMKB şirketlerinin istikrarsız bir kâr payı politikası izlediklerini ve bu istikrarsızlık nedeniyle, kâr payı politikalarının bilgi içeriğinin olmadığını ortaya koymuştur. Diğer bir deyişle, kâr payı politikaları Türk yatırımcılara, şirketlerin gelecek kazançları hakkında bilgi vermemektedir. Sonuçlar, kâr payı politikasını etkileyen en önemli etkenin, o yıl içerisinde elde edilen şirket kazancı olduğunu göstermektedir. Bu nedenle, kazançlardaki oynamalar, kâr payı politikasında değişmelere yol açmaktadır. Sonuç olarak, kazançlardaki istikrarsızlık kâr payı politikasında istikrarsızlığa neden olmaktadır.

Ampirik sonuçların da gösterdiği gibi, 1995 yılından önceki yasal düzenlemelerin etkisiyle, endüstrilerin kâr payı politikaları arasında farklılıklar görülmemektedir. Bunun aksine yeni yasal düzenleme, endüstriler arasında

---

<sup>293</sup> HACIŞABANOĞLU, Arzu. Temettü Politikaları, Marmara Üniversitesi Bankacılık ve Sigortacılık Enstitüsü Sermaye Piyasası ve Borsa Anabilim Dalı, Yüksek Lisans Tezi, İstanbul 1998, s. 59-60.

farklılıkların oluşmasına yol açmıştır Yeni yasal düzenleme ile tanınan serbestlik, İMKB' nda işlem gören şirketlerin otofinansmana daha fazla yönelmesine ve nakit kâr payı dağıtmayan şirketlerin sayısında büyük bir artışa neden olmuştur.

Mehmet Fatih Tatarı'nın 1999 yılında yaptığı çalışmada, 1995-97 yılları arasında İMKB'da işlem gören tüm firmaların kâr payı ilan tarihleri ve hisse senedi getiri verileri kullanılmıştır. Bu çalışmada kâr payı tutarları dikkate alınmamıştır. Kâr payıler ödeme şekillerine göre analiz edilmiştir. Çalışmada kâr payı ilan tarihi olay günü olarak alınmıştır. Olay günü etrafındaki olay dönemindeki riskin kâr payı tipine göre değiştiği farz edilmiştir. Yatırımcıların firma politikalarından ziyade ödeme tipleriyle ilgilendikleri kabul edilmiştir.

Nakit kâr payı dağıtım şekli incelendiğinde, süreç boyunca ve olay gününden önceki 3. güne kadar yukarı yönlü bir trend olduğu, olay gününden sonra bu trend her ne kadar bu süreçte en yüksek ikinci noktasına ulaşmış olsa da negatif yönde değiştiği tespit edilmiştir. Piyasa nakit kâr payı bilgisine olumlu tepki verir. -3. güne kadar fazla getiri elde edilebilir. -3'te en yüksek değerine ulaşır. Ondan sonra düşer. Olay gününden sonra yeni denge fiyatı piyasada oluşur.

Bu çalışma sonucuna göre, nakit kâr payı dağıtımında, ilan tarihi öncesi dönemde pozitif yönde bir eğilim vardır. Eğer bir yatırımcı ilan tarihinden 40 gün önce hisse senedi alır ve 3 gün önce satarsa, yüksek oranda bir getiri elde edebilir. Nakit kâr payı dağıtımını yatırımcıları olumlu yönde etkilemektedir. Nakit kâr payı dağıtımında ilan öncesi dönemde, olay gününe 3 gün kalaya kadar pozitif getiri sağlanmaktadır.<sup>294</sup>

Yurt dışında nakit kâr payı dağıtımına ilişkin yapılan bir çalışmada ise, Aharony ve Swary' nin 1980'de yaptığı çalışmada, nakit kâr payı değişimlerinin faydalı bilgi sağlamanın ötesinde artı getiri sağladığı tespit edilmiştir.

Ahorany ve Dotan 1994'te yaptıkları çalışmada, nakit kâr payı ilanlarının bir firmanın gelecek durumu hakkında faydalı bilgi sağladığı görüşüne ulaşmışlardır. Ahorany ve Dotan' ın sonuçları, kâr payilerini arttıran firmaların

---

<sup>294</sup> BELKAYALI. a.g.e., s.85-86

kazandığını, ortalama olarak da, firmaların sonraki dönemlerde büyük beklenmedik muhasebe kazançlarını kâr payılarını değiştirmediklerinde elde ettiklerini göstermiştir.<sup>295</sup>

Abe de Jong, Ronald van Dijk ve Chris Veld 'in 2000 yılındaki çalışmasında, Kanada'daki Toronto Sermaye Piyasasında 500 büyük finansal olmayan firmanın verileri incelenmiştir. Çalışmada ilk olarak, firmaların hisse sahiplerine nakit dağıtıp dağıtmamayı isteme durumu, daha sonra ödemeyi kâr payı, hisselerin tekrar satın alınması veya her ikisi durumu incelenmiştir. Ödeme serbest nakit akışıyla belirlenmektedir. Ödeme tipi ise firma politikasına ve vergi özelliklerine bağlıdır.

Çalışma sonucunda, firmaların önce ödemeyi yapıp yapmayacağına karar verdiği, daha sonra ödeme şekline karar verdiği belirlenmiştir. Ödeme kararı nakit akış durumuna göre verilmektedir. Ödeme olarak kâr payının seçimi vergi ve firma politikalarına bağlıdır. Hisselerin tekrar satın alınması kararı ise vergi özelliğine bağlıdır.<sup>296</sup>

#### **4.2.2. Kâr Payının Hisse Senedi Verilmesi Yoluyla Ödenmesi ( Stock Dividend )**

Şirketten bir fon çıkışı olmadan yapılan bu tür kâr payı ödemesinde, şirkette kalan nakit değerlerle kârlı yatırımların finansmanı sağlanmaktadır. Nakit ihtiyacı olan hissedarlar ise, nakit almak yerine, ellerindeki hisse senetlerini satmak yoluyla nakit sağlayabilirler.<sup>297</sup>

Kâr payı olarak hisse senedi verilmesi durumunda, hissedarlar ek hisse senetlerinden başka hiç bir şey elde etmezler. Örneğin, işletme % 5 oranında hisse senedi şeklinde kâr payı ödeme yoluna giderse, elinde 100 hisse senedi olan bir hissedar hiç bir maliyete katlanmaksızın 5 adet hisse senedi daha

<sup>295</sup> KARAAĞAÇ, Bülent. Dividend Announcement Effect on the Value of the Firm, Yüksek Lisans Tezi, Ankara, 1997, s. 11

<sup>296</sup> JONG, Abe de; VAN DIJK, Ronald ; VELD, Chris. "The Dividend and Share Repurchase Policies of Canadian Firms: Empirical Evidence Based on a new Research Design", **Center for Economic Research**, No: 2000-16, Kanada, Şubat 2000, s.1-20

<sup>297</sup> BAYAR, Doğan; AYDIN, Nurhan. **a.g.e.**, s. 288-290

alacaktır. Hissedarların şirketin sermayesine iştirak oranları ise nisbi olarak değişmez.<sup>298</sup> Hisse senedi vermek yoluyla kâr payı ödemesi yapıldığında, şirketin sermayesinde artış olacaktır. Örneğin, bir şirketin kâr dağıtımından önce bilançosunun Öz Sermaye bölümünün aşağıdaki gibi olduğunu varsayalım.<sup>299</sup>

#### ÖZ SERMAYE

Ödenmiş Sermaye (200.000 Adet Hisse Senedi x 1.000 YTL)	200.000.000 YTL
Yasal Yedek Akçe	50.000.000 YTL
Dağıtılmayan Kârlar	100.000.000 YTL
Öz Sermaye	350.000.000 YTL

Şirketin dağıtılmayan kârlarının 80.000.000 YTL'lik kısmından karşılanmak suretiyle nominal değeri 1.000 YTL olan hisse senetlerini bedelsiz olarak ortaklarına verdiğini kabul edersek şirketin öz sermaye yapısı şu şekilde olacaktır.

#### ÖZ SERMAYE

Ödenmiş Sermaye (280.000 Adet Hisse Senedi x 1.000 YTL )	280.000.000 YTL
Yasal Yedek Akçe	50.000.000 YTL
Dağıtılmayan Kârlar	20.000.000 YTL
Öz Sermaye	350.000.000 YTL

Görüldüğü üzere, kâr payına karşılık ödenen hisse senetleri öz sermaye yapısını değiştirmemekte, sadece dağıtılmamış kârların sermaye hesabına aktarılmasını gerektirmektedir.

Hisse senedi şeklinde kâr payı dağıtımı, hisse senedi sayısının artması nedeniyle, hisse senedinin piyasa fiyatını ve hisse başına kârı düşürmesine rağmen, hissedarların elindeki hisse senedi sayısı artacağından hissedarların toplam kâr payı geliri değişmeyecektir.<sup>300</sup>

Örneğin, hisse senedi şeklinde kâr payı dağıtımında bulunan bir firmanın dağıtım öncesi hisse senedinin piyasa fiyatı 1,10 YTL, hisse senedi sayısının

<sup>298</sup> BRIGHAM, a.g.e., s. 707

<sup>299</sup> VAN HORNE, a.g.e. s. 324

<sup>300</sup> CURRAN, Ward S. **Principles of Corporate Finance**, Harcourt Brace, Jovanavish Inc. Florida 1988, s. 388

1.000.000 adet olduğunu ve bu firmanın % 10 hisse şeklinde kâr payı dağıtımında bulunduğunu varsayalım.

Bu durumda firmanın toplam piyasa değeri;  
 $1.000.000 \times 1,10 = 1.100.000$  YTL olacaktır.

$$\text{Hisse senedi Fiyatı} = \frac{\text{Firmanın Piyasa Değeri}}{\text{Hisse Senedi Sayısı}}$$

$$\text{Dağıtım Öncesi Hisse Senedinin Fiyatı} = \frac{1.100.000}{1.000.000} = 1,10 \text{ YTL}$$

$$\text{Dağıtım Sonrası Hisse Senedinin Fiyatı} = \frac{1.100.000}{1.100.000} = 1,00 \text{ YTL}$$

Hissedarlardan birisinin 100 adet hisse senedine sahip olduğu varsayıldığında,

$$\begin{aligned} \text{Dağıtım Öncesi Hisse Senedinin Toplam Değeri} &= 100 \times 1,10 = 110 \text{ YTL} \\ \text{Dağıtım Sonrası Hisse Senedinin Toplam Değeri} &= 110 \times 1,00 = 110 \text{ YTL} \end{aligned}$$

Genel olarak, hisse senedi şeklinde kâr payı dağıtımını sonrası hisse senedinin beklenen fiyatı şu şekilde hesaplanır.<sup>301</sup>

$P_x$ = Dağıtım sonrası hisse senedinin fiyatı

$P_c$ = Dağıtım öncesi hisse senedinin fiyatı

$q$ = Kâr payı dağıtım oranını ifade etmektedir.

$$P_x = \frac{P_c}{1 + q}$$

Hisse senedi şeklinde kâr payı dağıtımının hisse senedinin piyasa fiyatını kesinlikle aynı oranda düşüreceği savı her zaman için geçerli değildir. Bir şirketin hisse senedinin piyasa fiyatını belirleyen temel faktör, söz konusu şirketin diğer şirketlere oranla kazanma gücüdür.<sup>302</sup>

Büyüyen, kazanç sağlama kapasitesini artıran ve nakit olarak dağıtacağı kârlar hakkında beklentilerin olumlu olduğu bir şirket, hisse senedi vermek yoluyla kâr dağıtıyor, bunun hisse senedinin piyasa fiyatı üzerindeki düşürücü

<sup>301</sup> LEVY, Haim; SARNAT, Marshall. **Principles of Financial Management**, Prentice Hall, Englewood Cliffs, New Jersey, 1988, s. 412

<sup>302</sup> BRIGHAM. a.g.e., s. 709



etkisi çok ılımlı ölçüler içerisinde kalabilir veya hiç olmayabilir. Hisse senedi vermek suretiyle kâr dağıtımını yapan bazı şirketlerin, bu işlemten sonra hisse senetleri fiyatlarında büyük değişiklik olmadığı da gözlenmektedir. Kaldı ki, hisse senetlerinin fiyatlarındaki düşüşü frenleyen diğer bir etmen daha söz konusudur. Hisse senedinin piyasa fiyatının düşmesi, piyasa fiyatının alım-satımın kolaylaştığı aralıklar içerisinde girmesi, talebi artırarak hisse senetleri için pazarı genişleteceğinden fiyat düşüşünü sınırlayacaktır.<sup>303</sup> Hisse senedi şeklinde kâr dağıtımının hisse senedi fiyatı üzerindeki etkileri konusunda bazı ampirik çalışmalar yapılmıştır. C. Austin Barker tarafından yapılan ampirik çalışmanın sonuçlarına göre, hisse senedi şeklinde kâr dağıtımını nakit kâr payı ile desteklediğinde (birleştirildiğinde), yani hisse senedi şeklindeki kâr payına ilave olarak nakit bir kâr payı ödeme yoluna gidildiğinde, şirketin hisse senedi fiyatı yükselmektedir. Diğer taraftan, dağıtımın nakit kâr payı ile desteklenmeyip sadece hisse senedi şeklinde kâr payı ile sınırlı kalması durumunda hisse senedi fiyatları düşmektedir. Barker tarafından yapılan çalışmanın sonuçları aşağıdaki tablo 4.5'teki gibidir:<sup>304</sup>

**Tablo 4.5: Belirli Tarihlerde Hisse Senedi Fiyatlarındaki Yüzde Değişimleri**

	<u>Belirli Tarihlerde Fiyatlardaki Yüzde Değişimler</u>		
	Kâr Dağıtımından 6 Ay Önce	Kâr Dağıtımında	Kâr Dağıtımından 6 Ay Sonra
*Senet kâr payı ile beraber			
nakit kâr payı ödenmesi	100	109	108
*Nakit kâr payı ödenmeyip sadece hisse senedi şeklinde			
kâr payı ödenmesi	100	99	88

Görüldüğü gibi, senet şeklindeki kâr payı dağıtımını, nakit kâr payı ile beraber yapıldığında hisse senetleri değeri % 8 dolayında artmaktadır. Öte

<sup>303</sup> AKGÜÇ. a.g.e, s. 794

<sup>304</sup> BARKER, C.Austin. "Evaluation of Stock Dividends", **Harvard Business Review**, July-August, Vol: 39, 1958, s. 105

yandan, hisse senedi şeklinde kâr payı dağıtımı, nakit kâr payı ile beraber yapıldığında fiyatlarda % 12 civarında bir düşüş meydana gelmektedir.

Hisse senedi şeklinde kâr payı dağıtımının şirket ve hissedarlar yönünden üstün yönleri şu şekilde sıralanabilir;<sup>305</sup>

- Büyüme sürecindeki firmaların nakit ihtiyaçları fazla olduğundan, bu firmaların nakit durumlarını muhafaza etmek istemeleri nedeniyle, böyle bir dağıtımın gitmeleri, nakit çıkışı meydana getirmeden kâr payı dağıtmalarını sağlar. Böylece, işletme hem kârı firma bünyesinde bırakarak kâr dağıtımına gitmekte hem de kârlı yatırım fırsatlarının finansmanı için fon elde etme imkânı sağlamaktadır.
- Şirketler, genellikle sermaye artışına gittikleri dönemlerde artırılan sermayenin bir bölümünü bedelsiz hisse senedi vermek suretiyle gerçekleştirmekte; bu şekilde sermaye artışına katılma ortaklar açısından çekici hale gelmektedir.
- Şirket mülkiyetinin daha geniş tabana yayılması açısından, hisse senedi şeklinde kâr payı dağıtımı önemli bir araçtır. Bu şekilde kâr payı dağıtımına giden şirketlerdeki ortak sayısının, hisse senedi şeklinde kâr payı dağıtmayan şirketlere oranla daha fazla olduğu görülmektedir. Yapılan bir araştırmada hisse senedi vermek suretiyle kâr payı dağıtımının ortak sayısı üzerindeki etkisi konusundaki sonuçlar tablo 4.6' daki gibidir;

**Tablo 4.6: Hissedar Sayısındaki Artışlar**

	Hissedar Sayısındaki Artış % ( 1950-1953 )
Hisse senedi şeklinde kâr dağıtımı % 25 ve yukarı	30
Hisse senedi şeklinde kâr dağıtımı % 5 - % 25	17
Tümüyle hisse senedi şeklinde kâr dağıtımı	30
Hisse senedi vermeksizin kâr dağıtımı	5

Kaynak: TÜRKÖ, a.g.e., s. 534

<sup>305</sup> VAN HORNE. a.g.e., s. 356-357

- Hisse senedi şeklinde kâr payı dağıtımının diğer bir faydası hisse senetlerinin piyasa değerlerinin alım-satımının daha fazla yapılabildiği bir sınır içinde tutulmasını sağlamasıdır. Hisse senedi şeklinde kâr payı dağıtımına gidilerek bedelsiz hisse senedi verilmesi, piyasa fiyatları aşırı derecede yüksek ve bu nedenle piyasada dolaşımı azalan hisse senetlerinin fiyat artışlarını durdurarak, psikolojik bir etki yaratmakta ve tasarruf sahipleri açısından alınabilme olanağını artırmaktadır.

- Hisse senedi şeklinde kâr payı dağıtımını firmanın daha önce uyguladığı nakit kâr payı dağıtım oranını muhafaza etmesine ilaveten yapılırsa ortakların nakit gelirini artırır. Örneğin, 100 adet hisse senedi olan bir hissedar hisse başına 0,10 YTL nakit kâr payı almış olsun. Firma % 10 hisse senedi şeklinde kâr payı dağıtacağını ve aynı zamanda daha önceden uyguladığı nakit kâr payıya de devam edeceğini kararlaştırmışsa hissedarlar hem 110 adet hisse senedine sahip olacak hem de 11 YTL nakit kâr payı alacaklardır. Türkiye’de, çok yaygın olmamakla birlikte, bazı firmaların özellikle son yıllarda hisse senedi şeklinde kâr payı dağıtımını yoluna gittikleri gözlenmektedir. Hisse senedi şeklinde kâr payı dağıtımına giden İMKB’ye kayıtlı bazı şirketlerin 2003 yılına ait verileri tablo 4.7’ deki gibidir;

**Tablo 4.7: 2003 İMKB Şirketleri Kâr Payı Ödemesi (TL)**

Şirket Adı	Yıl	Esas Sermaye Tutarı	Net Kâr	Ödenen Toplam Kâr payı	Bedelsiz Hisse Senedi Olarak	Nakit Olarak
Anadolu Sigorta	2003	80.000.000	41.880.527	20.000.000	20.000.000	
Çelebi Hava Servisi	2003	4.500.000	11.445.907	2.700.000	2.700.000	
Dışbank	2003	194.000.000	171.656.000	138.516.000	92.344.000	46.172.000
Finansbank	2003	354.905.210	153.075.000	21.261	21.261	
Hürriyet Gazetecilik	2003	145.744.757	51.521.420	38.480.999	38.480.999	
Petrol Ofisi	2003	252.441.386	303.973.257	30.000.000	30.000.000	
Turkcell	2003	500.000.000	1.121.034.515	236.317.210	118.158.605	118.158.605
TSKB	2003	114.000.000	40.850.000	28.484.316	28.484.316	
Yapı Kredi Finans	2003	35.000.000	57.620.310	54.000.000	54.000.000	

Kaynak: <http://www.imkb.gov.tr/16.02.2006>

Türkiye’de Arzu Türksoy ÖZOĞUZ ‘un 1996 yılında yaptığı çalışmada, 1989-1993 döneminde, İstanbul Menkul Kıymetler Borsası’nda bedelsiz bölünme açıklamaları sonrası hisse senedi fiyatları incelenerek, bu açıklamaların hisse senedi fiyatları üzerine etkileri araştırılmıştır. Bölünme tarihinden on gün öncesi ve sonrasında hisse senedi fiyatları incelenerek, bölünme etkisi olup olmadığı araştırılmıştır. Yapılan çalışmalar ve testler sonucunda, bedelsiz bölünme açıklamalarının hisse senedi fiyatları üzerinde etki yaptığına dair önemli bir bulgu bulunamamıştır.

Bu çalışmada, 1989-1993 tarihleri arasındaki hisse senedi şeklinde kâr payı ilanının hisse fiyatlarına etkisi incelenmiştir. Yapılan çalışmada 1989-93 döneminde İMKB’ da hisse senedi şeklinde kâr payı ilan günlerinde sınırlı bir ilan etkisi tespit edilmiştir. Yapılan testler sonucu, önemli normal üstü getiri tespit edilmemesine rağmen, 40 hisse senedi şeklinde kâr payı analizinde sadece ilan günü öncesi ve ilan gününde istatistiksel olarak sıfır olmayan normal üstü getiri elde edildiği tespit edilmiştir.<sup>306</sup>

Diğer bir çalışma Muradoğlu ve Aydoğan tarafından 1998’de yapılmıştır. Bu çalışmada Türkiye’de ilanlardan kaynaklanan fiyat değişimleri, hisse bölünmeleri ve hisse senedi şeklinde kâr payıları, Türk Sermaye Piyasasının 3 farklı gelişim seviyesi incelenerek araştırılmıştır.

Çalışmada, bölünme gününden 30 gün önce ve sonrasındaki normal üstü ve kümülatif normal üstü getiriler üzerinde çalışmışlar ve sonuçta piyasa geliştikçe yönetimin kararlarına bağlı fiyat tepkileri azaldığını tespit etmişlerdir. Ayrıca hisse bölünmesindeki fiyat tepkilerinin İMKB’ deki yatırımcıların değişiminden kaynaklandığına odaklanmıştır. Sonuçta, hisse bölünmesi ile İMKB’ na yeni küçük yatırımcıların girişi işlem hacmini artırmaktadır. Bölünme öncesi dönem boyunca önemli fiyat değişimleri ve aynı dönemdeki normal üstü hacim değişimleri hisse bölünmesine piyasanın anlayışını anlamak için incelenmiştir. Sonuçta, bölünme öncesi dönem boyunca değer yükselişi olduğu tespit edilmiştir. Fakat, bu artışın firmayla ilgili olumlu bilgilerden

---

<sup>306</sup> BELKAYALI. a.g.e., s. 91

kaynaklandığına dair bir delil bulunamamıştır. Bölünme öncesi dönem boyunca önemli ortalama normal üstü getiri ve ortalama normal üstü hacim değişimleri, hisse bölünmesine karşı, Türk yatırımcıların ilgisinin firma büyüme beklentilerinden ayrı olduğunu göstermiştir.

Mehmet Fatih TATARI' nin 1999 yılında yaptığı çalışmada, hisse senedi şeklinde kâr payı dağıtımında hisse fiyatlarının, ilan tarihine kadar sürekli çizgisel bir trend izlediğini tespit etmiştir. Piyasadaki yatırımcılar hisse senedi şeklindeki kâr payıye ilan tarihine kadar kayıtsız kalmaktadırlar. Piyasa, olay gününden sonra yeni bir denge fiyatı oluşturmaya başlar. Hisse senedi şeklinde kâr payı dağıtımında bilgi sızıntısının olmadığını söyleyebiliriz. Yatırımcılar hisse senetleriyle, onların hisse senedi olarak dağıtılacak kâr payı tutarlarını öğrendikten sonra daha fazla ilgilenmezler. Yeni denge fiyatı olay gününden sonra hemen oluşur.<sup>307</sup>

Yurt dışında hisse senedi vermek şeklinde kâr payı ödenmesine ilişkin olarak yapılan bir çalışmada, Grinblatt, Masulis ve Titman hisse fiyat değişimlerini, önerilen bölünme ve hisse senedi şeklinde dağıtılacak kâr payı önerilerinin ilan dönemleri için incelemiştir. Araştırmalarında 1967-76 yıllarındaki veriler kullanılmıştır. Çalışmalarında hem 0 hem de 1 gününün getirilerini bilginin piyasaya ulaşma süresini doğrulamak için incelemişler ve 0 ve 1 gününün getirilerinin tipik ilan sonrası getiri gibi aynı ifadeye sahip olduğunu test etmişlerdir. Sonuçta, hisse fiyatları üzerinde olumlu ilan etkisini tespit etmişlerdir. Eades, Hess ve Kim 1984'te 1962-1980 dönemindeki çalışmaları sonucunda hisse bölünmesi ve hisse senedi şeklinde kâr payı için önemli pozitif getiri olduğunu ve vergilendirilmeyen nakit kâr payılar için önemli negatif getiri olduğunu tespit etmişlerdir.<sup>308</sup>

Balasingham Balachandran ve Sally Tanner 'in 2001 yılında yaptığı çalışmada, Avustralya firmalarının, bedelsiz hisse senedi ihracı (Amerika'da hisse senedi şeklinde kâr payı ve İngiltere'de hisse senedi ihracı) ilanına hisse senedi fiyat tepkileri incelenmiştir. Bedelsiz ilan günü ve sonraki günde fiyat

---

<sup>307</sup> BELKAYALI. a.g.e., s. 91-92

<sup>308</sup> KARAAĞAÇ. a.g.e., s. 6

tepkileri istatistiksel açıdan önemli ve pozitifdir. Bedelsiz ilanına fiyat tepkileri, bedelsiz miktarıyla ve ilan öncesi etkilerle ilişkilidir.<sup>309</sup>

#### 4.2.3. Hisse Senetlerinin Nominal Değerinin Azaltılması ve Sayısının Artırılması Yoluyla Kâr Payı Dağıtımı (Stock Split)

Hisse senetlerinin nominal değerinin azaltılması ve sayısının artırılması yoluyla kâr payı dağıtımı ya da hisse bölünmeleri, daha önceki bir hisse için iki yeni hisse vermek suretiyle mevcut hisselerin sayısını iki katına çıkarma gibi, bir firmanın mevcut hisse senetlerinin sayısını artırmak için yaptığı bir harekettir.<sup>310</sup>

Başka bir ifadeyle, hisse senedi bölünmesi, pay senetlerinin nominal değerinin belli bir oranda azaltılarak sayılarının artırılmasıdır. Örneğin, pay senedinin nominal değeri %50 oranında azaltılmış ise, ortaklar ellerindeki her bir senedin karşılığında iki yeni hisse senedi alırlar. Böylece pay senedinin nominal değeri düşmüş olsa dahi, aynı oranda senetlerin sayısı arttığından pay sahiplerinin sermaye içindeki ortaklık payları değişmeyecek, dolayısıyla öz sermaye miktarında da bir değişiklik söz konusu olmayacaktır.<sup>311</sup> Hisse senedi bölünmesine, hisselerin pazarlanabilirliğini artırmak amacıyla genellikle yeni hisse senetlerinin ihracından önce başvurulur.<sup>312</sup>

Hisse senedi bölünmesi, hisse senedi şeklinde kâr payı ödemeye benzemekle beraber, bölünmede daha fazla hisse senedi dağıtımı yapılmakta ve birim hisse senedi fiyatını değiştirme söz konusu olmamaktadır.<sup>313</sup> Hisse senedi bölünmesini, hisse senedi şeklinde kâr payı ödemekten ayıran bir diğer teknik fark, senet kâr payında dağıtılmayan kârlardan veya yedeklerden hissedarlara doğru bir fon transferi söz konusuysen, bölünmede hisse senedinin piyasa fiyatını düşürmenin söz konusu olmasıdır.<sup>314</sup>

---

<sup>309</sup> BALACHANDRAN, Balasingham; TANNER, Sally. "Bonus Share Issues and Announcement Effect: Australian Evidence", **Department of Accounting and Finance**, Monash University, Australia, October 2001

<sup>310</sup> BRIGHAM. **a.g.e.**, s. 287

<sup>311</sup> ENHOŞ. **a.g.e.**, s. 25

<sup>312</sup> GITMAN. **a.g.e.**, s. 603

<sup>313</sup> ASLANOĞLU. **a.g.e.**, s. 95

<sup>314</sup> SHAPIRO, Alan C. **Modern Corporate Finance**, Macmillan Publishing Company, New York 1991, s. 529

Hisse senedi bölünmesi, firmanın varlık, borç ve öz sermaye yapısını değiştirmemesi gerçeğine rağmen, bazı durumlarda firmanın hisse senedinin piyasa fiyatını artırıcı yönde bir etkiye sahip olabilir. Bunun nedenlerinden birisi, firmanın gelecekteki nakit akımlarında bir düzelme beklediği zamanlarda hisse senedi bölünmesine başvurmasıdır.

Diğer bir ifadeyle, yatırımcıların firmaların gelecek dönemlerdeki kazançlarında bir artış olacağı beklentisine sahip olması, bir diğer nedende, hisse başına fiyattaki bir azalmanın hisse senedinin fiyatının yükselmesine olanak sağlaması ve yatırımcıların bölünme öncesine nazaran daha fazla hisse senedi alma olasılığına sahip olması gösterilebilir.<sup>315</sup> Fakat şurası unutulmamalıdır ki, hisse senedinin piyasa değerindeki artışın esas nedeni bölünmenin kendisi değil, firmanın büyüme potansiyelindeki artıştır.<sup>316</sup>

Türkiye’de hisse bölünmeleri üzerine, Tarkan GÜYÜK’ün 1998 yılında yaptığı çalışmasının amacı, Türkiye’de sinyal hipotezine bağlı olarak bilginin bedelsiz hisse bölünmesi yolu ile iletilebildiği varsayımının araştırılmasıdır. Çalışmada, 1995-1997 dönemi içindeki sanayi şirketlerine ait tüm bedelsiz sermaye artırımları incelenmiştir.

Yapılan araştırmalarda genellikle hisse bölünmeleri 3 ayrı hipotezle açıklanmaya çalışılmıştır. Birinci hipotez, hisse bölünmesinin hisse fiyatını optimal bir düzeye getirip, düşük ekonomik koşullardaki yatırımcılar tarafından bile yatırım yapılmasını sağlamaktadır. Diğer hipotez sinyal hipoteziyle bağlantılı olarak, firma yöneticileri olumlu ve sürekli bilinmeyen bilgileri hisse bölünmeleri aracılığıyla piyasaya iletirler. Son teori ise, yöneticiler hisse bölünmelerini yatırımcıları hareketlendirmek ve firma değerini yeniden düzenlemeleri için kullanırlar. İlk hipoteze göre, hisse senetlerinin piyasada yaygın olarak işlem görmesini isteyen anonim şirketler, hisse bölünmesini tercih ederler. Hisse bölünmesi yatırımcı grubunun genişlemesini, daha az tutarlarda yatırım yapabilecek yatırımcılarında bu hisseleri tercih etmesini sağlar. Bu durumun ayrıca ters etkileri de olabilir. Profesyonel yatırımcılar olumlu ortamın bulunduğu piyasada çok değerlenmiş hisselerini satıp, kar elde etmek

<sup>315</sup> SCHALL; HALEY. a.g.e., s. 383

<sup>316</sup> BAKIR. a.g.e., s. 52

isteyebilir. Ayrıca hisse bölünmeleri aslında geniş bir kaynak oluşturur ve İMKB gibi spekülâtif piyasalarda, firma hisselerine ilgiyi azaltan firmanın daha sonra hantal bir performans göstermesine sebep olur. Diğer bir handikap ise, yatırımcılar ellerindeki hisseleri bölünme olmadan daha kolay satabileceklerini düşünürler.

Örnekleme Analizi yöntemi ile yapılan çalışma hisselerin bölünme tarihinden 30 gün öncesi ve sonrasına kadar ki süre içerisinde normalin üzerindeki pozitif getiriler ile şirketlerin bölünme yılı başındaki ve sonundaki Net Satış ("NS"), Hisse Başı Kazanç ("HBK") ve Kazanç Başı Fiyat ("KBF") rakamları arasındaki korelasyona bakmaktadır.

Çalışma sonuçları, bölünme öncesindeki günlerde ortalama normalin üzerindeki pozitif getirileri desteklerken, bu getiriler ile seçilen finansal göstergeler arasında bir ilgi olmadığını göstermektedir. Bu bulgu, sinyal hipotezine bağlı olarak, bilginin bedelsiz hisse bölünmesi yolu ile iletilebildiği varsayımı ile çelişmektedir.<sup>317</sup>

Yurt dışında yapılan çalışmalarda, Fama, Fisher, Jensen ve Roll 1969'da ve Charest 1978 hisse bölünmesi teklif, onay ve gerçekleşme günlerinde hisse fiyat değişimlerini incelemiştir. Bu çalışmada aylık veriler ve potansiyel etkili ilanlarla birlikte hisse bölünmesi ilanları kullanılmıştır. Daha sonra Grinblatt, Masulis ve Titman (1984) yaptığı çalışmalarda günlük fiyatları kullanmış ve ilan etkisinin önemini etkileyecek etkenler kontrol edilmeye çalışılmıştır.

Lamoureux ve Poon (1987) vergi tercih modeli adı altında büyük bölünmelerin ilanlarından sonraki normal üstü getirileri incelemiştir. Bölünme ilanını takiben, işlem gören hisse sayısı artacaktır. Hacimdeki artış hisselerin getiri sürecinde de artışa sebep olacaktır. İşlemlerdeki artış hisselerin vergi seçme değerini artırır ve bu hisse bölünmesindeki ilan etkisini oluşturan değerdir. Bu teori hisse sahiplerinin sayısında önemli artış olduğunu ve bu artışın bölünme ilanındaki işlem hacmindeki artışa ve likiditedeki azalışa rağmen olduğunu açıklamaktadır. Arbel ve Swanson'un 1984-87 döneminde 103 saf bölünme ilanı incelemelerinde, bölünme ilanlarına piyasa tepkisinin

---

<sup>317</sup> BELKAYALI. a.g.e., s. 101-102



bilgili hisselerle oranla eksik bilgili hisselerle daha güçlü olduğunu tespit etmişlerdir. Bilgili hisselerle oranla eksik bilgili hisselerin tam sinyal etkisinin yakalanması için piyasa reaksiyonu uzun zaman alır.

Brennan ve Copeland 1988'de, bölünmenin, yöneticilerin özel bilgilerinin sinyali olduğu hisse bölünme davranışları hakkında bir model oluşturmuştur. Çalışmanın sonucunda, hisse bölünmesinin yatırımcılara, yöneticilerin özel bilgileri hakkında yararlı bir sinyal verdiği dair bulgular tespit edilmiştir. Ayrıca çalışmalarının sonucunda, Lakonishok ve Lev' in çalışma sonuçlarının aksine, hisse bölünmesinin ortalamadaki hisse fiyatını, örnek gruptaki bölünmeyen hisselerin ortalama fiyatına geri getirmediğini tespit etmişlerdir.

Kryzanowski ve Zhangis'in 1991'de yaptığı çalışmada, Kanada hisseleri için bölünme ilan günlerinde kümülatif anormal getiri pozitifdir. Bu anormal getirinin neden oluştuğuna ilişkin yapılan incelemelerde, tüm Kanada örneklerinin şaşırtıcı likidite ve sinyal etkisi sağladığı belirlenmiştir. Sonuçlar, Kanada piyasasında, bölünmeyi takip eden dönemde işlem sayısının arttığını göstermektedir. Bu artış istatistiksel olarak önemlidir. Hisse bölünmesi ilanını takiben işlem hacmi artar ve alım satım fiyatları farkı azalır. Bu sonuçlar bölünme olaylarının likiditeyi arttırdığını göstermektedir. İşlem hacminin artışı ve fiyat farkının azalması bölünme ilanının hisse hakkında iyi bilgi verdiğinin sonucu olabilir.<sup>318</sup>

Avraham Kamara, Jennifer Lynch Koski' nin 2001 yılında yaptığı çalışmada, hisse bölünmesinde ticaret faaliyeti, getiri değişkenliği ve otokorelasyon arasındaki ilişki incelenmiştir. İlk incelemede, bölünmeden sonra değişkenlik ve küçük işlem sayısında önemli artışlar belirlenmiştir. Bu 2 etki birbiriyle pozitif ilişkilidir. Bölünmeden sonra otokorelasyondaki önemli gerileme, küçük işlem sayısındaki değişimle ilişkilidir. Tersine bölünmeyen firmaların kontrol örnekleri için değişkenlik ve otokorelasyondaki değişimin küçük ticaret değişimleriyle ilişkili olmadığı belirlenmiştir.<sup>319</sup>

---

<sup>318</sup> ELFAKHANI, Said; LUNG, Trevor. "The Effect of Split Announcements on Canadian Stocks", **Global Finance Journal** vol:14, 2003, s. 197-216

<sup>319</sup> KAMARA, Avraham; KOSKİ, Jennifer Lynch. "Volatility, Autocorrelations and Trading Activity After Stock Splits", **Journal of Financial Markets** 4, 2001, s. 163-184.

#### 4.2.4. Şirketlerin Kendi Hisse Senetlerini Geri Satın Almaları Yoluyla Kâr Payı Dağıtımı (Stock Repurchases)

İşletmelerin aşırı nakde sahip olmaları ve kârlı yatırım fırsatlarının bulunmaması söz konusu olabilir. Böyle bir durumda, kârın ortaklara dağıtılması veya piyasadaki hisse senetlerinin satın alınması için kullanılması söz konusu olabilir. Gelir vergisinin ve menkul kıymet alım satım giderlerinin olmaması durumunda, teorik olarak bu iki seçenektan birinin kullanılmasının ortaklar açısından farkı yoktur.

Çünkü, şirket, hisse senetlerini satın alarak, dolaşımdaki hisse senedi sayısını azaltmakta, böylece, işletmenin net kârını etkilememe koşuluyla, hisse başına net kârını artırmaktadır. Hisse başına gelirin yükselmesi ise, hisse senetlerinin piyasa fiyatını artırarak, ortakların değer artışı elde etmelerini sağlamaktadır. Nakit olarak kâr payı ödenmesi yerine, hisse senetlerinin geri satın alınmasının ortaklar açısından fark yaratmayacağı bir örnekle açıklanmıştır.<sup>320</sup>

Bir şirketin aşağıdaki verilere sahip olduğunu varsayalım;

Vergiden sonraki net kâr	:20.000-YTL
Hisse senedi sayısı	: 500-adet
Pay başına kazanç	: 40 YTL
Kâr payı dağıtım öncesi piyasa fiyatı	: 600-TL
Fiyat/kazanç oranı	: 15-

Şirketin 15.000 YTL kâr payı dağıtmak istediğini varsayalım. Kâr payı dağıtımı, nakit veya hisse senetlerinin geri satın alınması şeklinde olabilecektir. Eğer, işletme nakit olarak kâr payı dağıtımını düşünürse, kâr payı dağıtımından önce, hisse senetlerinin piyasa fiyatı 630 YTL'ye yükselecektir. Bu durumda, nakit olarak beklenen kâr payı 30 YTL olacaktır. (15.000/500) işletme

<sup>320</sup> CEYLAN. a.g.e. s. 238

yönetiminin hisse senedi satın almayı benimsediğini ve ortaklara hisse senedi satın alma fiyatı olarak 630 YTL teklif ettiğini kabul edelim. Böyle bir durumda, işletme yönetimi, piyasadaki 15.000/630 = 23,81 adet hisse senedi satın alabilecektir. Bu durumda, işletmenin hisse senedi başına geliri (20.000/500-23,81) = 42 YTL olur. Hisse senetlerinin geri satın alınmasıyla, pay başına fiyat/kazanç oranı değişmez ve 15 olarak kalırsa, işletmenin hisse senetlerinin piyasa değeri 42x15 = 630 YTL olacaktır. Bu değer de kâr dağıtımının nakit olarak yapılması durumundaki değere eşittir.

Hisse senetlerinin geri satın alınması, ya açık piyasadaki cari fiyatla olabilmekte, ya da hisse senetlerinin belli bir kısmının cari fiyattan daha yüksek bir fiyat teklif edilerek hisse senedi sahibinden alınması biçiminde olabilmektedir.<sup>321</sup>

Bir şirket hisse senetlerini geri satın almasının temel nedenlerini şöyle sıralayabiliriz:<sup>322</sup>

- 1- Şirketin nakit varlıklarını kullanabileceği başka yatırım alternatiflerinin bulunmaması,
- 2- Şirketin borç oranlarını artırmaya yönelik olarak bir kazanç elde etmek istemesi
- 3- Şirketin aşırı nakde sahip olması,
- 4- Yöneticilerin hisse senetlerinin piyasa fiyatının çok düşük olduğu ve gerçek değerinin altında bir değerlendirmeye tabi tutulduğunu düşünmesi,
- 5- Şirketin, hisse senedi satın almayı, kontrol yetkisini güçlendirme stratejisinin bir parçası olarak görmesi,
- 6- Geri satın almanın yatırımcılar açısından firmanın gelecekteki kazançları ve hisse senedi fiyatları hakkında yönetime güvenini ifade etmesi.

Hisse senetlerinin geri satın alınmasının etkileri aşağıdaki örnek üzerinde açıklanmaya çalışılmıştır.

---

<sup>321</sup> BRENNAN, Michael J.; THAKOR, Anjan V. “ Shareholder Preferences and Dividend Policy”, **Journal of Finance**, Vol: XLV, No: 4, September 1990, s. 994-995

<sup>322</sup> RAO, Ramesh K S. **Financial Management, Concept and Application**, Macmillan Publishing Company, New York 1992, s. 456

A şirketi mevcut 5.000 adet olan hisse senetlerinden 2.000 adetini, yıllık net kârı olan 25.000 YTL ile geri satın alacaktır. Hisse senetlerinin cari piyasa fiyatı 1,25 YTL' dir. Satın almadan sonra hisse senedi sayısı 3.000 adete düşecektir. Bu duruma göre, hisse başına kâr ve hisse senedinin piyasa fiyatındaki değişiklikler aşağıdaki gibi olacaktır:<sup>323</sup>

$$\text{Satın Almadan Önceki Hisse Başına Kâr} = \frac{\text{Toplam Net Kâr}}{\text{Hisse Senedi Sayısı}}$$

$$\text{Satın almadan önceki hisse başına kâr} = \frac{25.000}{5.000} = 5 \text{ YTL}$$

$$\text{Satın almadan önceki fiyat / kazanç oranı} = \frac{1,25}{5} = 0,25$$

2.000 adet hisse senedinin satın

$$\text{alınmasından sonraki hisse başına kâr} = \frac{25.000}{3.000} = 8,33 \text{ YTL}$$

$$\begin{aligned} \text{Satın almadan sonraki Kâr} &= (\text{Fiyat / Kazanç Oranı}) (\text{Hisse Başına}) \\ \text{beklenen piyasa fiyatı} &= 0,25 \times 8,33 \\ &= 2,08 \text{ YTL} \end{aligned}$$

$$\begin{aligned} \text{Hisse Senedi Fiyatındaki Artış} &= 2,08 - 1,25 \\ &= 0,83 \text{ YTL} \end{aligned}$$

Bu bilgilere göre, hisse senetlerinin şirket tarafından geri satın alınması sonucunda, piyasa fiyatı 2,08 YTL'ye yükselmiş olup hissedarın hisse başına kârı 0,83 YTL artmıştır. Geri satın almanın borçla finanse edilmesi durumunda dahi, fiyat / kazanç oranı faiz oranından büyük olduğu sürece, hisse başına kâr yine artacaktır. Ortaklar açısından, şirketin kâr paylarını nakit olarak ödemesiyle, bu tutarda hisse senedi satın alması arasında bir fark yoktur. Aksine, eğer sermaye kazançları gelir vergisine kıyasla daha az vergilendiriliyorsa hissedarın net geliri daha fazla olacaktır.<sup>324</sup>

Bu örnekte aşağıdaki kritik varsayımlar yapılmıştır;

<sup>323</sup> TÜRKÖ. Değerleme Açısından Kâr Dağıtım Politikası, s. 91

<sup>324</sup> ASLANOĞLU. a.g.e., s. 100-101

- Hisse senetleri piyasa değeri üzerinden satın alınmıştır.
- Satın alma işleminden sonra şirketin fiyat / kazanç oranı değişmemiştir.
- Hisse senetlerinin geri satın alınması şirketin kârını değiştirmeyecektir.

İşte bu varsayımlardan dolayı, hisse senetlerinin geri satın alınması, hissedarlar açısından risk taşımaktadır. Hisse senedinin geri satın alınması yoluyla kâr payı dağıtımının bir takım yararları bulunmaktadır. Yukarıda ifade edildiği gibi, hisse senetlerinin geri satın alınması belli bir vergi tasarrufu sağlamaktadır. Kâr payının nakit olarak ödenmesi durumunda hissedarlar gelir vergisi ödemek zorunda kalırken, hisse senedinin geri satın alınması nedeniyle hisse senedi fiyatında meydana artış, hisse senetleri hissedarlarca satılmadıkları müddetçe vergilendirilmemektedir.<sup>325</sup>

Bu şekilde geri satın alma, hissedarlara, hisse senedini satıp satmama konusunda (vergiden kaçınmak için) bir tercih hakkı verirken, normal kâr payı ödeme türlerinde hissedarların böyle bir hakkı olmayıp vergi ödemekle karşı karşıya kalmaları söz konusudur. Görüldüğü gibi, değişen koşullar altında hisse senetlerinin geri satın alınması ile kâr payı dağıtımı arasında hissedarlar kayıtsız kalmamaktadırlar. Fakat bazı görüşlere göre, hisse senetlerinin geri satın alma işleminin kâr payı kararlarından ziyade, yatırım kararları içerisinde ele alınması daha uygundur. Bu görüşe göre, hisse senetlerinin firma tarafından geri satın alınması firmanın kendi hisse senetlerine yatırım yaptığını gösterir.<sup>326</sup>

Karşıt görüşe göre ise, firmanın kendi hisse senetlerine yatırımı, ancak kârlı yatırım fırsatlarının söz konusu olmadığı durumlarda söz konusu olmaktadır. Ayrıca, hisse senetlerinin geri satın alınmasının nihai amacı sermaye yapısında bir değişiklik yapmak şeklinde belirlenebilir.<sup>327</sup> Türkiye’de yasal düzenlemelere bağlı olarak firmalar kendi hisse senetlerini geri satın almak suretiyle kâr dağıtımına gidememektedirler. Türkiye’de halka açık firma sayısının az olması ve yatırımcı kitlesinin de sınırlı olması bu dağıtım şeklinin tercih edilmemesine neden olmaktadır.

---

<sup>325</sup> GİTMAN. a.g.e., s. 604

<sup>326</sup> VAN HORNE. a.g.e., s. 320-321

<sup>327</sup> ASLANOĞLU. a.g.e., s. 102

Yurt dışına Alan Brav, John R. Graham, Campbell R. Harvey ve Roni Michaely' in 2003 yılında yaptıkları çalışmada, görüşme yapılan yöneticilerin satın almalara büyük önem verdiği belirlenmiştir. Yapılan görüşmeler sonucu %40 firmanın geri satın almanın dolar değerini hedeflerken, %22'si geri satın almayı hedeflememiştir. Sadece %4'ü geri satın alma oranını hedeflemiştir. Son olarak %20'si diğer değişkenleri ve politikaları hedeflemek için geri satın almayı kullanmışlardır.(Örneğin, borç oranı, fazla nakit miktarı).<sup>328</sup>

#### 4.2.5. Melez Kâr Payı Dağıtımı

Nakit ve hisse senedi şeklinde kâr payı dağıtımının birlikte yapılması durumudur. Bu tip kâr payı dağıtımında, kâr paylarının dağıtım oranları önemli değildir. Melez kâr payları nakit kâr paylarına verilen tepkilere benzer tepkiler verir. Türkiye'de melez kâr payı dağıtımı yaygın olarak görülmemektedir. Ancak bu kâr payı tipini tercih eden yönetici grubunun düşüncesinin, her iki kâr payı dağıtım şeklini tercih eden yatırımcı kitlesinin bu hisselerle yönelmesini sağlamak olduğu düşünülmektedir. Şirketlerin sadece nakit kâr payı dağıtım şeklini tercih etmesi, hisse senedi şeklinde kâr payı dağıtımını tercih eden yatırımcı kitlesini kaybetmesi anlamına gelmektedir. Ayrıca şirketin melez kâr payı dağıtımını, dağıtılacak kâr payı oranının da şirket isteğine göre ayarlanabilmesini sağlar. Melez kâr payı dağıtımında ne oranda nakit ne oranda hisse senedi şeklinde kâr payı dağıtılacağına dair bir yaptırım yoktur. Bu sayede şirket eğer likidite sıkıntısı içindeyse, bu sıkıntısını arttırmayacak oranda nakit, geri kalanı hisse senedi şeklinde dağıtarak, hem kendi hem de müşteri memnuniyetini sağlar.<sup>329</sup>

---

<sup>328</sup> BRAV, Alan: GRAHAM, John R.: HARVEY, Campbell R. Ve MICHAEELY, Roni. "Payout Policy in the 21 st Century", **National Bureau of Economic Research Working Paper**, No:9657, Cambridge, Nisan 2003, s. 1-37

<sup>329</sup> BELKAYALI. a.g.e., s. 116

#### 4.2.6. Seçmeli Kâr Payı Dağıtımı (Optional Dividend)

Ortaklara nakit ya da senet kâr payı alma hususunda seçme hakkı verilmesidir. Kâr payı dağıtımı, haberinin alınmasından sonra, belirli bir süre içinde ortaklarca verilecek karar, pay senetlerinin piyasa değeri ile nakit kâr payı miktarının karşılaştırılması sonucu alınacaktır. Eğer iki alternatiften sağlanacak fayda birbirine eşit ya da yakınsa-ki genellikle böyledir-alınacak yeni senetlerin saklanması ya da satılması zahmetine girmek istemeyen küçük hisse sahipleri nakit kâr payı alternatifini seçeceklerdir. Nakit kâr payı almakla elde edilecek getirinin, yeni senet alma alternatifinden sağlanacak getiriden daha düşük olması durumunda ise, ortaklar senet kâr payı alternatifini tercih edecek, dolayısıyla şirket de ihtiyacı olan nakit fonları bünyesinde tutma imkânını korumuş olacaktır.<sup>330</sup>

#### 4.2.7. Bono Kâr Payı Dağıtımı (Scrip Dividend)

Şirketlerin, nakit sıkıntısı çektikleri dönemlerde veya ellerindeki nakit fonları daha önemli ihtiyaçları için kullanmak istedikleri zamanlarda, ortaklarına kâr paylarına karşılık olmak üzere, belirli sürelerde ödenecek faizli bonolar vermeleridir. Bono şeklinde kâr payı, şirketin gerçekten kâr elde ettiği fakat cari varlıklarını nakte dönüştürebilmek için belirli sürelerin geçmesini beklemek zorunda olduğu durumlarda kullanıldığında olumlu sonuçlar verir. Bunun aksine, bono şeklinde kâr payı dağıtımı, kâr olmadığı halde sadece ortakları ödüllendirmek amacıyla yapılıyorsa, bunun etkileri olumsuz olacaktır. Kâr olmadığı halde böyle bir işlemin yapılması, belirli bir süre içinde verilen bono bedellerinin ve artı bir yük getiren faizlerin ödenmesi zorunluluğundan dolayı şirketin sermayesinde azalma sonucunu doğuracaktır.<sup>331</sup>

---

<sup>330</sup> GUTHMAN, G. Harry; DOUGALL, E. Herbert. **Corporate Financial Policy**, Englewood Cliffs, Prentice-Hall, 1962, s. 546

<sup>331</sup> ENHOŞ. a.g.e., s. 26-27

#### 4.2.8. Aynı Olarak Kâr Payı Dağıtımı (Property Dividend)

İşletmenin mallarına talep fazla ise, diğer bir ifade ile işletmenin ürettiği malı ele geçirmek için belirli bir süre beklemek gerekiyorsa, nakit yerine mal olarak kâr payının ödenmesi arzu edilebilir. İşletme ürettiği malların satışında güçlükle karşılaşılıyorsa, yine mal olarak kâr payı ödenmesi gündeme gelebilir. İşletme mallarını satamadığı için nakit sağlayamayacaktır. Nakit olmadığı içinde ortaklarına kâr payı karşılığı olarak ürettiği maldan vermek zorunda kalacaktır. Uygulamada fark görülmemekle beraber bu özellikleri taşıyan işletmelerin uygulayabileceği bir kâr payı dağıtım şeklidir.<sup>332</sup>

#### 4.2.9. Tasfiyeden Kâr Payı (Liquidating Dividend)

Şirketin tasfiyeye girmesi halinde elindeki mevcut varlıkların hisse sahiplerine dağıtılması bir tür kâr payı dağıtımı olmaktadır. Örneğin, petrol ve maden şirketleri faaliyetleri gereği, bazı varlıklarını tekrar kullanmak üzere harcarlar. Bu tür varlıklar için ayrılan yenileme ya da zararları karşılama fonları ihtiyaç duyulmadığı zamanlarda hisse sahiplerine kâr payı şeklinde dağıtılabilir.<sup>333</sup>

#### 4.2.10. Kâr Payı Olarak İntifa Senedi Verilmesi

İntifa senetleri esas sermayeye iştirak söz konusu olmadan şirketlerin maddi menfaatler sağlama hakkını temsil eden kıymetli evrak niteliğinde belgelerdir. İntifa senetleri sahipleri net kâra, tasfiye bakiyesine iştirak ya da yeni hisse senedi alma hakları sağlarlar. İntifa senetleri özellikle kuruculara verilir. Nakit ya da diğer kâr payı ödemesi yapılmak istenmeyen bazı hallerde ise intifa senetlerinin kâr payı olarak dağıtılması söz konusu olabilir.<sup>334</sup>

---

<sup>332</sup> SEVİL, Güven. **İşletme Finansmanı**, ETAM A. Ş. Web-Ofset, Eskişehir 1994, s. 139

<sup>333</sup> AMBLING, Frederick. **Investments, An Introduction to Analysis and Management**, Prentice- Hall New Jersey 1970, s. 152

<sup>334</sup> AMBLING. **a.g.e.**, s. 199-200



## BEŞİNCİ BÖLÜM

### KÂR PAYI ÖDEME ŞEKİLLERİNİN FİRMA DEĞERİNE ETKİSİNİN BELİRLENMESİNE YÖNELİK İSTANBUL MENKUL KIYMETLER BORSASI'NDA BİR İNCELEME

Bu bölümde, İstanbul Menkul Kıymetler Borsası 100 Endeksi'nde işlem gören şirketlerin kâr payı ödeme şekillerinin firma değerine etkisini araştırmak amacıyla, istatistik hesaplamalara başvurulmuştur. İMKB 100 Endeksinde işlem gören şirketler tespit edildikten sonra hesaplamalar için gerekli bilgiler toplanarak çeşitli hesaplamalar yapılmış ve kâr payı dağıtım politikasının firma değeri üzerine etkisi olup olmadığı tespit edilmeye çalışılmıştır.

#### 5.1. İSTANBUL MENKUL KIYMETLER BORSASI 100 ENDEKSİ HAKKINDA GENEL BİLGİ

İMKB Hisse Senetleri Piyasası Endeksleri, Borsa'da işlem gören hisse senetlerinin fiyat ve getirilerinin bütünsel ve sektörel bazda performanslarının ölçülmesi amacıyla oluşturulmuştur. 1996 yılı sonuna kadar sadece İMKB 100, Mali ve Sınai sektör endeksleri hesaplanmakta iken, 1997 yılı başından itibaren sektör ve alt sektör endeksleri hem fiyat hem de toplam getiri olarak hesaplanmaya başlanmıştır. İMKB Fiyat Endeksleri tüm seans süresince, getiri endeksleri ise sadece seans sonunda hesaplanmakta ve yayınlanmakta olup, İMKB Ulusal-100 Endeksi Ulusal Pazar için temel endeks olarak kullanılmaktadır.

İMKB 100 endeksi, 1986 yılında 40 şirketin hisse senedi ile başlayarak zamanla sayısı 100 şirketin hisse senedi ile sınırlanan Bileşik Endeksin (İMKB 100) devamı niteliğindedir. Ulusal Pazar'da işlem gören menkul kıymet yatırım ortaklıkları hariç, çeşitli şartlara göre seçilmiş hisse senetlerinden oluşmakta olup, İMKB Ulusal-30 ve İMKB Ulusal-50 hisse senetlerini otomatik olarak

hesaplamaktadır.<sup>335</sup> İMKB-100 Endekslerinde yer alacak hisse senetlerinin seçimi; İMKB Yönetim Kurulu, Değerleme ve İstatistik Müdürlüğü tarafından yapılmaktadır. Hazırlanan periyodik piyasa verileri incelenerek endekslerde ve yedek listelerde yer alacak hisse senetleri belirlenir. Ulusal Pazar'da işlem gören hisse senetlerinin İMKB Ulusal-100 endeksine alınabilmesi için; Borsa'da en az 60 gün süreyle işlem görmesi şarttır. İMKB Ulusal-100 endeksine A, B, C gibi birden fazla grup hisse senedi bulunan şirketin, sadece bir grup hisse senedi dahil edilir. İMKB Ulusal-100 endekslerine katılacak olan hisse senetlerinin büyüklük ve likidite açısından sağlaması gereken şartlar;<sup>336</sup>

- **Büyüklük:** Takasbank saklamasında bulunan hisse senetlerinin değerlendirme dönemi sonu itibariyle piyasa değeri; İlk % 75'in içinde olmalıdır.
- **Likidite:** Endekslerde yer alacak hisse senetlerinin – birincil piyasa, toptan satış, özel emir işlemleri hariç – son bir yıl içinde günlük ortalama işlem hacmi (değerleme dönemi içinde işlem görmeye başlayan hisse senetlerinin ilk 20 günü hariç); İlk % 75'in içinde olmalıdır.
- **Gün Sayısı:** Endekslere alınacak hisse senetlerinin işlem gördüğü gün sayısının işlem görebileceği gün sayısına oranı % 75 olmalıdır.

İMKB Ulusal 100, 50, ve 30 endekslerinde işlem gören firmalara ilişkin değerlendirme oranları 2005 yılı için Tablo 5.1'de, 2004 yılı için Tablo 5.2'de verilmiştir.<sup>337</sup>

Bu tablodaki verilere göre İMKB 100 endeksindeki firmaların piyasa değerinin 30 endeksindeki firmaların değerlerine yakın olması, 30 endeksindeki firmaların piyasa değerlerinin yüksekliğine işaret etmektedir. Bu durumu PD/DD oranı da desteklemektedir.

Ayrıca 2004 ve 2005 verileri karşılaştırıldığında hem piyasa değerlerinde hem net kâr rakamlarında hem de nakit kâr payı dağıtım değerlerinde gözle görülür bir artış vardır.

<sup>335</sup> [www.ataonline.com.tr/content/Yatirimci\\_okulu/21/06/2006](http://www.ataonline.com.tr/content/Yatirimci_okulu/21/06/2006)

<sup>336</sup> [www.analiz.com/egitim/endeksler.html/21/06/2006](http://www.analiz.com/egitim/endeksler.html/21/06/2006)

<sup>337</sup> [www.imkb.gov.tr/21/06/2006](http://www.imkb.gov.tr/21/06/2006)

**Tablo 5.1: 2005 Yılı İMKB Endekslerinde İşlem Gören Şirketlerin Değerleme Oranları (000 YTL)**

Endeksler	Piyasa Değeri	Net Kâr	Toplam Amortisman	Nakit Temettü	Özsermaye	Fiyat / Kazanç Oranı (F/K (P/E))					
						TL (1)	TL (2)	ABD \$	TV %	F/NA	PD/DD
<b>İMKB Ulusal-100 Top./Ort.</b>	181.392.202	9.617.157	7.313.715	3.330.618	87.337.209	16,28	18,86	18,82	1,84	10,71	2,08
<b>İMKB Ulusal-50 Top./Ort.</b>	163.754.804	8.798.043	6.415.114	2.906.313	77.270.904	15,84	18,77	18,67	1,77	10,76	2,12
<b>İMKB Ulusal-30 Top./Ort.</b>	143.496.757	7.074.682	5.666.949	2.260.927	66.508.193	16,45	20,28	20,23	1,68	11,26	2,16
<b>İMKB Ulusal-Tüm Top./Ort.</b>	216.236.209	10.717.553	8.365.100	3.718.055	102.135.393	17,11	19,32	19,27	1,72	10,85	2,12
<b>Pazarlar Genel Top./Ort.</b>	218.317.837	10.790.692	8.597.472	3.726.774	103.251.885	17,19	19,38	19,33	1,71	10,79	2,11

**Tablo 5.2: 2004 Yılı İMKB Endekslerinde İşlem Gören Şirketlerin Değerleme Oranları (000YTL)**

Endeksler	Piyasa Değeri	Net Kâr	Toplam Amortisman	Nakit Temettü	Özsermaye	Fiyat / Kazanç Oranı (F/K (P/E))					
						TL (1)	TL (2)	ABD \$	TV %	F/NA	PD/DD
İMKB Ulusal-100 Top./Ort.	116.201.547	9.149.141	6.970.150	1.577.724	75.328.706	13,54	12,70	13,38	1,36	7,21	1,54
İMKB Ulusal-50 Top./Ort.	106.219.900	8.327.777	6.110.277	1.488.514	66.104.889	13,44	12,75	13,40	1,40	7,36	1,61
İMKB Ulusal-30 Top./Ort.	96.883.838	7.640.298	5.277.072	1.340.830	57.509.238	13,35	12,68	13,32	1,38	7,50	1,68
İMKB Ulusal-Tüm Top./Ort.	131.296.681	9.893.228	7.846.941	1.810.239	86.765.897	14,05	13,13	13,83	1,38	7,32	1,51
Pazarlar Genel Top./Ort.	132.555.528	9.888.181	7.910.668	1.812.534	87.515.329	14,18	13,27	13,96	1,37	7,37	1,51

## 5.2. İSTATİSTİKSEL ANALİZ VE BULGULAR

Bu bölümde, yapılan çalışmanın yöntemi, verilerin özellikleri ve çıkan sonuçların yorumlarına yer verilecektir.

### 5.2.1. Kullanılan Verilerin Özellikleri

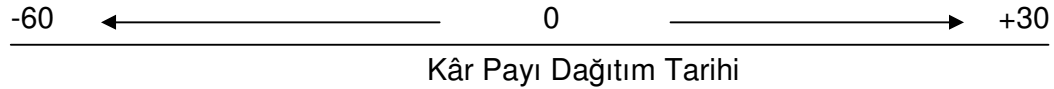
Çalışmamızın veri toplama aşamasında, İstanbul Menkul Kıymetler Borsası 100 endeksinde 2005 yılında işlem gören şirketler temel alınmıştır. Bu şirketler Tablo 5.3'te ve bölüm sonunda daha detaylı bir şekilde 2000-2005 yıllarına göre Ek 1'de verilmiştir. İMKB -100 endeksinde işlem gören 100 şirket ele alınmış ve geriye dönük olarak 2000 yılına kadar şirketlerin kâr payı dağıtımları incelenmiş ve modelde bu şirketlere ilişkin veriler kullanılmıştır. Şirketlerin kâr payı dağıtımları İMKB -100 endeksine dahil oluş yıllarına göre 2005-2000 dönemi içinde incelenmiştir. Bu verilere bölüm sonunda Ek 2'de yer verilmiştir. 2005 yılında İMKB -100 endeksinde 100 şirket işlem görmesine rağmen bazı şirketler incelenen dönemde kâr payı dağıtmaması ya da endeksten çıkması dolayısıyla incelenen şirket sayısında azalma gözlenmiştir.

**Tablo 5.3: 31.12.2005 Tarihi İtibariyle İMKB 100 Endeksine Dahil Olan Şirketler**

<b>XU 100</b>	<b>Şirket Adı</b>	<b>XU 100</b>	<b>Şirket Adı</b>	<b>XU 100</b>	<b>Şirket Adı</b>
ADNAC	ADANA ÇİMENTO	DOKTS	DÖKTAŞ	NTTTUR	NET TURİZM
AKENR	AK ENERJİ	ECİLC	ECZACIBAŞI İLAC	NETAS	NETAŞ TELEKOM
AKBNK	AKBANK	ECYAP	ECZACIBAŞI YAPI	OTKAR	OTOKAR
AKCNS	AKÇANSA	ECZYT	ECZACIBAŞI YATIRIM	PRKTE	PARK ELEKTRİK
AKSA	AKSA	EFES	EFES HOLDİNG	PETKM	PETKİM
AKGRT	AK SİGORTA	ENKAİ	ENKA İNŞAAT	PTOFS	PETROL OFİSİ
ALGYO	ALARKO GMYO	EREGL	EREĞLİ DEMİR ÇELİK	SAHOL	SABANCI HOLDİNG
ALARK	ALARKO HOLDİNG	FENER	FENERBAHÇE	SANKO	SANKO PAZARLAMA
ALCTL	ALCATEL TELETAŞ	FİNBN	FİNANSBANK	SASA	SASA ADVANSA
AEFES	ANADOLU EFES	FROTO	FORD OTOSAN	SKBNK	ŞEKERBANK
ANSGR	ANADOLU SİGORTA	DISBA	FORTİS DIŞBANK	SISE	SİŞE CAM
ARCLK	ARÇELİK	GARAN	GARANTİ BANKASI	TUDDF	T. DEMİRDÖKÜM
ASELS	ASELSAN	GRGYO	GARANTİ GMYO	TEBNK	T. EKONOMİ BANKASI
AGYO	ATAKULE GMYO	GİMA	GİMA	TSKB	T.S.K.B.
AYEN	AYEN ENERJİ	GLYHO	GLOBAL YATIRIM HOLDİNG	TNSAS	TANSAŞ
AYGAZ	AYGAZ	GOLDS	GOLDAŞ KUYUMCULUK	TATKS	TAT KONSERVE
BAGFS	BAGFAŞ	GOODY	GOOD-YEAR	TEKTU	TEK-ART TURİZM
BANVT	BANVİT	GSDHO	GSD HOLDİNG	TEKST	TEKSTİLBANK
BEKO	BEKO ELEKTRONİK	HURGZ	HÜRRİYET GAZETECİLİK	TOASO	TOFAŞ OTO.
BOLUC	BOLU ÇİMENTO	İHLAS	İHLAS HOLDİNG	TRKCM	TRAKYA CAM
BRSAN	BORUSAN BORU	İŞCTR	İŞ BANKASI C	TRCAS	TURCAS PETROL
BRYAT	BORUSAN YATIRIM	İŞFIN	İŞ FIN. KİR.	TCELL	TURKCELL
BFREN	BOSCH FREN	İŞGYO	İŞ GYO	TUPRS	TÜPRAŞ
BOSSA	BOSSA	İZDMC	İZMİR DEMİR ÇELİK	THYAO	TÜRK HAVA YOLLARI
BOYNR	BOYNER MAĞAZACILIK	KRDMD	KARDEMİR D	TTRAK	TÜRK TRAKTÖR
BRİSA	BRİSA	KARSN	KARSAN OTOMOTİV	UCAK	USAŞ
CYTAŞ	CEYTAŞ MADENCİLİK	KARTN	KARTONSAN	UZEL	UZEL MAKİNE
ÇİMSA	ÇİMSA	KCHOL	KOÇ HOLDİNG	ULKER	ÜLKER GIDA
DENİZ	DENİZBANK	KOZAD	KOZA DAVETİYE	VESTL	VESTEL
DEVA	DEVA HOLDİNG	MRDİN	MARDİN ÇİMENTO	YKGYO	Y.KREDİ KORAY GYMO
DGZTE	DOĞAN GAZETECİLİK	MMART	MARMARİS MARTI	YKBNK	YAPI KREDİ BANKASI
DOHOL	DOĞAN HOLDİNG	MNDRS	MENDERES TEKSTİL	YAZIC	YAZICILAR HOLDİNG
DYHOL	DOĞAN YAY.HOLDİNG	MİGRS	MİGROS		
DOAS	DOĞUŞ OTOMOTİV	NTHOL	NET HOLDİNG		

Gözlem setini oluşturan 100 şirkete ait kâr payı dağıtım şekilleri, kâr payı dağıtım oranları, genel kurul ve yönetim kurulu tarihleri ve kâr payı dağıtım tarihleri, hisse senetlerinin günlük fiyatları ve İMKB 100 endeksinin günlük değerleri, günlük kapanış bazında incelenmiştir.

Modelde, kâr payı dağıtım tarihinden 60 gün öncesi ve 30 gün sonrası hisse senedi fiyatları modelde kullanılmıştır. Hisse senedi fiyatlarında kâr payı dağıtım şeklinden dolayı meydana gelmiş olabilecek fiyat artışının sebebini daha iyi açıklayabilmek için günlük veriler kapanış fiyatları bazında kullanılmıştır.



Kâr payı dağıtım tarihinden 60 gün öncesinin alınmasının sebebi, bu dönemde genel kurul ve yönetim kurulu tarihlerinin yer almasıdır. Genel kurul ve yönetim kurulu tarihinde yapılan ilanların etkisinin de incelemeye dahil edilmesi ve etkisinin tespit edilmesini sağlamak için kâr payı dağıtım tarihinden 60 gün öncesine gidilmiştir. Kâr payı dağıtım tarihinden sonraki 30 günlük dönemin alınmasının sebebi ise, kâr payı dağıtımından sonra hisse senedi fiyatındaki değişimin incelenebilmesini sağlamaktır. Daha uzun bir dönemin alınmamasının sebebi ise kâr payı dağıtım etkisinin daha uzun dönemde yok olacağı ve ortaya diğer etmenlerin etkilerinin çıkacağıdır. Sonucu olumsuz yönde etkilememesi ve sadece kâr payı dağıtımının etkisinin incelenmesi için sadece bu günleri içeren dönemler dahil edilmiştir.

Araştırmada kullanılan her şirket için aşağıdaki kriterler aranmıştır:

- Her şirketin İMKB 100 endeksinde kesintisiz işlem gördüğü 90 günlük verileri 2000-2005 yılları için ele alınmıştır.
- Örnek grubun oluşturulmasında kâr payı dağıtım yılları baz alınmış kâr payı dağıtılmayan yıllar ihmal edilmiştir.
- Kâr payı dağıtımından 60 gün öncesi ve 30 gün sonrası için hisse senedi fiyatları ve İMKB 100 endeksi değerleri kapanış bazında değerlendirilmiştir.

- Kâr payı ilan tarihi olarak şirketlerin genel / yönetim kurulu tarihleri kabul edilmiştir.
- Şirketlerin genel / yönetim kurulu tarihleri ve kâr payı dağıtım tarihleri İMKB şirket haberleri baz alınarak tespit edilmiştir.
- Yapılan incelemede sapma olmaması için tek seans işlem gören günler ihmal edilmiştir.

Kâr payı dağıtım şekilleri 5 grupta incelenmiştir;

1. Nakit
2. Hisse Senedi
3. Bedelli
4. Bedelsiz
5. Melez (Nakit + Hisse senedi)

2000-2005 yıllarında İMKB 100 endeksine dahil olan şirketlerin kâr payı dağıtım şekillerine göre kâr payı dağıtım sayıları tablo 4.4'te verilmiştir. Tablo incelendiğinde İMKB 100 Endeksindeki şirketlerin 2000-2005 yıllarında en fazla bedelsiz hisse senedi dağıttığı, ikinci olarak da nakit kâr payı dağıtımına ağırlık verdiği gözlenmektedir. Örnek grupta en küçük pay melez kâr payı dağıtımına aittir. Bunun sebebinin ise henüz Türkiye'deki şirketlerin melez kâr payı dağıtım şeklini tam olarak benimsememeleri olabilir.

**Tablo 5.4: Yıl / Kâr Payı Dağıtım Şekli Bazında İMKB 100 Endeksine Dahil Olan Şirketlerin Kâr Payı Dağıtım Sayısı**

ÖDEME TİPİ	2000	2001	2002	2003	2004	2005	TOPLAM
NAKİT	13	21	17	31	20	35	137
HİSSE SENEDİ	12	12	6	9	2	2	43
MELEZ	6	4	4	2	2	0	18
BEDELLİ	13	17	12	3	11	4	60
BEDELSİZ	34	32	29	32	27	18	172
TOPLAM	78	86	68	77	62	59	430



Yapılan incelemede kullanılan veriler İMKB İnternet adresinden, [www.analiz.com](http://www.analiz.com) adlı internet sitesinden elde edilmiştir. Şirketlerin kâr payı dağıtım şekilleri, oranları, genel kurul tarihleri, yönetim kurulu tarihleri, kâr payı dağıtım tarihleri [www.imkb.gov.tr](http://www.imkb.gov.tr) İnternet adresinden elde edilmiştir. Şirketlerin günlük düzeltilmiş hisse senedi fiyatları ise [www.analiz.com](http://www.analiz.com) İnternet adresinden elde edilmiştir. Kapanış bazında günlük hisse senedi fiyatları düzeltilmiş değerlerdir. Düzeltilmiş değerlerin alınmasının sebebi ise sermaye artırımını ile hisse senedi fiyatında oluşan düzensizliğin giderilmesidir.

İMKB 100 endeksindeki hemen hemen tüm şirketleri kapsayan bu çalışmada örnek sayısının fazla olması elde edilen sonuçların güvenilirliğini de artırmaktadır.

### 5.2.2. Yöntem

Hisse senedi getirileri çok değişkenli normal bir dağılım gösterdiği için bu çalışmada, Brown ve Warner'ın piyasa modeli kullanılmıştır.<sup>338</sup>

$$R_{i,t} = \alpha_i + \beta_i R_{IMKB-100,t} + e_{i,t}$$

Formülde;

$R_{i,t}$  = i şirketinin t günündeki getirisi

$R_{IMKB-100,t}$  = İMKB-100 endeksinin günlük getirisi

$\alpha_i, \beta_i$  = i hisse senedi için piyasa model parametreleri

$e_{i,t}$  = Hata terimi

Hisse senedinin reel getirisi bulmak içinse;

---

<sup>338</sup>BROWN, S.; WARNER, J. "Measuring Security Price Performance", **Journal of Financial Economics**, Vol:8, 1980, s.205-258

$$ABR_{i,t} = R_{i,t} - \alpha_i - \beta_i R_{İMKB-100,t}$$

formülünü kullanacağız.

### 5.2.2.1. Anormal Getirinin Hesaplanması (Abnormal Return - AbR)

Anormal getirinin hesaplanması için İMKB-100 Endeksine dahil olan şirketlerin hisse senedi fiyatları İMKB-100 endeksinden arındırılmıştır. Bu sayede anormal getiri bulunmuştur.

$$AbR_{i,t} = H_{i,t} - E_t$$

Formülde;

$AbR_{i,t}$  = i hisse senedini fiyatında t gününde meydana gelen anormal getiri

$H_{i,t}$  = t gününde i hisse senedinin fiyatı

$E_t$  = İMKB-100 endeksinin t günündeki değeri

Olay dönemi olarak adlandırılan dönemde herhangi bir (t) gününde getiride anormal getiri bulmak için aşağıdaki formül kullanılmıştır:

$$\overline{Abr_t} = 1/N \sum_{i=1}^{N_t} AbR_{i,t}$$

### 5.2.2.2. Kümülatif Anormal Getirinin Hesaplanması (Cumulative Abnormal Return - CAR)

Kümülatif getirinin hesaplanmasında anormal getiriler kullanılmıştır. Her şirketin anormal getirilerinin kümülatif toplamı örnek dönemler için yani -60'dan +30 dönemine kadar hesaplanmıştır.

CAR (a,b), a gününden b gününe kadarki günlük anormal getirilerin kümülatif toplamıdır. Oluşturulan hipotezlere göre kâr payı dağıtımının kümülatif toplamlarda beklenen etkisinin sıfır olması beklenmektedir.

$$CAR_{a,b} = \sum_a^b \overline{AbR_t}$$

### 5.2.2.3. Hipotezlerin Kontrolü

Kâr payı dağıtım şekillerinin şirket değeri üzerine etkisini kontrol etmede Brown ve Warner'ın iki yöntemi seçilmiştir.<sup>339</sup> Bu iki yöntem zaman kesitine bağımlı ve zaman kesitinden bağımsız iki farklı varsayıma dayanarak oluşturulmuştur. Ancak çalışmamızda, zaman kesitinden bağımsız hesaplama kullanılacaktır.

**Zaman kesiti bağımsızlığı olduğu kabul edilen t testi değerinin hesaplandığı formül;**

$$t(ABR) = \left( \sum_{i=1}^{N_t} \overline{Abr'_{i,t}} \right) (N_t)^{-1/2}$$

Formülde,  $N_t$  t gününde, örnek grupta kullanılan hisse senedi sayısını ifade etmektedir. Kümülatif getiri için hesaplanacak t testi değeri ise;

$$t(CAR) = \overline{sCAR}(p, f)x(N_t)^{1/2}$$

formülü ile bulunmuştur.

<sup>339</sup> BROWN, S.; WARNER, J. "Using Daily Stock Returns; The Case of Event Studies", **Journal of Financial Economics**, Vol:14, Issue:1, Marc 1985, s. 3-31

Zaman kesitinden bağımsız olarak yapılan çalışmanın zaman kesitine bağımlı hesaplamaya tercih edilmesinin sebebi, zaman kesitinden bağımsız olarak elde edilen sonuçların kullanılmasının varyans tahmin etmede kullanılan yöntem verimliliğini arttırmasıdır. t testlerinde kullanılan varyans tahmininde daha net olmaya olanak tanıyarak, bağımsızlık varsayımı anormal performansın var olduğunda ortaya çıkmasını kolaylaştırır. Ayrıca hariç bırakılmayacak bazı özel standartlaşmış fazla getirilerin olabilme olasılıkları nedeniyle zaman kesitinden bağımsızlık yöntemi zaman kesiti bağımlılık yöntemine tercih edilmiştir.

### 5.2.3. Hipotezler

Bu çalışmada kâr payı dağıtım şekillerinin şirket değeri üzerine etkisi incelenmiştir. Analizde kâr payı dağıtım oranları dikkate alınmamıştır. Kâr payı dağıtım şekillerine göre incelenmiştir. Çalışmada kâr payı dağıtım günü, başlangıç noktası olarak ele alınmıştır. Başlangıç günü etrafındaki kâr payı dönemi riskinin kâr payı dağıtım şekline göre gösterdiği farz edilmiştir. Yukarıdaki açıklamalar ışığında her kâr payı dağıtım şekli için ayrı hipotezler oluşturulmuştur.

#### Hipotez 1

$H_0$  = Nakit kâr payı dağıtım döneminde, hisse senedi sahipleri, nakit kâr payı dağıtımına bağlı olarak fazla getiri elde etmez.

$H_1$  = Nakit kâr payı dağıtım döneminde, hisse senedi sahipleri, nakit kâr payı dağıtımına bağlı olarak anormal getirinin üzerinde getiri elde eder.

#### Hipotez 2

$H_0$  = Hisse senedi şeklinde kâr payı dağıtım döneminde, hisse senedi sahipleri, hisse senedi şeklinde kâr payı dağıtımına bağlı olarak fazla getiri elde etmez.

$H_1$  = Hisse senedi şeklinde kâr payı dağıtım döneminde, hisse senedi sahipleri, hisse senedi şeklinde kâr payı dağıtımına bağlı olarak normal getirinin üzerinde gelir elde eder.

### **Hipotez 3**

$H_0$  = Bedelli kâr payı dağıtım döneminde, hisse senedi sahipleri, bedelli kâr payı dağıtımına bağlı olarak fazla getiri elde etmez.

$H_1$  = Bedelli kâr payı dağıtım döneminde, hisse senedi sahipleri, bedelli kâr payı dağıtımına bağlı olarak normal getirinin üzerinde getiri elde eder.

### **Hipotez 4**

$H_0$  = Bedelsiz kâr payı dağıtım döneminde, hisse senedi sahipleri, bedelsiz kâr payı dağıtımına bağlı olarak fazla getiri elde etmez.

$H_1$  = Bedelsiz kâr payı dağıtım döneminde, hisse senedi sahipleri, bedelsiz kâr payı dağıtımına bağlı olarak normal getirinin üzerinde getiri elde eder.

### **Hipotez 5**

$H_0$  = Melez kâr payı dağıtım döneminde, hisse senedi sahipleri melez kâr payı dağıtımına bağlı olarak fazla getiri elde etmez.

$H_1$  = Melez kâr payı dağıtım döneminde, hisse senedi sahipleri, melez kâr payı dağıtımına bağlı olarak normal getirinin üzerinde getiri elde eder.

## **5.2.4. Analiz Sonuçları**

Araştırmayla ilgili veriler toplanıp düzenlendikten sonra daha önce bahsedilen analiz yöntemleriyle değerlendirilmiş ve her kâr payı dağıtım şekli için ayrı tablo ve grafikler elde edilmiştir.

Analiz işlemleri bilgisayar ortamında SPSS (Statistical Program For Social Science) isimli programda yapılmıştır. Bu programda veriler t-testi analizine tabi tutulmuş ve her dağıtım şekli için ayrı sonuçlar elde edilmiştir.

**Tablo 5.5: Şirketlerin Kâr Payı Dağıtım Şekillerine Göre -60;+30 Dönemine Ait (t) Değerleri Tablosu**

Olay	NAKİT			HİSSE			BEDELLİ			BEDELSİZ			MELEZ		
	ABR	CAR	t(ABR)	ABR	CAR	t(ABR)	ABR	CAR	t(ABR)	ABR	CAR	t(ABR)	ABR	CAR	t(ABR)
-60	-0,0008	-0,0008	-0,0051	-0,0015	-0,0002	-0,0681	-0,0002	-0,0002	-0,2713	0,0000	0,0000	0,0000	-0,0093	-0,0093	-0,1053
-59	0,0011	0,0003	0,0038	-0,0012	0,0115	-0,0843	-0,0027	-0,0029	-0,0173	-0,0042	-0,0042	-0,0007	0,0087	-0,0006	0,1123
-58	-0,0015	-0,0013	-0,0028	0,0048	0,0020	0,0207	0,0067	0,0040	0,0070	-0,0018	-0,0061	-0,0005	-0,0015	0,0072	-0,6578
-57	0,0014	0,0002	0,0030	-0,0025	-0,0034	-0,0395	-0,0003	0,0064	-0,1774	-0,0029	-0,0047	-0,0006	0,0032	0,0017	0,3063
-56	0,0035	0,0036	0,0012	-0,0036	-0,0062	-0,0273	-0,0030	-0,0033	-0,0155	0,0055	0,0027	0,0011	0,0002	0,0034	3,9899
-55	0,0024	0,0061	0,0018	-0,0020	-0,0098	-0,0490	0,0035	0,0005	0,0133	0,0022	0,0077	0,0004	0,0175	0,0177	0,0558
-54	0,0016	0,0077	0,0026	-0,0007	-0,0001	-0,1502	-0,0048	-0,0013	-0,0097	0,0055	0,0077	0,0004	-0,0062	0,0112	-0,1563
-53	-0,0014	0,0062	-0,0030	0,0032	-0,0035	0,0307	-0,0018	-0,0066	-0,0264	0,0036	0,0091	0,0003	0,0008	-0,0055	1,2839
-52	0,0060	0,0122	0,0007	0,0032	-0,0027	0,0309	0,0027	0,0009	0,0174	-0,0044	-0,0008	-0,0037	-0,0052	-0,0045	-0,1869
-51	-0,0025	0,0098	-0,0017	-0,0057	0,0143	-0,0173	0,0043	0,0070	0,0109	-0,0025	-0,0068	-0,0004	0,0149	0,0096	0,0657
-50	-0,0025	0,0073	-0,0017	0,0039	-0,0019	0,0255	-0,0032	0,0011	-0,0146	-0,0054	-0,0079	-0,0004	0,0012	0,0161	0,7892
-49	0,0029	0,0101	0,0015	0,0045	-0,0061	0,0221	-0,0036	-0,0068	-0,0129	-0,0027	-0,0081	-0,0004	-0,0091	-0,0079	-0,1073
-48	-0,0027	0,0074	-0,0015	0,0006	0,0004	0,1548	-0,0053	-0,0090	-0,0087	-0,0015	-0,0042	-0,0007	-0,0033	-0,0124	-0,2997
-47	0,0025	0,0099	0,0017	-0,0073	0,0093	-0,0135	0,0043	-0,0011	0,0109	-0,0016	-0,0030	-0,0009	0,0012	-0,0021	0,8360
-46	-0,0006	0,0093	-0,0070	-0,0006	-0,0011	-0,1609	-0,0030	0,0013	-0,0155	-0,0025	-0,0040	-0,0007	0,0030	0,0042	0,3243
-45	0,0020	0,0113	0,0021	0,0002	-0,0099	0,4425	0,0034	0,0004	0,0136	-0,0017	-0,0042	-0,0007	0,0030	0,0060	0,3246
-44	0,0027	0,0140	0,0016	0,0047	-0,0057	0,0210	0,0029	0,0063	0,0160	0,0003	-0,0014	-0,0020	-0,0043	-0,0013	-0,2251
-43	-0,0039	0,0101	-0,0011	-0,0034	0,0043	-0,0288	-0,0037	-0,0007	-0,0128	-0,0027	-0,0024	-0,0012	-0,0002	-0,0046	-4,5242
-42	-0,0010	0,0091	-0,0044	0,0054	-0,0043	0,0183	-0,0025	-0,0061	-0,0189	0,0028	0,0001	0,0329	-0,0085	-0,0087	-0,1146
-41	0,0033	0,0124	0,0013	-0,0035	0,0024	-0,0279	0,0063	0,0039	0,0074	-0,0049	-0,0020	-0,0014	0,0116	0,0031	0,0841
-40	0,0013	0,0137	0,0034	-0,0054	0,0106	-0,0184	0,0007	0,0070	0,0661	0,0020	-0,0029	-0,0010	0,0031	0,0147	0,3123
-39	0,0021	0,0158	0,0020	0,0014	0,0030	0,0697	0,0023	0,0030	0,0201	-0,0047	-0,0027	-0,0010	0,0006	0,0037	1,6760
-38	-0,0034	0,0124	-0,0012	-0,0023	-0,0018	-0,0427	0,0069	0,0092	0,0067	-0,0024	-0,0072	-0,0004	0,0027	0,0032	0,3681
-37	-0,0006	0,0118	-0,0074	0,0017	0,0096	0,0578	-0,0116	-0,0047	-0,0040	-0,0015	-0,0039	-0,0007	0,0014	0,0041	0,6762
-36	-0,0005	0,0113	-0,0089	0,0031	0,0022	0,0318	-0,0036	-0,0152	-0,0130	-0,0050	-0,0065	-0,0004	0,0001	0,0016	7,8106
-35	-0,0035	0,0078	-0,0012	-0,0009	0,0057	-0,1110	0,0015	-0,0021	0,0307	-0,0084	-0,0134	-0,0002	-0,0012	-0,0011	-0,8243
-34	-0,0012	0,0066	-0,0036	-0,0001	0,0022	-0,7929	-0,0043	-0,0028	-0,0109	-0,0048	-0,0132	-0,0002	0,0008	-0,0004	1,2150
-33	-0,0002	0,0064	-0,0172	0,0040	0,0017	0,0250	0,0014	-0,0028	0,0324	-0,0008	-0,0055	-0,0005	-0,0073	-0,0065	-0,1336
-32	-0,0019	0,0045	-0,0022	-0,0018	0,0035	-0,0561	-0,0075	-0,0060	-0,0062	-0,0075	-0,0083	-0,0003	0,0011	-0,0063	0,9239
-31	0,0041	0,0085	0,0010	-0,0015	0,0144	-0,0677	0,0015	-0,0060	0,0316	0,0002	-0,0073	-0,0004	0,0016	0,0027	0,6005

Tablo 5.5. (Devamı)

Olay	NAKİT			HİSSE			BEDELLİ			BEDELSİZ			MELEZ		
	ABR	CAR	t(ABR)	ABR	CAR	t(ABR)	ABR	CAR	t(ABR)	ABR	CAR	t(ABR)	ABR	CAR	t(ABR)
-30	-0,0032	0,0053	-0,0013	-0,0032	-0,0036	-0,0305	0,0016	0,0030	0,0300	-0,0039	-0,0037	-0,0008	-0,0089	-0,0073	-0,1093
-29	-0,0024	0,0029	-0,0018	-0,0023	0,0003	-0,0434	-0,0011	0,0004	-0,0418	-0,0015	-0,0054	-0,0005	-0,0002	-0,0092	-4,5954
-28	0,0016	-0,0004	0,0026	0,0026	0,0074	0,0375	-0,0054	-0,0065	-0,0086	0,0019	0,0003	0,0082	0,0058	0,0056	0,1675
-27	0,0059	0,0054	0,0007	-0,0026	0,0070	-0,0376	0,0014	-0,0040	0,0334	-0,0017	0,0002	0,0128	0,0021	0,0080	0,4571
-26	-0,0004	0,0050	-0,0115	0,0056	-0,0028	0,0177	0,0016	0,0030	0,0296	-0,0028	-0,0045	-0,0006	-0,0018	0,0004	-0,5527
-25	-0,0021	0,0029	-0,0020	0,0015	0,0018	0,0652	-0,0020	-0,0004	-0,0235	-0,0017	-0,0045	-0,0006	0,0036	0,0018	0,2700
-24	0,0006	0,0023	0,0067	-0,0035	0,0133	-0,0286	0,0002	-0,0018	0,2531	-0,0143	-0,0161	-0,0002	-0,0060	-0,0024	-0,1621
-23	0,0024	0,0047	0,0018	0,0048	-0,0001	0,0206	-0,0004	-0,0003	-0,1038	-0,0040	-0,0184	-0,0002	-0,0030	-0,0091	-0,3210
-22	-0,0028	0,0019	-0,0015	0,0013	0,0042	0,0785	-0,0019	-0,0024	-0,0243	-0,0036	-0,0076	-0,0004	0,0055	0,0024	0,1780
-21	0,0027	0,0047	0,0015	-0,0013	-0,0033	-0,0778	-0,0008	-0,0028	-0,0555	-0,0091	-0,0127	-0,0002	-0,0070	-0,0015	-0,1392
-20	-0,0005	0,0041	-0,0079	0,0004	0,0055	0,2455	0,0032	0,0023	0,0146	-0,0002	-0,0093	-0,0003	-0,0034	-0,0104	-0,2863
-19	-0,0004	0,0037	-0,0100	0,0035	-0,0049	0,0285	-0,0061	-0,0029	-0,0077	-0,0016	-0,0018	-0,0016	-0,0081	-0,0115	-0,1200
-18	0,0029	0,0066	0,0015	-0,0016	-0,0006	-0,0634	-0,0034	-0,0095	-0,0137	0,0003	-0,0014	-0,0021	0,0001	-0,0080	9,3337
-17	-0,0007	0,0059	-0,0061	-0,0057	0,0113	-0,0173	-0,0017	-0,0051	-0,0278	0,0016	0,0019	0,0015	-0,0019	-0,0018	-0,5052
-16	0,0015	0,0074	0,0028	0,0028	-0,0060	0,0349	0,0006	-0,0011	0,0747	-0,0001	0,0015	0,0019	0,0028	0,0008	0,3541
-15	0,0016	0,0091	0,0026	-0,0034	0,0040	-0,0295	-0,0025	-0,0019	-0,0184	0,0019	0,0018	0,0016	0,0014	0,0042	0,6912
-14	0,0004	0,0095	0,0111	-0,0010	-0,0058	-0,0980	-0,0012	-0,0037	-0,0405	0,0001	0,0020	0,0015	-0,0031	-0,0017	-0,3181
-13	0,0005	0,0100	0,0077	-0,0004	-0,0007	-0,2680	0,0047	0,0035	0,0100	0,0013	0,0014	0,0021	0,0108	0,0077	0,0903
-12	0,0002	0,0102	0,0209	0,0055	-0,0088	0,0179	-0,0050	-0,0004	-0,0093	0,0018	0,0030	0,0009	0,0085	0,0193	0,1149
-11	0,0004	0,0106	0,0119	-0,0044	0,0100	-0,0226	-0,0004	-0,0055	-0,1049	0,0028	0,0046	0,0006	0,0000	0,0085	0,0625
-10	0,0011	0,0116	0,0039	0,0048	-0,0087	0,0204	0,0027	0,0023	0,0172	-0,0037	-0,0010	-0,0030	0,0037	0,0036	0,2674
-9	-0,0052	0,0065	-0,0008	-0,0008	0,0064	-0,1214	0,0067	0,0094	0,0070	-0,0005	-0,0042	-0,0007	0,0001	0,0038	8,1492
-8	0,0040	0,0105	0,0011	0,0046	-0,0017	0,0214	0,0019	0,0086	0,0248	0,0003	-0,0002	-0,0169	0,0069	0,0070	0,1414
-7	0,0004	0,0105	0,0116	0,0014	-0,0040	0,0730	0,0045	0,0063	0,0105	-0,0025	-0,0022	-0,0013	-0,0019	0,0051	-0,5272
-6	0,0038	0,0143	0,0011	0,0014	-0,0018	0,0718	0,0038	0,0082	0,0124	-0,0037	-0,0062	-0,0005	0,0052	0,0033	0,1885
-5	-0,0035	0,0108	-0,0012	0,0041	-0,0076	0,0239	0,0015	0,0053	0,0308	-0,0058	-0,0095	-0,0003	0,0032	0,0084	0,3078
-4	0,0027	0,0134	0,0016	0,0030	-0,0012	0,0331	0,0094	0,0109	0,0050	-0,0031	-0,0090	-0,0003	0,0078	0,0109	0,1259
-3	0,0006	0,0128	0,0077	0,0046	-0,0049	0,0214	0,0021	0,0114	0,0224	-0,0088	-0,0119	-0,0002	0,0046	0,0123	0,2131
-2	0,0003	0,0131	0,0127	-0,0033	-0,0015	-0,0302	0,0008	0,0029	0,0573	-0,0080	-0,0168	-0,0002	0,0042	0,0088	0,2316
-1	0,0015	0,0146	0,0028	-0,0027	0,0051	-0,0366	-0,0020	-0,0012	-0,0228	-0,0069	-0,0149	-0,0002	-0,0043	-0,0001	-0,2255
0	0,0077	0,0224	0,0005	0,0026	-0,0071	0,0379	0,0192	0,0172	0,0024	-0,0003	-0,0072	-0,0004	0,0028	-0,0015	0,3501

Tablo 5.5. (Devamı)

Olay	NAKİT			HİSSE			BEDELLİ			BEDELSİZ			MELEZ		
	ABR	CAR	t(ABR)	ABR	CAR	t(ABR)	ABR	CAR	t(ABR)	ABR	CAR	t(ABR)	ABR	CAR	t(ABR)
1	-0,0044	0,0180	-0,0010	0,0046	-0,0003	0,0215	0,0396	0,0589	0,0012	-0,0099	-0,0102	-0,0003	0,0009	0,0037	1,1101
2	-0,0054	0,0126	-0,0008	0,0047	0,0028	0,0208	-0,0078	0,0318	-0,0060	-0,0071	-0,0170	-0,0002	-0,0120	-0,0111	-0,0812
3	0,0062	0,0189	0,0007	0,0001	0,0023	0,8518	-0,0051	-0,0129	-0,0091	0,0012	-0,0059	-0,0005	0,0081	-0,0039	0,1204
4	-0,0064	0,0125	-0,0007	0,0032	-0,0003	0,0309	-0,0075	-0,0126	-0,0062	-0,0007	0,0005	0,0059	-0,0017	0,0064	-0,5712
5	0,0012	0,0136	0,0035	-0,0078	0,0040	-0,0127	-0,0039	-0,0114	-0,0118	0,0018	0,0011	0,0026	-0,0123	-0,0140	-0,0793
6	-0,0028	0,0108	-0,0015	0,0006	-0,0033	0,1685	-0,0003	-0,0042	-0,1560	0,0049	0,0068	0,0004	0,0093	-0,0030	0,1052
7	0,0010	0,0119	0,0041	-0,0011	-0,0037	-0,0939	-0,0051	-0,0054	-0,0091	-0,0003	0,0047	0,0006	0,0067	0,0160	0,1448
8	0,0033	0,0151	0,0013	0,0020	-0,0036	0,0490	-0,0076	-0,0128	-0,0061	0,0019	0,0016	0,0018	0,0010	0,0078	0,9671
9	0,0010	0,0162	0,0040	-0,0006	-0,0056	-0,1575	-0,0015	-0,0091	-0,0320	0,0008	0,0026	0,0011	0,0046	0,0056	0,2131
10	-0,0004	0,0157	-0,0100	0,0042	-0,0117	0,0237	-0,0032	-0,0047	-0,0146	-0,0025	-0,0018	-0,0016	-0,0013	0,0033	-0,7341
11	-0,0025	0,0133	-0,0017	0,0104	-0,0126	0,0095	-0,0065	-0,0097	-0,0072	0,0027	0,0002	0,0178	-0,0001	-0,0014	13,3566
12	0,0016	0,0149	0,0026	-0,0009	0,0060	-0,1116	0,0002	-0,0063	0,2182	0,0012	0,0039	0,0007	0,0007	0,0006	1,3909
13	0,0008	0,0157	0,0053	0,0069	-0,0140	0,0144	0,0001	0,0003	0,4615	-0,0005	0,0007	0,0040	-0,0026	-0,0019	-0,3768
14	-0,0023	0,0134	-0,0018	0,0045	-0,0072	0,0220	-0,0053	-0,0052	-0,0088	0,0030	0,0025	0,0011	0,0020	-0,0006	0,4991
15	0,0025	0,0159	0,0017	0,0079	-0,0078	0,0126	0,0001	-0,0052	0,3931	0,0027	0,0056	0,0005	0,0013	0,0032	0,7764
16	0,0022	0,0181	0,0020	0,0072	-0,0097	0,0138	-0,0042	-0,0041	-0,0111	-0,0034	-0,0007	-0,0039	-0,0002	0,0011	-6,1064
17	-0,0023	0,0158	-0,0018	-0,0037	0,0029	-0,0270	-0,0002	-0,0044	-0,1937	-0,0018	-0,0052	-0,0005	0,0063	0,0061	0,1548
18	0,0006	0,0163	0,0074	0,0043	-0,0108	0,0227	0,0038	0,0035	0,0124	0,0016	-0,0003	-0,0112	-0,0097	-0,0034	-0,1008
19	-0,0010	0,0153	-0,0042	0,0062	-0,0048	0,0160	-0,0070	-0,0032	-0,0066	-0,0012	0,0004	0,0073	-0,0011	-0,0108	-0,8525
20	-0,0006	0,0147	-0,0068	-0,0010	0,0005	-0,0980	-0,0056	-0,0127	-0,0083	-0,0014	-0,0026	-0,0011	-0,0136	-0,0147	-0,0719
21	0,0013	0,0160	0,0033	-0,0072	0,0110	-0,0138	-0,0005	-0,0062	-0,0876	-0,0013	-0,0027	-0,0010	0,0117	-0,0019	0,0837
22	0,0007	0,0167	0,0062	0,0048	-0,0135	0,0206	-0,0033	-0,0038	-0,0142	0,0021	0,0008	0,0035	-0,0054	0,0062	-0,1792
23	-0,0027	0,0140	-0,0016	-0,0001	-0,0014	-1,4713	-0,0031	-0,0064	-0,0150	-0,0021	0,0000	0,0864	-0,0008	-0,0063	-1,2170
24	0,0013	0,0153	0,0032	-0,0013	0,0014	-0,0765	-0,0002	-0,0033	-0,2143	0,0030	0,0009	0,0031	-0,0066	-0,0074	-0,1476
25	0,0017	0,0170	0,0025	0,0014	0,0043	0,0682	-0,0007	-0,0009	-0,0686	0,0024	0,0054	0,0005	-0,0040	-0,0107	-0,2414
26	0,0045	0,0215	0,0009	-0,0003	-0,0114	-0,3301	0,0034	0,0027	0,0137	-0,0061	-0,0037	-0,0008	0,0053	0,0013	0,1835
27	0,0005	0,0220	0,0086	-0,0063	0,0068	-0,0157	-0,0013	0,0021	-0,0346	0,0011	-0,0049	-0,0006	-0,0045	0,0008	-0,2173
28	0,0042	0,0263	0,0010	0,0038	-0,0022	0,0261	0,0008	-0,0005	0,0566	0,0035	0,0047	0,0006	-0,0021	-0,0066	-0,4660
29	-0,0042	0,0220	-0,0010	-0,0042	-0,0052	-0,0238	0,0121	0,0129	0,0039	-0,0002	0,0034	0,0009	-0,0097	-0,0118	-0,1009
30	-0,0014	0,0206	-0,0030	-0,0015	0,0003	-0,0656	0,0141	0,0262	0,0033	-0,0003	-0,0005	-0,0059	-0,0024	-0,0121	-0,4065



### 5.2.4.1. Nakit Kâr Payı

Nakit kâr payı dağıtımına ilişkin olarak oluşturulan hipotezlerin kontrolü için, zaman kesitinden bağımsız varsayımı altında öncelikle İMKB 100 Endeksine dahil olan firmaların nakit kâr payı dağıttıkları dönemlerdeki verileri şirket bazında değerlendirilerek, her şirket için tek bir standartlaştırılmış ABR'ler hesaplanmıştır. Elde edilen bu ABR'ler yardımıyla CAR değerleri hesaplanmıştır. Daha sonra toplam 137 şirkete ait bir olay dönemi için t(ABR) değerleri hesaplanmıştır. Bu üç değer bir tabloda toplanarak t değerlerinin anlamlılık derecesine göre değerlendirilmesi yapılmıştır. Bu tablo 5.5'te tüm kâr payı dağıtım şekilleriyle birlikte verilmiştir. Yapılan uygulamada nakit kâr payı dağıtımını için 137 şirketin 12831 verisi değerlendirilmiştir.

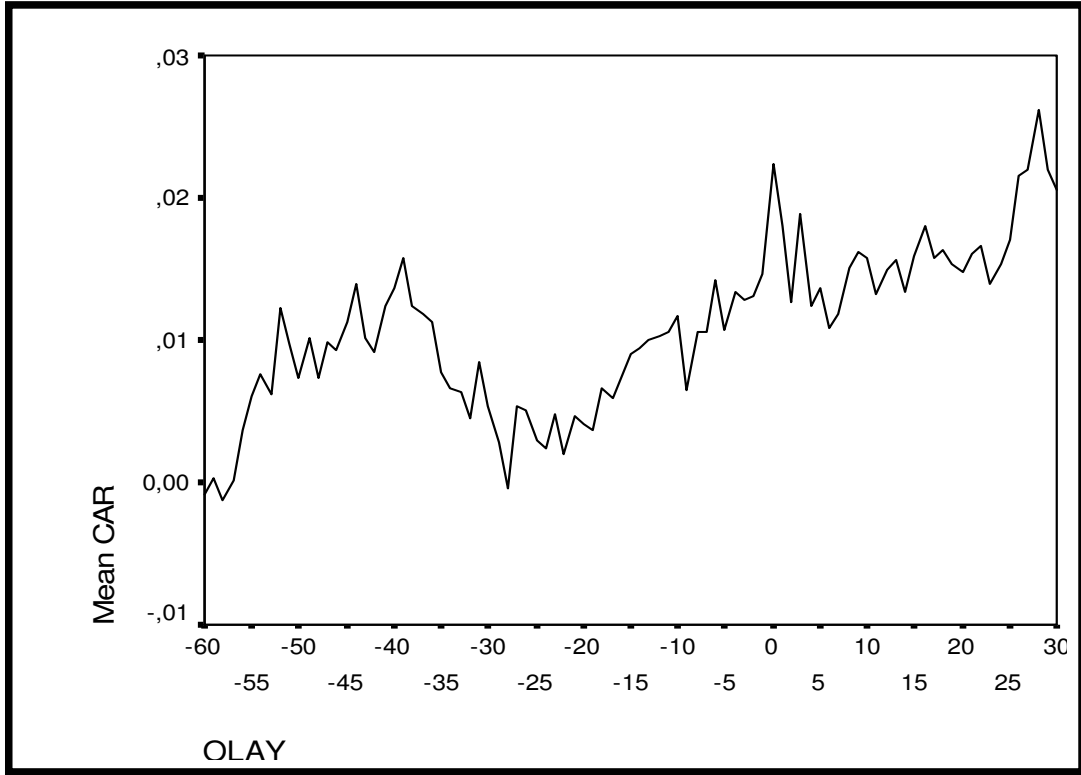
Tablo 5.6: Nakit Kâr Payı Dağıtımında Firma ve Olay Sayısı Tablosu

	Şirket Sayısı	N (Olay Sayısı)
AbR	137	12831
CAR	137	12831

Yapılan hesaplamalar doğrultusunda CAR/Olay günü grafiği elde edilmiştir. İMKB 100 Endeksine dahil olan firmaların nakit kâr payı dağıtımını için karar aldıkları genel kurul tarihlerinin , olay dönemi olarak kabul ettiğimiz -60/+30 döneminde -28. günlerde olduğu tespit edilmiştir. Bu yüzden yorumlamaya bu noktadan başlanacaktır. -28. günden önceki dönemdeki değişimler, kâr payı dağıtımını dışındaki faktörlerin etkisiyle olmuş olabilir. Grafik 4.1'de bu nokta tespit edildiğinde, bu noktadan başlayan ve 0 noktasına yani kâr payı dağıtım tarihine kadar süren bir artış olduğu gözlenmektedir. Bu durumun kâr payı dağıtım kararının piyasada duyulması ile oluşan bir artış olduğu düşünülmektedir. Kâr payı dağıtım tarihinde, -28 noktasında başlayan artış en üst noktasına ulaşmaktadır.

Kâr payı dağıtım tarihinden sonra bir düşüş trendi oluşmaktadır. Getirilerde pozitif ancak önemsiz artışlar olmasına rağmen negatif trend 22. güne kadar devam etmektedir. Bu noktada yeni denge fiyatı oluşuktan sonra getirilerde dengeli bir düzelme görülmektedir.

**Grafik 5.1: Nakit Kâr Payı Dağıtım Döneminde Ortalama Kümülatif Getiri (CAR) Grafiği**



Tablo 5.5'e baktığımızda -28;0 döneminde yüksek pozitif getirilerin olduğu gözlenmektedir. Düşüş trendi kâr payı dağıtım tarihinde sonraki tarihten başlamakta ve 22. güne kadar dalgalı bir şekilde devam etmektedir. Özellikle, -14;-11. günlerde en yüksek normal üstü getirilerin olduğu 0,95 anlamlılık düzeyinde tespit edilmiştir. En yüksek düşüşler ise, -33. ve -26. günlerde olduğu gözlenmektedir. Nakit kâr payı dağıtımına piyasanın olumlu bir tepki verdiği hem grafikten hem de Tablo 4.5'ten açıkça gözlenmektedir. Yükseliş trendi kâr payı dağıtım tarihine kadar devam etmekte ve bu tarihte de en üst noktasına ulaşmaktadır.

Bir yatırımcının nakit kâr payı dağıtacak bir şirketin hisse senedini hangi noktada alıp, hangi noktada satması gerektiğini incelemek için, olay dönemini bölümlere ayırdık ve kümülatif getirilerle buna ait (t) değerlerini içeren bir tablo oluşturduk. Tablo 4.7’de görüldüğü gibi, eğer bir yatırımcı kâr payı dağıtım tarihinden 28 gün önce bir hisse senedini satın alıp, kâr payı dağıtım tarihinden 6 gün sonra satarsa en yüksek getiriye 0,99 anlamlılık düzeyinde elde eder. Yine yatırımcı hisse senedine kâr payı dağıtımından 16 gün önce sahip olursa ve kâr payı dağıtımından 9 gün sonra satarsa, 0,95 anlamlılık düzeyinde yüksek getiriler elde edeceği görülmektedir. Ayrıca en yüksek negatif değerler ise, kâr payı ilanının piyasa tarafından algılanmasına yani -28. güne kadar geçen -45;-28 döneminde olduğu gözlenmektedir.

**Tablo 5.7: Nakit Kâr Payı Dağıtım Döneminde Kümülatif Getiriler**

OLAY	CAR	t(CAR)
-60;-50	0,0073	-0,0011
-50;-45	0,0015	-0,0049
-45;-28	-0,0047	-0,0362
-35;-28	-0,0068	-0,0236
<b>-28; 6</b>	<b>0,0113</b>	<b>0,0738</b>
<b>-28; 0</b>	<b>0,0273</b>	<b>0,0735</b>
<b>-16; 9</b>	<b>0,0118</b>	<b>0,1076</b>
-6; 5	0,0044	0,0270
-6; 0	0,0131	0,0252
0; 5	-0,0010	0,0023
5; 30	0,0082	0,0241

Dolayısıyla grafikten ve tablolardan anlaşılacağı gibi nakit kâr payı dağıtım ilanı hisse senedi fiyatını olumlu etkilemektedir. Piyasa, nakit kâr payı dağıtım haberine olumlu tepki vermekte ve yatırımcılar hisse senedini alış eğilimine girmektedir. Nakit kâr payı dağıtımından sonra ise, yatırımcılar hisse

senedinden bekledikleri getiriye elde ettiklerini düşünerek hisse senetlerini satma eğilimine girmekte, bu da hisse senedi fiyatında dolayısıyla yatırımcıların reel getirisinde düşüşe sebep olmaktadır. Nakit kâr payı dağıtımına ilişkin bulunan (t) testi istatistik değerleri Ek 3'te verilmiştir.

#### 5.2.4.2. Hisse Senedi Şeklinde Kâr Payı

Hisse Senedi Şeklinde Kâr Payı dağıtımına ilişkin olarak oluşturulan hipotezlerin kontrolü için, AbR, CAR değerleri daha önce belirtilen yöntemler yardımıyla hesaplanmış ve (t) değerleri bulunmuştur. Tablo 5.8'dan görüleceği gibi hisse senedi şeklinde kâr payı dağıtımında 40 adet şirketin 3.640 değeri incelenmiştir. 2000-2005 döneminde 40 şirketin hisse senedi şeklinde kâr payı dağıttığı tespit edilmiştir.

Tablo 5.8: Hisse Senedi Şeklinde Kâr Payı Dağıtımında Şirket ve Olay Sayısı Tablosu

	Şirket Sayısı	N (Olay Sayısı)
AbR	40	3640
CAR	40	3640

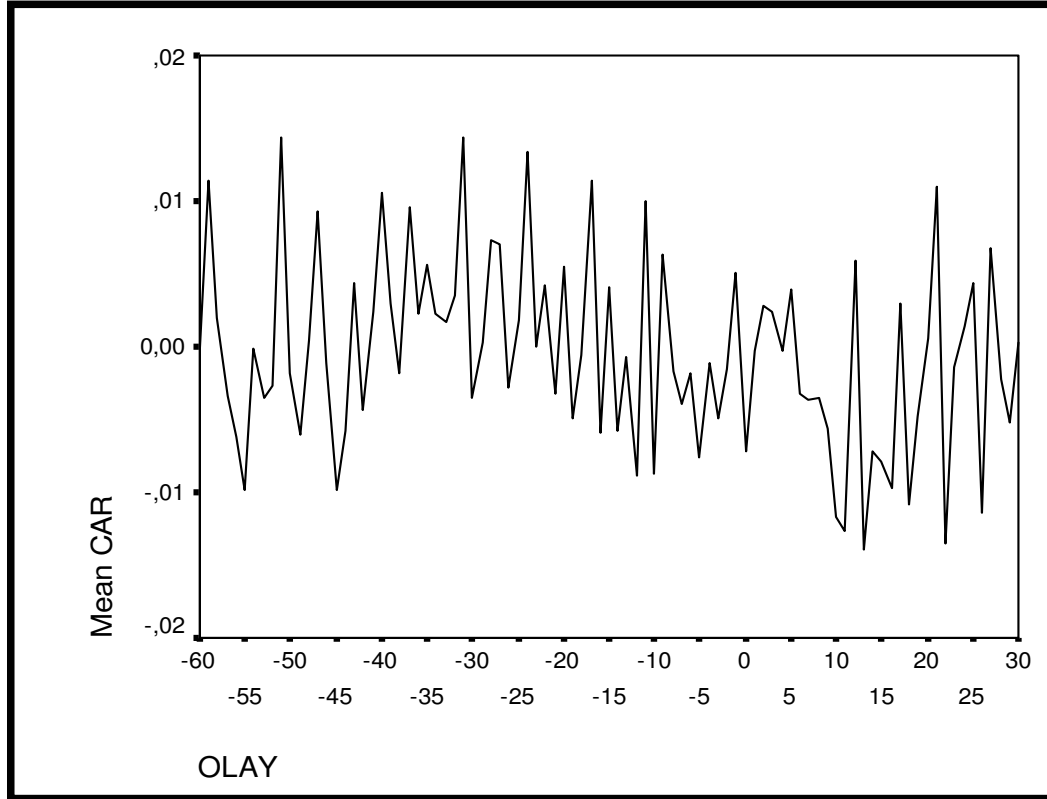
Hisse senedi şeklinde kâr payı dağıtımını analizi şaşırtıcı bir sonuç ortaya koymuştur. Hisse senedi şeklinde kâr payı dağıtımına ilişkin olarak hazırlanan grafik dikkatle incelendiğinde kâr payı dağıtım tarihine kadar dalgalı ve getirilerin olumlu bir seyir izlediği gözlenmektedir. Hisse senedi şeklinde kâr payı dağıtımında seçilen şirketlerin genel kurul tarihlerinin -58. günde olduğu tespit edilmiştir.

Grafik 5.2'de bu nokta tespit edildiğinde -58. günde ani bir düşüş yaşanmakta, sonra kâr payı dağıtım tarihine kadar dalgalanmalarla beraber pozitif bir getiri gözlenmektedir. Ancak grafik 5.2 incelendiğinde, hisse senedi şeklinde kâr payı dağıtımında ani sapmalar olduğu yani keskin düşüş ve yükselişlerin olduğu gözlenmektedir. Bu ani sapmalar şirketin piyasada

algılanmasına ve diğer nedenlerle ilişkili olabileceği tahmin edilmektedir. Kâr payı dağıtım tarihinden sonra 13. güne kadar bir düşüş trendi yaşanmakta ve hisse senetlerinin getirileri en düşük seviyeye ulaşmaktadır. Bu tarihten sonra piyasa yeni bir denge fiyatı oluşturmaya başlamaktadır. Bu tarihten sonra 28. günde yeni bir tepe noktası oluşturmaktadır. Özellikle -34., -13., -7., -26. günlerde en yüksek düşüşler meydana geldiği tablo 4.5'ten gözlenmektedir. Ancak yine tablo 5.5'ten de görüleceği gibi, özellikle -23. günde en yüksek düşüş yaşanmaktadır. Yine tablo 5.5'te -48., -20., ve -6. günlerde en yüksek getirilerin olduğu gözlenmektedir. Ancak yine tablo 5.5'ten de anlaşılacağı üzere en yüksek getiri -45. günde gözlenmektedir.

Yapılan incelemeden yatırımcıların hisse senedi şeklinde kâr payı dağıtımına duyarsız kaldıkları, diğer kâr payı dağıtım şekillerindeki kadar keskin bir tavır sergilemedikleri açıkça görülmektedir.

#### **Grafik 5.2: Hisse Senedi Şeklinde Kâr Payı Dağıtımın Döneminde Ortalama Kümülatif Getiri (CAR) Grafiği**



Kâr payı dağıtım tarihinden sonra oluşan düşüş ise oldukça normaldir. Çünkü hisse senedi şeklinde kâr payı dağıtımı, dolaşımdaki hisse senedi sayısını artırmakta, bu da hisse senedi fiyatını düşürmektedir. Ayrıca daha önce yapılan literatür taramasından da hatırlanacağı gibi, yatırımcılar şirketlerin hisse senedi şeklinde kâr payı dağıtımını olumsuz karşılamakta, bu haber, şirketin yeterli nakdi olmadığı için hisse senedi şeklinde kâr payı dağıttığı şeklinde yorumlanmaktadır. Eğer bir yatırımcı hisse senedi şeklinde kâr payı dağıtan bir şirketin hisse senetlerini almayı düşünüyorsa, alış ve satış kararını hangi günlerde vereceğini Tablo 5.9'a bakarak tespit edebilir. Tablo 5.9'a göre, hisse senedi şeklinde kâr payı dağıtım dönemindeki en yüksek getiri 10;28 döneminde oluşmaktadır. 0,99 anlamlılık derecesine göre en yüksek pozitif değer bu dönemde oluşmuştur. Zaten hisse senedi şeklinde kâr payı dağıtımından sonra oluşan negatif trend göz önüne alındığında kâr dağıtım tarihinin beklenmemesi en iyi karar olabilir. Bu durum göz önüne alındığında hisse senedi şeklinde kâr payı dağıtımının piyasa tarafından yeterince olumlu karşılanmadığı açıkça görülmektedir. Hisse senedi şeklindeki kâr payı dağıtımına ilişkin (t) testi istatistik sonuçları Ek 4'te verilmiştir.

**Tablo 5.9: Hisse Senedi Şeklinde Kâr Payı Dağıtım Döneminde Kümülatif Getiriler**

OLAY	CAR	t(CAR)
-60;-54	-0,3978	-0,0066
-53;-36	0,5955	0,0037
-53;0	0,0379	0,0219
-35;-27	-1,0767	-0,0058
-35;-9	-1,2740	0,0025
-15;-9	-0,5011	0,0005
-8;8	1,2516	0,0221
-8;0	0,2156	0,0157

0;6	1,1187	0,0080
9;30	-2,1412	0,0345
10;28	-1,8944	0,0408
12;27	-1,9537	0,0225

#### 5.2.4.3. Bedelli Sermaye Artırımı

Bedelli sermaye artırımına ilişkin olarak yapılan istatistiki hesaplamalar Tablo 5.10'de belirtildiği gibi, 54 şirketin, 4914 verisi kullanılmıştır.

**Tablo 5.10: Bedelli Sermaye Artırımının Şirket ve Olay Sayısı Tablosu**

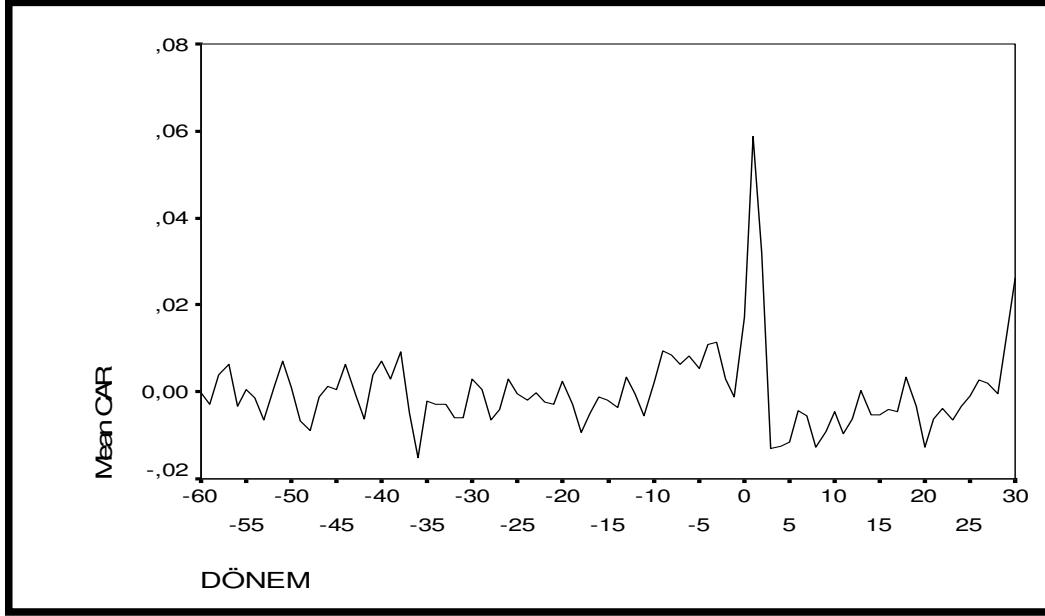
	Firma Sayısı	(N) Olay Sayısı
AbR	54	4.914
CAR	54	4.914

Yapılan hesaplamalar doğrultusunda CAR/Olay Günü grafiği elde edilmiştir. İMKB 100 Endeksine dahil olan firmaların bedelli sermaye artırımı için karar aldıkları yönetim kurulu tarihlerinin olay dönemi olarak adlandırılan -60/+30 döneminde -38. günlerde olduğu tespit edilmiştir. -38. günden önceki değişimler, kâr payı dağıtım dışındaki faktörlerin etkisiyle olabileceği için yorumlamaya bu noktadan başlanacaktır. Grafik 5.3'te bu nokta tespit edildiğinde, olay dönemi olarak adlandırdığımız -60. günden bu noktaya kadar bir düşüş trendi izlenmektedir. Bu noktadan yani -39. günden kâr payı dağıtım tarihine kadar dalgalı bir seyir izlenmiş ancak getirilerde yüksek değerlere ulaşamamıştır. -39. gün bedelli sermaye artırımının piyasa tarafından algılandığı gün olarak karşımıza çıkmaktadır. Çünkü bu noktada getirilerde ani bir düşüş gözlenmektedir.

Kâr payı dağıtım tarihinden 2 gün önce en düşük seviyesine gelen getiriler, bu tarihten itibaren kâr payı dağıtım tarihinden sonraki güne kadar getirilerde en yüksek pozitif değere ulaşmıştır. Kâr payı dağıtım tarihinden

sonraki günden itibaren ani bir düşüş yaşanmış ve getirilerde en düşük seviye oluşmuştur. Kâr payı dağıtım tarihinden sonraki, 18. güne kadar hisse senetlerinde bir toparlanma gözlenmiş ancak getirilerde önemli değerler oluşmamıştır.

**Grafik 5.3: Bedelli Sermaye Artırımı Dönemindeki Ortalama Kümülatif Getiri (CAR) Grafiği**



Kâr payı dağıtım tarihini takiben 20. günden sonra 30. güne yani olay döneminin son tarihine kadar en yüksek getiri elde edilmiştir. Bu durum CAR/Olay Günü grafiğinde açıkça görülmektedir.

Kâr payı dağıtım tarihinden önce ve sonrasında meydana gelen inişli çıkışlı trendi, (t) değerleri de desteklemektedir. 0,95 anlamlılık düzeylerine göre incelenen değerlerde hem pozitif hem de negatif getirilere işaret etmektedir.

Buna göre, Tablo 5.5'ten (t) değerleri için yapılacak yorumlar ise aşağıdaki gibi yapılabilir. Bedelli sermaye artırımı döneminde en yüksek getiriler -10 ; 0. dönemde ve -41 ; -30. dönemde olduğu gözlenmektedir. Yine bedelli sermaye artırımı döneminde en yüksek negatif getirilerin ise; kâr payı dağıtım tarihinden sonraki 16. günden 27. güne kadar olan dönemde olduğu gözlenmektedir. Bedelli sermaye artırımında olay dönemi olarak kabul edilen -60 ; +30 döneminin başlangıcı olan -60. günden kâr payı dağıtım tarihine kadar olan dönemde ikinci en yüksek negatif getirilerin olduğu görülmektedir.



Bedelli sermaye artırımı kararı ilanına piyasanın olumsuz tepki verdiği hem grafikten hem de Tablo 5.5'ten açıkça gözlenmektedir. Fazla getirinin kâr payı dağıtımından iki gün önce başlayan yükseliş trendinde elde edilebileceği düşünülmektedir..

**Tablo 5.11: Bedelli Sermaye Artırımı Dönemindeki Kümülatif Getiriler**

OLAY	CAR	t(CAR)
-47; -38	0,0178	0,0937
-27; -24	0,0012	<b>0,2926</b>
-41; -30	-0,0047	0,1908
-23; -11	-0,0150	<b>-0,3066</b>
-10; 0	0,0505	0,1670
-10; 1	0,0901	0,1681
12; 15	-0,0049	<b>1,0640</b>
16; 27	-0,0191	<b>-0,6280</b>
28; 30	0,0270	0,0638

Bir yatırımcının bedelli sermaye artırımı yapan bir şirketin hisse senedini hangi noktada alıp hangi noktada satması gerektiğini incelemek için Tablo 5.11 oluşturulmuştur. Kümülatif getirilerle hesaplanan (t) değerlerine göre, eğer bir yatırımcı kâr payı dağıtım tarihinde 2 gün önce bir hisse senedini satın alıp, kâr payı dağıtım tarihinde 1 gün sonra satarsa en yüksek getiriyi 0,95 anlamlılık düzeyinde elde eder. Bedelli sermaye artırımı piyasada olumsuz karşılanmakta ve haberin piyasada duyulması ile hisse senedi fiyatında olumsuz etki görülmektedir. Hisse senedi fiyatında ani bir düşüş gerçekleşmektedir. Bunun sebebi de daha önce yapılan literatür çalışmalarından da hatırlanacağı gibi, hisse senedi sahiplerinin artırıma katılmak için ödeme yapmak istememeleridir. Yatırımcılar ellerindeki paranın daha sonra elde etme olasılıkları olan paradan daha kıymetli olduğunu düşünmektedirler. Ayrıca olayın psikolojik etkisi de hesaba katılmalıdır. Bu durum yatırımcılar tarafından, şirketin para toplama

yöntemi olduğu şeklinde yorumlanmaktadır. Ayrıca şirketin nakit sıkıntısı içinde olabileceği kuşkularının uyanması ise yatırımcıların bu olaya karşı olumsuz tepki vermesine sebep olmaktadır.

Burada dikkat edilmesi gereken nokta piyasanın bedelli sermaye artırım ilanı döneminde negatif bir tutum takınmasına rağmen neden bedelli sermaye artırımından 10 gün önce bu tutumlarını pozitive çevirdikleridir. Yatırımcıların paranın zaman değerini düşündüklerini varsayarsak, bedelli sermaye artırım ilanı ile ellerindeki parayı bu hisse senedine yatırmak yerine, bedelli sermaye artırım tarihine kadar ellerindeki parayı başka yerlerde değerlendirip, artırım tarihinden 10 gün önce hisse senedine yatırım yapmayı tercih edebilirler. Diğer bir varsayım da, piyasanın bedelli sermaye artırımına olumsuz tepki vereceğini bilen yatırımcıların, bu olumsuz trendin bitmesini bekleyip öyle yatırım yaptıkları şeklinde olabilir. Sermaye artırımından 10 gün önce yatırımcıların bu hisse senedini tercih etmeleri, hisse senedi fiyatını ve dolayısıyla getirisini artırıcı yönde etki yapmaktadır. Grafik ve tablolardan anlaşılacağı gibi bedelli sermaye artırım ilanı hisse senedi fiyatını olumsuz etkilemektedir. Piyasa, bedelli sermaye artırım haberine olumsuz tepki vermektedir. Bedelli sermaye artırımından sonra ise, piyasanın olumsuz eğilimi devam etmekte ve getirilerdeki değerler inişli çıkışlı oluşmaktadır. Bedelli sermaye artırımına ilişkin (t) testi istatistik sonuçları Ek 5'te verilmiştir.

#### **5.2.4.4. Bedelsiz Sermaye Artırımı**

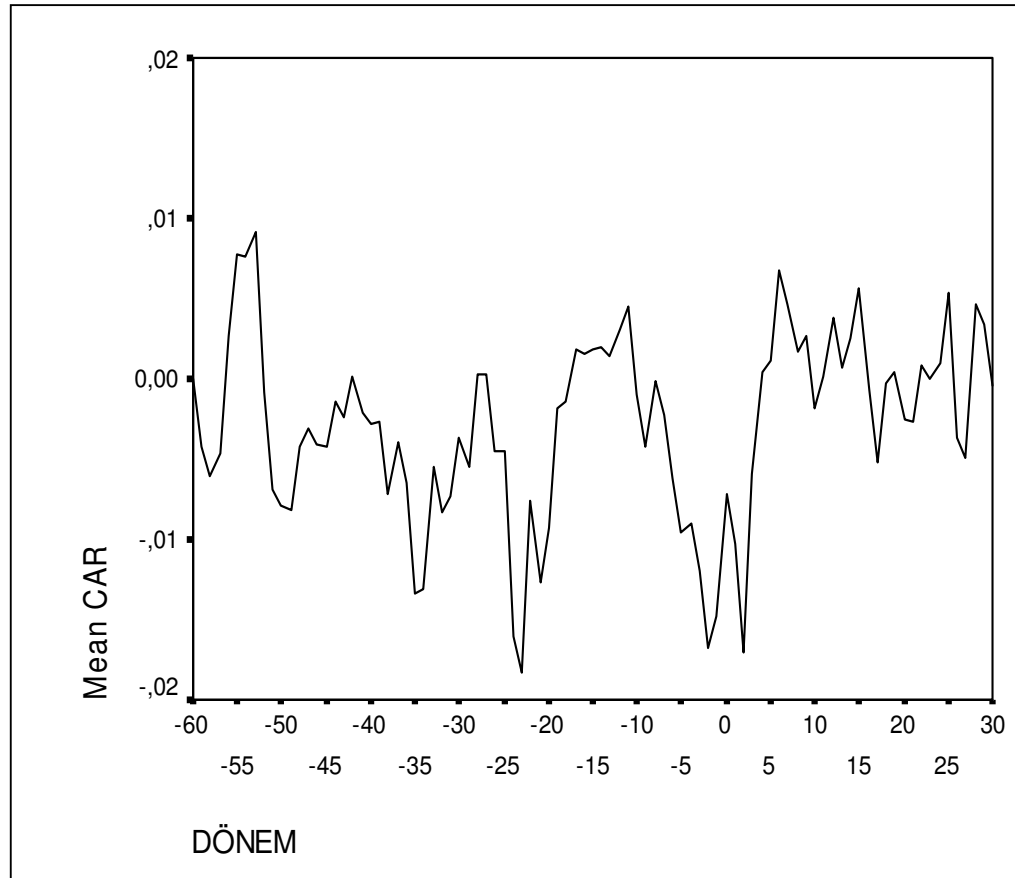
Bedelsiz sermaye artırımına ilişkin olarak oluşturulan hipotezlerin kontrolü için, ABR, CAR değerleri daha önce belirtilen yöntemler yardımıyla hesaplanmış, (t) değerleri bulunmuş ve Tablo 5.12'de görüleceği gibi, bedelsiz sermaye artırımını hesaplarında 165 şirketin 15.015 değeri incelenmiştir. 2000-2005 döneminde 165 şirketin bedelsiz sermaye artırımını yaptığı tespit edilmiştir.

**Tablo 5.12: Bedelsiz Sermaye Artırımının Şirket ve Olay Sayısı Tablosu**

	Şirket Sayısı	(N) Olay Sayısı
AbR	165	15.015
CAR	165	15.015

Bedelsiz sermaye artırımında, seçilen şirketlerin genel kurul tarihlerinin -54. günde olduğu tespit edilmiştir. Grafik 5.4'te bu nokta tespit edildiğinde, -54. günde ani bir düşüş yaşandıktan sonra, kâr payı dağıtım tarihine kadar inişli çıkışlı bir düşüş yaşanmıştır. Bu düşüşlerde, ani sapmaların olduğu dikkati çekmiştir. Günlük verilerden oluşan Tablo 5.5'e baktığımızda, -54. günde meydana gelen ani ve keskin düşüşün sermaye artırım ilanından kaynaklandığı söylenebilir.

**Grafik 5.4: Bedelsiz Sermaye Artırım Dönemindeki Ortalama Kümülatif Getiri (CAR) Grafiği**



Hatta bu düşüş -23. günde doruk noktasına ulaşmıştır. Bedelsiz dağıtımdan sonra 2. günden itibaren 8. güne kadar bir yükseliş yaşanmaktadır. Bedelsiz sermaye artırımını ilanı piyasada çok büyük bir olumsuzluk yaratmasa da hisse senedi getirisinde inişli çıkışlı bir trend oluşmasına neden olmuştur.

Bedelsiz sermaye artırımının dağıtımdan sonraki 4., 11. ve 23. günlerde meydana geldiği tablo 5.10'da gözlenmektedir. Yine, sermaye artırım tarihinden önceki 42. ve 27. günlerde en büyük düşüşler meydana geldiği yine tablo 5.13'te görülmektedir.

Bir yatırımcının bedelsiz sermaye artırımını döneminde hangi tarihlerde hisse senedini satın alıp, hangi tarihlerde satması gerektiğini incelemek için, olay dönemi bölümlere ayrıldıktan sonra kümülatif getirilerle bunlara ait (t) değerlerini içeren bir tablo hazırlanmıştır.

**Tablo 5.13: Bedelsiz Sermaye Artırımı Dönemindeki Kümülatif Getiriler**

<b>DÖNEM</b>	<b>CAR</b>	<b>t(CAR)</b>
-58; -53	0,0121	0,0010
-50; -43	-0,0178	-0,0069
-41; -35	-0,0249	-0,0052
-35; -27	-0,0265	0,0181
-26; -20	-0,0358	-0,0025
-22; -11	-0,0050	0,0056
<b>-10; 2</b>	<b>-0,0600</b>	<b>-0,0244</b>
-2; 9	0,0026	0,0117
11; 15	0,0090	0,0243
<b>17; 25</b>	<b>0,0013</b>	<b>0,0870</b>

Eğer bir yatırımcı, bir firmanın hisse senetlerine yatırım yapmayı düşünüyorsa, o şirketin bedelsiz sermaye artırımını döneminde özellikle -10; 2 döneminde bu hisse senedine yatırım yapmamalıdır. Yine bedelsiz sermaye

artırımı yapan bir şirketin hisse senetlerini satın alarak en yüksek getiriye elde etmek istiyorsa, dağıtım tarihinden sonra 17; 25. günler arasında bu hisse senedine sahip olmalıdır.

Sonuç olarak, yatırımcıların bir şirketin bedelsiz sermaye artırımı yaptığı dönemde, özellikle Tablo 5.13'da gözlenen negatif değerlerin olduğu günlerde, söz konusu şirketin hisse senetlerine yatırım yapmamları gerektiği gözlenmiştir. Bedelsiz sermaye artırımına ilişkin (t) testi istatistik sonuçları Ek 6'da verilmiştir.

#### 5.2.4.5. Melez Kâr Payı Dağıtımı

Melez kâr payı dağıtımı, kâr payının hem nakit hem de hisse senedi şeklinde olmak üzere birlikte dağıtılmasıdır. Nakit ve hisse senedi şeklinde dağıtılan kâr paylarının oranları önemli değildir.

Melez kâr payı dağıtımına ilişkin oluşturulan hipotezlerin kontrolü için yapılan hesaplamalar sonucunda Tablo 5.14 ve Grafik 5.5 elde edilmiştir.

Tablo 5.14'de görüldüğü gibi yapılan çalışmada 2000-2005 döneminde melez kâr payı dağıtan 16 şirketin olduğu tespit edilmiş ve bu şirketlere ait 1.456 veri incelenmiştir. Bu durum tablo 5.14'de görülmektedir.

**Tablo 5.14: Melez Kâr Payı Dağıtım Döneminde Şirket ve Olay Sayısı Tablosu**

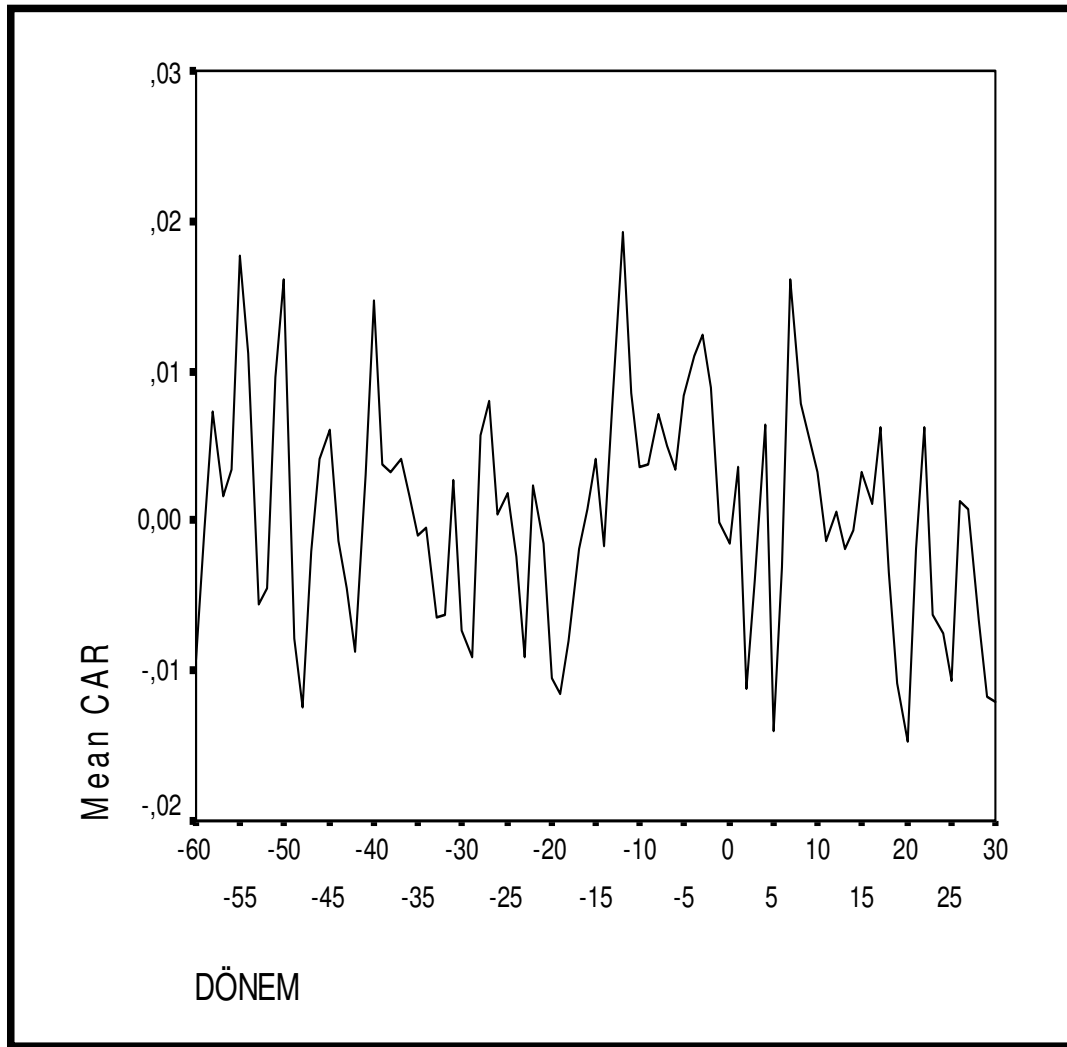
Analiz	Şirket Sayısı	(N) Olay Sayısı
AbR	15	1456
CAR	15	1456

Yapılan hesaplamalar doğrultusunda CAR/Olay Günü grafiği elde edilmiştir. Melez kâr payı dağıtım kararının alındığı genel kurul tarihlerinin, olay dönemi olarak kabul ettiğimiz -60/+30 döneminin -54. gününde olduğu tespit edilmiştir.

Melez kâr payı dağıtımını CAR/Olay günü grafiği dikkatle incelendiğinde, kâr payı dağıtım tarihinden 10 gün öncesine kadar en yüksek getiri elde edilmektedir. -10. günden kâr payı dağıtım tarihine kadar düşüş trendi yaşanmaktadır.

Yine grafik incelendiğinde, -49. günden -10. güne kadar en yüksek kümülatif getiri elde edildiği görülmektedir. Kâr payı dağıtım tarihinden sonra ise +8. günden +20. güne kadar getirilerde negatif bir değer oluşmaktadır. Ayrıca kâr payı dağıtım tarihinden sonra +5. günden +9. güne kadar tekrar yüksek bir getiri elde edilmektedir.

**Grafik 5.5: Melez kâr payı Dağıtım Dönemindeki Ortalama Kümülatif Getiri (CAR) Grafiği**



Dolayısıyla grafikten ve (t) değerlerinden anlaşılacağı gibi melez kâr payı dağıtımına kadar hisse senedi sahipleri pozitif getiri elde etme imkânına sahiptir. Ayrıca kâr payı dağıtımından sonra getirilerde önemli azalmalar görülmektedir. Özellikle kâr payı dağıtım tarihinden sonraki 11. günden 30. güne kadar en yüksek negatif değerler oluşmaktadır. Melez kâr payı dağıtımı hisse senedi fiyatını, dolayısıyla yatırımcıların elde edecekleri getiriyi olumsuz yönde etkilememektedir. Ayrıca kâr payı ilanı belirli bir süre sonra getirilerde artışa neden olmaktadır. Hem nakit hem de hisse senedi şeklinde kâr payı dağıtımını her iki hisse senedinin ayrı ayrı dağıtılmasıyla oluşan olumsuz etkilerini elimine etmektedir.

Ancak burada üzerinde durulması gereken bir husus da dağıtım oranlarıdır. Şirket tarafından hangi oranda ve hangi kâr payı şeklinin tercih edilmesi olumlu etki yaratmaktadır? Melez kâr payı dağıtım sayısı ülkemizde oldukça azdır. Bu da dağıtım oranı konusunda bir yargıya varmayı olanaksız kılmaktadır. Ancak kâr payı oranlarının getirilerde oluşan etkiyi belirleyen önemli bir etmen olduğu düşünülmektedir. Bir yatırımcının melez kâr payı dağıtımını yapan bir şirketin hisse senedini hangi noktada alıp hangi noktada satması gerektiğini incelemek için Tablo 5.15 oluşturulmuştur.

**Tablo 5.15: Melez Kâr Payı Dağıtım Dönemindeki Kümülatif Getiriler**

DÖNEM	CAR	t(CAR)
-60; -36	0,0255	12,6380
-57; -50	0,0263	6,1476
-49; 0	0,0256	<b>22,7553</b>
-41; -30	0,0056	12,5995
-32; -24	-0,0027	-3,3214
-20; -12	0,0070	9,3546
-18; 0	0,0508	<b>19,0458</b>

-16; -12	0,0204	0,9325
-10; 0	0,0322	9,2224
-10; 9	0,0368	11,1513
0; 9	0,0074	2,2791
6; 9	0,0216	1,4302
8; 20	-0,0128	<b>-17,5977</b>
11;30	-0,0356	<b>-20,7526</b>

Tablo 4.15'den de görüleceği gibi, bir yatırımcı melez kâr payı dağıtım tarihinden 18 gün önce hisse senedini alıp kâr payı dağıtım tarihi olan 0. günde satarsa yüksek getiri elde edebilir. Ancak bu durum kâr payı dağıtım tarihinden sonraki 8. güne kadar devam etmektedir. 8. günden 20. güne ve 11. günden 30. güne kadarki sürede en düşük değerler oluşmaktadır. Yine, tablo ve grafikten görüleceği gibi, bir yatırımcının hisse senedini kâr payı dağıtım tarihinden 49 gün önce satın alarak, kâr payı dağıtım tarihinde satması halinde en yüksek getiriyi elde edeceği gözlenmiştir. Melez kâr payı dağıtımına ilişkin (t) testi istatistik değerleri Ek 7' de verilmiştir.



## SONUÇ VE ÖNERİLER

Ülke ekonomilerinin gelişmesiyle birlikte, ortaya çıkan yeni finansman anlayışı içinde işletmelerin nihai amaçları, kârın maksimizasyonu yerine şirketin piyasa değerinin, halka açık anonim şirketlerde hisse senetlerinin piyasa değerinin maksimum kılınması şeklinde ifade edilmeye başlanmıştır. Gelişen ekonomik koşullar şirketleri, piyasa değerlerini maksimize eden kararlar almaları yönünde zorlamıştır. Bu kararlar; yatırım kararları, sermaye yapısı kararları ve kâr payı dağıtım kararları olarak ifade edilebilir. Günümüz finansman anlayışında fonların tedarikinden çok, fonların kullanımının ağırlık kazanması, kâr payı dağıtım kararlarının önemini artırmaktadır.

Muhasebe sürecinin en önemli sonuçlarından biri de bu süreç sonucu hesaplanan “kâr” kavramıdır. Finansal tabloları inceleyen, çözümleyen veya finansal tablolara ilgilenecek hemen her kişi için kâr rakamı büyük bir önem taşımaktadır. Bir şirketin kârı, finansal tablolarda iletilen bilgilerin odak noktasını oluşturur. Kâr, işletmeye yatırım yapanların yatırımlarından elde ettikleri gelirin kaynağını oluşturur. Kâr, bir şirketin kâr payı dağıtımına olanak sağlar, böylece şirketin hisse senetlerinin piyasa değerinin yükselmesine yol açar.

Kâr payları genellikle firma yöneticilerinin, şirketlerinin şimdiki performanslarını ve gelecekteki beklentilerini açıklamada bir araç görevindedir. Bu yüzden kâr payı ilanları ve dolayısıyla kâr payı dağıtım tarihleri yatırımcılar için ve hisse senedinin fiyatının belirlenmesinde oldukça önemlidir. Dağıtılan kâr payının fiyatı hisse senetlerinin piyasa değerini etkileme açısından önemi, şirketlerin hisse senedi fiyatlarına göre değişiklik göstermektedir. Bunun en önemli sebebi kâr payının nominal değer üzerinden yüzdesel olarak ödenmesidir. Bu nedenle hisse senetlerinin piyasa değeri nominal değere yakın olan şirketler için kâr payının önemi daha fazla olmaktadır. Fiyat ile kâr payı arasındaki bu nisbi ilişki kâr payı ödeme dönemlerinde yatırımcıları düşük fiyatlı hisse senedi alımına yöneltmektedir. Kâr payı dağıtım politikası, şirket kazancının işletme bünyesinde bırakılması veya ortaklara dağıtılması arasındaki tercihin belirlenmesidir. Şirketler optimal sermaye yapısını

belirledikten sonra, öz kaynaklarının ne kadarının sermaye artışı yoluyla, ne kadarının kârın dağıtılmayarak şirket bünyesinde bırakılmasıyla (oto finansman) sağlanacağı konusunda karara varmalıdırlar. Dağıtılmayan kârlar firma açısından önemli bir finansman kaynağıdır.

Dağıtılmayan kârların bir sermaye kaynağı olduğunu belirtirken dikkate alınması gereken başka bir konu şirketlerin büyüme oranları ve yatırım fırsatlarıdır. Büyümesi daha yüksek şirketler daha az kâr payı ödemektedirler. Dağıtılmayan kârları etkileyen başka önemli bir faktör ise alternatif sermaye kaynaklarının etkisidir ki bu o ülkenin sermaye piyasalarının gelişmişliği ile bazı hallerde bir yatırım kararı, bazı hallerde de finansman kararı olarak ortaya çıkmaktadır. Şirketin sermaye piyasalarından kaynak sağlama olanağı yoksa kâr payı dağıtımı, bir finansman kararıdır. Kâr payı dağıtımına ilişkin yasal kurallar her ülkenin kendi ilgili kanunlarında düzenlenmiş olup, genelde azınlık paylarının kâr üzerindeki haklarının korunması ve şirkete fon temin eden üçüncü kişilerin yanlış yönlendirilmelerinin önlenmesi amacıyla kanun hükümleri, kâr payının ancak safi kârdan ve bu amaçla ayrılmış yedek akçelerden dağıtılabileceği esasını benimsemiştir. Yani, şirket ancak cari yılda veya geçmiş yıllarda elde etmiş olduğu kârdan dağıtım yapılabilir. Kanun ve şirket esas sözleşmelerinde yer alan hükümler, kâr payı dağıtım politikasının formüle edilmesiyle ilgili bir çerçeve çizmektedir.

Firmanın likidite durumu da kâr payı dağıtım politikasını etkilemektedir. Kârlı olmak her zaman kâr payı dağıtmak olanağına sahip olduğunu göstermez. Özellikle hızla büyüyen firmalar, çok karlı olsalar dahi, devamlı olarak nakit ihtiyacı baskısı altında bulduklarından nakit olarak kâr payı vermemeyi tercih etmektedirler. Firmanın kâr payı dağıtım politikasını etkileyen bir diğer faktör ise, firmanın borçlanma yeteneğidir. Eğer firma kısa süre içinde kolaylıkla borç alabilme olanaklarına sahipse, kâr payı dağıtımında daha fazla esneklik kazanabilir. Büyük ve kendini kabul ettirmiş bir firmanın borçlanma olanakları daha fazladır. Borçlanma olanaklarının fazlalığı ise kâr payı dağıtımında daha esnek bir politika izlemesini mümkün kılar. Ayrıca firmalar borçlarını yaratmış olduğu kaynaklarla veya sağlanacak yeni dış kaynaklarla ödemeyi planlamak durumundadır. Ağır bir borç yükü altında bulunan firmaların,

elde ettikleri kârı borç ödemedede kullanarak, borç yükünü hafifletmeyi kâr payı dağıtımına tercih etmektedir. Bu durum firmanın varlığı ve geleceği açısından daha sağlıklı bir seçim olabilir. Özellikle finansman kurumları kredi sözleşmelerine konulan hükümlerle firmaların kâr dağıtım politikalarını etkilemek ve kâr dağıtımını sınırlamak olanağını elde etmektedirler.

Bir diğer faktör ise aktif varlıklardaki büyüme hızıdır. Eğer firma büyüme aşamasındaysa, büyümeyi finanse edecek fonlara ihtiyaç duyacaktır. Hızla büyüyen firmalarda, işletmeye yeni varlıkların ilave edilmesi, fon gereksinimini artırır. Gelecekte nakde ihtiyacın artma olasılığı, işletme yöneticilerini kâr payı dağıtımına yerine dağıtmama kararını almaya yöneltir. Yine kârları istikrarlı olan firmalar, satış ve kârları büyük dalgalanmalar gösteren firmalara göre, kârların daha büyük bir bölümünü kâr payı olarak dağıtılabilmektedirler. Kârları istikrarsız olan firmalar, gelecek dönemlerde ümit ettikleri kârı sağlayıp sağlamama konusunda emin olmadıklarından, yüksek kar sağladıkları yıllarda, kârın büyük bir bölümünü yedek akçe olarak ayıracaklar; buna karşılık kârın az olduğu dönemlerde, bu amaçla ayırmış oldukları yedek akçeleri kâr dağıtımında kullanabileceklerdir.

Kâr payı dağıtım politikasını etkileyen en önemli faktörlerden birisi de ortakların vergi durumlarıdır. Şirketlerin dağıttıkları kârlarla, bünyelerinde bıraktıkları kârların farklı oranlarda vergilendirilmesi, şirket ortaklarının gelir vergisi açısından içinde buldukları gelir dilimleri dolayısıyla tabi oldukları vergi oranları, değer kazanmış hisse senetlerinin satışından doğan sermaye kazançlarının vergilendirilip vergilendirilmemesi ve sermaye kazançlarına uygulanan vergi oranı kâr payı dağıtımını etkiler. Şirketin ortak yapısına paralel olarak kâr payı dağıtım politikaları farklılık göstermektedir. Halka açık küçük tasarruf sahiplerinin oy egemenliğine sahip bulunduğu şirketlerde genellikle kâr dağıtım oranı daha yüksektir. Şirket ortakları arasında sosyal güvenlik kurumları, özel emekli sandıkları, hayat sigorta şirketleri gibi kurumsal tasarrufların bulunması halinde bu yapıda kâr dağıtım politikasını etkilemekte, kâr payı dağıtım oranlarını etkilemektedirler. Kâr dağıtım politikasının, şirketlerin piyasa değerine veya halka açık anonim şirketlerin hisse senetlerinin değerine etkisi konusunda farklı görüşler ortaya atılmıştır. Merton MİLLER ve Franco

MODIGLIANI'nın öncülük ettikleri modele göre; kâr payı kararlarının firmanın piyasa değerini etkilemesi söz konusu olamaz. Firmanın piyasa değerini dolayısıyla anonim şirketlerin hisse senetlerinin değerini belirleyen en önemli değer firmanın kazanç gücü ve buna bağlı olarak yatırım ve finanslama kararlarının isabetlilik derecesidir.

Bu ikiliye göre, dağıtılacak kâr payı kadar ortaya çıkacak ek finansman ihtiyacının karşılanması için yeni kaynak bulunması gerekecek ve bu ihtiyacın borç veya özsermaye ile karşılanması halinde firmanın dağıtılan kâr payının etkisi ile yükselen piyasa değeri, önceki değerine dönüşecektir. Kâr payı dağıtım kararlarının şirketin piyasa değerini etkilediğini ileri süren diğer görüşe göre ise, hissedarlar kısa sürede almak istedikleri kar payını uzun süredeki kâr payına tercih etmektedirler. Gordon ve Lintner modeline göre; hissedarların risklerden uzak kalmak için gelecekte ortaya çıkacak kâr paylarını almak yerine mevcut ve yakın gelecekteki kâr paylarını almayı tercih ederler. Gordon'a göre hissedarlar hisse senedi değer artışı ile nakit kâr payı dağıtım politikası hisse değerini dolayısıyla firma değerini etkiler ve işletme için optimal bir kâr dağıtım oranı mevcuttur.

James E. Walter tarafından geliştirilen modele göre ise, kâr dağıtım politikası bir finansman kararı olarak ele alınmakta ve hissedarlara ödenecek kâr payı tutarının işletmece yapılabilecek yatırımlara paralel olarak artıp veya azalacağına işaret edilmektedir. Bu görüşe göre, kâr payı dağıtım politikası yalnız yatırım fırsatlarının kârlılığı ile belirlenmektedir.

Litzenberger ve Ramaswamy'nin kurdukları Vergi Farkı Teorisi Modeline göre; kâr paylarının sermaye kazançlarından daha yüksek oranda vergilendirilmesi nedeniyle, yatırımcıların yüksek kâr payı getirili hisseler üzerinden yüksek getiri oranını tercih etmeleri gerektiğini savunulmaktadır. Bu teoriye göre, firma düşük ya da sıfır kâr payı politikası uygularsa değerini maksimize etmiş olur. Kâr payı ödemeleri çeşitli şekillerde ortaya çıkmaktadır. En yaygın olanı nakit kâr payı olmakla birlikte, hisse senedi şeklinde kâr payı dağıtımı, hisse bölünmeleri ve şirketin kendi hisse senetlerini satın alarak kâr payı ödemeleri de yapılmaktadır.

Yapılan incelemede İMKB 100 Endeksinde işlem gören şirketlerin çoğunun 2000-2005 yıllarında kâr paylarıyla bedelsiz sermaye artırımına başvurdukları tespit edilmiştir. Bu sonuçlar enflasyonun hızlandığı ve şirketlerin fon gereksinmesinin arttığı dönemlerde, hisse senedi vermek yoluyla kâr payı dağıtımının yaygınlaşmaya başladığını göstermektedir. Türkiye'deki yatırımcılar yatırım yapacakları hisseleri seçerken genellikle sermaye kazancına önem vermektedirler. Kâr payı getirisine ise hisselerin beklenen getirilerini incelerken dikkat etmektedirler. Ayrıca Türkiye'deki yatırımcılar uzun süreli yatırımlar yapmamaktadır. Önemli bir getiri elde ettiklerinde bu hisseleri satıp, yeni başka hisseler almaktadırlar. Bu durumun bir örneği çalışmamızda yapılan uygulama örneğinde açıkça görülmektedir. Yatırımcılar kâr payı gelirini ve/ veya kâr payı ilan etkisinden kaynaklanan geliri elde eder etmez hemen hisse senetlerini satma eğilimine gitmektedir. Ayrıca Türkiye koşulları çok hızlı değişmektedir ve bu değişen ekonomik ve politik koşullar İMKB'de etkisini hızla göstermektedir. Bu kötü etkiler nedeniyle bu yıllarda şirketler kâr paylarını artırmayabilirler fakat bu durum hisse fiyatlarını artırmayabilir.

İMKB'nin dünya standartlarına göre düşük işlem hacmi yüzünden, bir hisse senedi hakkında iyi ya da kötü haberler yayarak spekülasyon oluşturulabilir. Bu durum fiyat değişkenliğini artırmaktadır. İstanbul Menkul Kıymetler Borsası'nın yeterince etkin olmaması, yatırımcıların kısa vadeli düşünerek spekülatif davranmaları, spekülatörlerin etkisinin fazla olması borsada ani fiyat düşüş ve yükselişlerine yol açmakta ve yatırımcılar düşüş dönemlerinde büyük zararlara uğrayabilmektedirler. Bu nedenle, kâr payı gelirinin toplam getiri içindeki payı, yüksek getirinin elde edildiği dönemlerde düşük kalmakta, zarar edilen yıllarda ise zararın ancak küçük bir kısmı telafi edilebilmektedir. Hisse senedi fiyatı nominal değere yakın olan şirketlerde kâr payının etkisi daha fazla hissedilmektedir.

Bu çalışmanın ana amacı, kâr payı dağıtım şekillerinin firma değeri üzerine etkisini yatırımcı tepkileriyle analiz etmektir. Bu sayede firma yöneticilerinin kâr payı dağıtım şekilleri konusunda alacakları kararlara yardımcı olmak ve yatırımcıların hangi kâr payı şeklini ve ne zaman tercih ettiğini

belirleyerek, yatırım zamanı ve şekli hakkında tavsiyede bulunmak mümkün olabilecektir.

Çalışmamızda yatırımcıların, kâr payı ödeme miktarındaki değişmelerle fazla ilgilenmedikleri, kâr payı dağıtım şekilleriyle ilgili kararların yatırımcılar üzerinde daha fazla etkili olduğu varsayılmıştır. Çalışmada, kâr payı dağıtım şekillerinin şirketlerin firma değeri üzerine etkisi olup olmadığının anlaşılması için, 2000-2005 döneminde İMKB 100 endeksine kayıtlı şirketlerin getirileri incelenmiştir. Uygulamamızda kâr payı dağıtım şekilleri; nakit kâr payı, hisse senedi şeklinde kâr payı, nakit ve hisse senedinin birlikte dağıtıldığı melez kâr payı, bedelli ve bedelsiz sermaye artırımı olmak üzere 5 grupta incelenmiştir.

Her bir dağıtım şekli için oluşturulan hipotezlerde, kâr payı dağıtım şeklinin hisse senedi sahiplerine fazla getiri sağlayıp sağlamadığı test edilmiştir.

Brown ve Warner'in Piyasa Modeli çalışmamızın uygulama bölümünde kullanılmıştır. Hipotezler Brown ve Warner'in daha önce açıklanan metotlarına göre test edilmiştir. Hariç bırakılamayacak bazı özel standartlaşmış fazla getirilerin olabilme olasılıkları nedeniyle zaman kesitinde bağımsızlık yöntemi tercih edilmiştir.

Yapılan inceleme sonucuna göre, kâr payı dağıtım şekillerinin firma değerine etkisi olduğu tespit edilmiştir. Hipotez kontrolleri sonucu, her bir kâr payı dağıtım şekli için oluşturulan hipotezlerde  $H_0$  red edilmiştir. Yani kâr payı dağıtım döneminde hisse senedi sahiplerinin artı getiri elde edemeyeceği hipotezi reddedilmiştir. İncelenen dönemde kâr payı dağıtım ilanlarının ve dağıtımlarının farklı etkileri olduğu tespit edilmiştir. Analiz sonucuna göre, nakit kâr payı dağıtım ilanı hisse senedi fiyatını olumlu etkilemektedir. Piyasa, nakit kâr payı haberine olumlu tepki vermekte ve yatırımcılar hisse senedini alış eğilimine girmektedir. Fazla getirinin bu dönemde elde edilebileceği düşünülmektedir. Yükseliş trendi kâr payı dağıtım tarihine kadar devam etmekte ve bu tarihte de en üst noktasına ulaşmaktadır. Nakit kâr payı dağıtımından sonra ise yatırımcılar hisse senedinden bekledikleri getiriyi elde ettiklerini düşünerek hisse senetlerini satma eğilimine girmekte, bu da hisse senedi fiyatında dolayısıyla yatırımcıların reel getirisinde düşüşe sebep olmaktadır.

Bir yatırımcı, nakit kâr payı dağıtacak firmanın hisse senedini kâr payı dağıtım tarihinden 28 gün önce satın alıp, kâr payı dağıtım tarihinden 6 gün sonra satarsa yüksek getiri elde edebilmektedir. En yüksek getiri ise, kâr payı dağıtım tarihinden 16 gün önce hisse senedini satın alıp, kâr payı dağıtım tarihinden 9 gün sonra satarsa en yüksek getiri elde edebileceği tespit edilmiştir. Ancak kâr payı dağıtım tarihinden sonra kümülatif getirilerde negatif bir eğilim meydana gelmekte bu da yatırımcıların getirilerini olumsuz etkilemektedir.

Nakit kâr payı döneminde artı gelir elde edildiği daha önce hem Türkiye’de ve hem de yurt dışında yapılan çalışmalarda da tespit edilmiştir. Bu çalışmada da incelenen döneme, firmalara ve belirlenen kriterlere göre nakit kâr payı dağıtım döneminde artı getiri elde edildiği tespit edilmiştir. Yapılan inceleme sonucunda, yatırımcıların hisse senedi şeklinde kâr payı dağıtım haberine kayıtsız kaldıkları tespit edilmiştir. Kâr payı dağıtım tarihinden sonra ise getiride düşüş trendi yaşanmaktadır. Çünkü hisse senedi şeklinde kâr payı dağıtımı, dolaşımdaki hisse senedi sayısını artırmakta, bu da hisse senedi fiyatını düşürmektedir. Ayrıca daha önce yapılan literatür taramasından da hatırlanacağı gibi, yatırımcılar firmaların hisse senedi şeklindeki kâr payı dağıtımını olumsuz karşılamakta, bu haberi, firmanın yeterli nakdi olmadığı için hisse senedi şeklinde kâr payı dağıttığı şeklinde yorumlamaktadırlar.

Ayrıca nakit kâr payı dağıtımından sonra meydana gelen düşüşle, hisse senedi şeklinde kâr payı dağıtımından sonraki düşüş karşılaştırıldığında, hisse senedi şeklinde kâr payı dağıtımından sonra daha inişli çıkışlı düşüşlerin yaşandığı tespit edilmiştir. Bunun sebebinin ise, hisse senedi şeklinde kâr payı dağıtımının piyasada yarattığı olumsuz etki olduğu düşünülmektedir.

Hisse senedi şeklinde kâr payı dağıtım döneminde en yüksek getiri 10; 28 döneminde oluşmaktadır. Bu durumda piyasanın hem hisse senedi şeklinde kâr payı ilanına hem de kâr payı dağıtımına olumsuz tepki verdiği açıkça görülmektedir.

Bedelli sermaye artırımı dönemi incelendiğinde, artırımı kararı ilanına piyasanın olumsuz bir tepki verdiği açıkça gözlenmektedir. Bunun nedeni ise, daha önce yapılan literatür çalışmalarından da hatırlanacağı gibi, hisse senedi

sahiplerinin artırıma katılmak için ödeme yapmaları gerektiği, yatırımcıların ise paranın zaman değerini hesaba katarak, ellerindeki paranın daha sonra elde etme olasılıkları olan paradan daha kıymetli olduğunu düşünmeleridir. Ayrıca olayın bir de psikolojik yönü vardır. Bedelli sermaye artırımına giden firmanın piyasaya verdiği sinyal, yatırım yapmak için elinde yeterli nakdi olmadığı şeklindedir. Bu durum da yatırımcıların firmaya olan güvenini sarsmaktadır.

Yapılan incelemede tespit edilen bir diğer husus ise, firmaların bedelli sermaye artırımını özellikle kâr payı dağıtım tarihlerinde ya da bu tarihlere çok yakın dönemlerde yapıyor olmasıdır. Bu durum bir aldatmacaya benzemektedir. Firma önce verip sonra geri almakta ve dolayısıyla gerçekte dağıttığı kâr payı oranını azaltmaktadır. Bedelli sermaye artırım ilanının yapıldığı dönemden sonra piyasada oluşan olumsuz etki nedeniyle yatırımcıların pozitif getiri elde etmeleri mümkün gözükmemektedir. Bedelli sermaye artırım döneminde, artırımdan 10 gün önce olumlu bir trend yakalanmaktadır. Yatırımcıların bu süreci dikkatle takip edip yatırımlarına buna göre yön vermeleri gerekmektedir.

Aksi taktirde, bedelli sermaye artırım döneminin başında yatırım yapan bir yatırımcının negatif getiri elde etmesi beklenebilir. Halbuki, bedelli sermaye artırım döneminde yatırımcıların en yüksek getiriyi, sermaye artırım tarihinden sonraki 12; 15 döneminde elde edebilecekleri gözlenmiştir. Bu noktada, dikkat edilmesi gereken bir husus da, piyasanın bedelli sermaye artırım ilanı döneminde negatif bir tutum takınmasına rağmen neden bedelli sermaye artırımından 10 gün önce bu tutumlarını pozitif çevirdikleridir. Yatırımcıların paranın zaman değerini düşündüklerini varsayarak bedelli sermaye artırım ilanı ile ellerindeki parayı bu hisse senedine yatırmak yerine, bedelli sermaye artırım tarihine kadar ellerindeki paraya başka yerlerde değerlendirip, artırım tarihinden 10 gün önce yatırım yapmayı tercih edebilirler. Diğer bir varsayım da, piyasanın bedelli sermaye artırımına olumsuz tepki vereceğini bilen yatırımcıların, bu olumsuz trendin bitmesini bekleyip öyle yatırım yaptıkları şeklinde olabilir. Sermaye artırımından 10 gün önce yatırımcıların bu hisse senedini tercih etmeleri hisse senedinin fiyatını, dolayısıyla getirisini, artırıcı yönde etki yapmaktadır.



Yapılan incelemede bedelsiz sermaye artırımını dönemi boyunca getirilerde sermaye artırım tarihine kadar sürekli bir düşüş olduğu tespit edilmiştir. Literatür taramasında da, bedelsiz sermaye artırımını sonucu hisse senedi sayısında meydana gelen artışın doğal bir sonucu olarak hisse senedi fiyatını düşüreceği ancak bu durumun hisse senedi sahiplerinin servetlerini etkilemeyeceği belirtilmiştir.

Bu durumun, yapılan çalışmada da, özellikle sermaye artırım ilanının piyasada duyulduğu günden itibaren sermaye artırım tarihinden 23 gün öncesine kadar devam etmekte olduğu açıkça görülmektedir. Ancak sermaye artırım tarihinden 23 gün öncesinden 10 gün öncesine kadar yüksek bir getiri oluşmaktadır. Bu durum sermaye artırım tarihinden sonraki günden başlayıp 8. güne kadar en yüksek noktaya ulaşmaktadır.

Yatırımcılar özellikle sermaye artırım tarihinden 2 gün sonrasına kadar negatif getiriler elde etmektedirler. Bedelsiz sermaye artırım dönemlerinde yatırımcıların en yüksek getiriye sermaye artırım tarihinden sonraki 17; 25 döneminde elde edeceği gözlenmiştir. Bedelli ve bedelsiz sermaye artırıma ilişkin daha önce yapılan çalışmalardan çıkan sonuçların, bedelli ve bedelsiz sermaye artırımına piyasanın olumsuz tepki verdiği görüşünü desteklediği gözlenmiştir. Bedelsiz sermaye artırımının getirileri ve dolayısıyla hisse senedi fiyatlarını bu denli olumsuz etkilemesine rağmen tercih edilmesinin sebebi ne olabilir? Bedelsiz sermaye artırımının hisse senedin fiyatının düşürmesi belki Türkiye koşullarında fazla tercih edilmeyebilir. Çünkü zaten hisse senedi fiyatları yeterince düşük değerlendirilmiş durumdadır.

Ancak bedelsiz artırımın hisse senedi fiyatını düşürürken işlem hacmini artırdığı gözden kaçmamıştır. İMKB geliştirmekte olan bir borsadır. Piyasanın gelişmesi yatırımcı kitlesinin genişlemesine de bağlıdır. İşlem hacminin artması yatırımcı kitlesinin genişlemesine yardımcı olmaktadır. İMKB'de bedelsiz sermaye artırımını sayısının fazla olmasının sebebi, likiditeyi artırarak yatırımcı kitlesini genişletmek olabilir.

Melez kâr payı dağıtımına ilişkin yapılan hesaplamalar incelendiğinde, melez kâr payı dağıtımına kadar hisse senedi sahipleri pozitif getiri elde etme imkânına sahiptir. Ancak, kâr payı dağıtım tarihinden sonra da getirilerde önemli

bir azalma gözlenmektedir. Melez kâr payı dağıtım döneminde yatırımcıların en yüksek getiriye elde edebilecekleri dönemin, kâr payı dağıtım ilanının yatırımcılar tarafından duyulduğu, dağıtım tarihinden 49 gün öncesinden kâr payı dağıtım tarihine kadar elde edebilecekleri gözlenmektedir. Melez kâr payı dağıtım döneminde yatırımcıların özellikle kâr payı dağıtım tarihinden 8 gün sonrasında olay döneminin sonuna kadar hisse senedine yatırım yapmamaları, aksi takdirde negatif getiri elde edecekleri gözlenmektedir. Yapılan çalışmada melez kâr payı dağıtımında nakit ve hisse senedi şeklinde kâr payı oranlarının önemli olmadığı varsayılmıştır. Oysa piyasadaki yatırımcı tipine göre hangi kâr payının fazla olacağı önemli olabilir. Bu ise dolayısıyla getiriye etkileyebilir. Örneğin, Türkiye'deki gibi nakit kâr payını tercih eden bir yatırımcı kitlesinin olduğu bir piyasada dağıtılacak melez kâr payında nakit kâr payının oranı ne kadar artarsa, yatırımcıların da beklentilerinin karşılanmasına bağlı olarak hisse senedi getirilerinde artış gözlenebilir.

Şirketin melez kâr payı dağıtımında hangi hisse senedinin oranının fazla olacağı şirketin nakit akışları belirleyecektir. Yeterli nakdi olan ve yeni yatırım planları olmayan bir firmanın nakit kâr payı oranını daha yüksek tutması beklenmektedir. Yapılan çalışmada yeterli sayıda melez kâr payı dağıtımı olmadığı için şirketlerin kullandıkları oranlar hesaplamalarda dikkate alınmamıştır. Yeterli bilginin olduğu bir piyasada yapılacak hesaplamalarda melez kâr payı dağıtımında kullanılacak nakit ve hisse senedi şeklinde kâr payı oranlarının dikkate alınması daha detaylı sonuçlar elde edilmesine yardımcı olabilir. Sonuç olarak her kâr payı dağıtım şekline göre getirilerde farklı etkiler olduğu tespit edilmiştir. Hangi dönemde artı getiri elde edildiği belirlenmiştir. Yatırımcıların, kâr payı dağıtım şekillerine göre piyasanın verdiği tepkileri dikkatle izleyip kendileri için uygun olan kâr payı dağıtım şeklini tercih etmeleri gerekmektedir. Günümüzde kâr payı dağıtım politikası hisse senedi alımı ve değerlemesinde bir kriter değildir. Ancak yapılan çalışma sonuçlarında hisse senedi fiyatını etkileyen bir unsur olduğu tespit edilmiştir. Bu sonuçlara bağlı olarak, giderek gelişmekte olan borsamızda kâr payı dağıtım şekillerinin ve dolayısıyla kâr payı politikalarının daha fazla öneme sahip olması gerekmektedir.

EKLER

**Ek 1: 2000-2005 Yıllarında İMKB 100 Endeksine Dahil Olan Şirketler**

<b>XU 100</b>	<b>31.12.2005</b>	<b>31.12.2004</b>	<b>31.12.2003</b>	<b>31.12.2002</b>	<b>31.12.2001</b>	<b>31.12.2000</b>
					ADANA ÇİMENTO A	ADANA ÇİMENTO A
ADNAC	ADANA ÇİMENTO	ADANA ÇİMENTO	ADANA ÇİMENTO			
AKENR	AK ENERJİ	AK ENERJİ	AK ENERJİ	AK ENERJİ	AK ENERJİ	
AKBNK	AKBANK	AKBANK	AKBANK	AKBANK	AKBANK	AKBANK
AKCNS	AKÇANSA	AKÇANSA	AKÇANSA	AKÇANSA	AKÇANSA	AKÇANSA
				AKIN TEKSTİL		
AKSA	AKSA	AKSA	AKSA	AKSA	AKSA	AKSA
AKGRT	AK SİGORTA	AK SİGORTA	AK SİGORTA	AK SİGORTA	AK SİGORTA	AK SİGORTA
					AKSU ENERJİ	
ALGYO	ALARKO GMYO	ALARKO GMYO	ALARKO GMYO	ALARKO GMYO	ALARKO GMYO	ALARKO GMYO
ALARK	ALARKO HOLDİNG	ALARKO HOLDİNG	ALARKO HOLDİNG	ALARKO HOLDİNG	ALARKO HOLDİNG	ALARKO HOLDİNG
ALCTL	ALCATEL TELETAŞ	ALCATEL TELETAŞ	ALCATEL TELETAŞ	ALCATEL TELETAŞ	ALCATEL TELETAŞ	ALCATEL TELETAŞ
		ALKİM KAĞIT	ALKİM KAĞIT			
		ALKİM KİMYA	ALKİM KİMYA	ALKİM KİMYA	ALKİM KİMYA	ALKİM KİMYA
				ALTERNATİF BANK		
		ANADOLU CAM	ANADOLU CAM	ANADOLU CAM	ANADOLU CAM	ANADOLU CAM
AEFES	ANADOLU EFES	ANADOLU EFES	ANADOLU EFES	ANADOLU EFES	ANADOLU EFES	ANADOLU EFES
			ANADOLU GIDA			
		ANADOLU HAYAT		ANADOLU HAYAT	ANADOLU HAYAT	ANADOLU HAYAT
		ANADOLU ISUZU	ANADOLU ISUZU	ANADOLU ISUZU	ANADOLU ISUZU	ANADOLU ISUZU
ANSGR	ANADOLU SİGORTA	ANADOLU SİGORTA	ANADOLU SİGORTA	ANADOLU SİGORTA	ANADOLU SİGORTA	ANADOLU SİGORTA
ARCLK	ARÇELİK	ARÇELİK	ARÇELİK	ARÇELİK	ARÇELİK	ARÇELİK
			ARSAN TEKSTİL	ARSAN TEKSTİL		
ASELS	ASELSAN	ASELSAN	ASELSAN	ASELSAN	ASELSAN	ASELSAN
AGYO	ATAKULE GMYO	ATAKULE GMYO		ATAKULE GMYO		
AYEN	AYEN ENERJİ			AYEN ENERJİ	AYEN ENERJİ	
AYGAZ	AYGAZ	AYGAZ	AYGAZ	AYGAZ	AYGAZ	AYGAZ
BAGFS	BAGFAŞ		BAGFAŞ	BAGFAŞ	BAGFAŞ	BAGFAŞ
BANVT	BANVİT	BANVİT		BANVİT		BANVİT
					BATI SÖKE ÇİMENTO	BATI SÖKE ÇİMENTO
BEKO	BEKO ELEKTRONİK	BEKO ELEKTRONİK	BEKO ELEKTRONİK	BEKO ELEKTRONİK	BEKO ELEKTRONİK	BEKO ELEKTRONİK
					BOROVA YAPI	
BOLUC	BOLU ÇİMENTO	BOLU ÇİMENTO	BOLU ÇİMENTO	BOLU ÇİMENTO		
BRSAN	BORUSAN BORU	BORUSAN BORU	BORUSAN BORU	BORUSAN BORU		

XU 100	31.12.2005	31.12.2004	31.12.2003	31.12.2002	31.12.2001	31.12.2000
BRYAT	BORUSAN YATIRIM	BORUSAN YATIRIM	BORUSAN YATIRIM	BORUSAN YATIRIM	BORUSAN YATIRIM	BORUSAN YATIRIM
					BSH PROFİLO	
BFREN	BOSCH FREN					
BOSSA	BOSSA	BOSSA	BOSSA	BOSSA		BOSSA
			BSH PROFİLO			
BOYNR	BOYNER MAĞAZACILIK	ÇARŞI(BOYNER)	ÇARŞI(BOYNER)	ÇARŞI(BOYNER)	ÇARŞI(BOYNER)	ÇARŞI(BOYNER)
BRİSA	BRİSA					BRİSA
CYTAŞ	CEYTAŞ MADENCİLİK	CEYTAŞ MADENCİLİK	CEYTAŞ MADENCİLİK			
			ÇELEBİ	ÇELEBİ	ÇELEBİ	
					CEMTAŞ	CEMTAŞ
ÇİMSA	ÇİMSA	ÇİMSA	ÇİMSA	ÇİMSA	ÇİMSA	ÇİMSA
						DARDANEL
DENİZ	DENİZBANK					
DEVA	DEVA HOLDİNG	DEVA HOLDİNG	DEVA HOLDİNG	DEVA HOLDİNG	DEVA HOLDİNG	DEVA HOLDİNG
		DIŞBANK	DIŞBANK	DIŞBANK	DIŞBANK	DIŞBANK
DGZTE	DOĞAN GAZETECİLİK					
DOHOL	DOĞAN HOLDİNG	DOĞAN HOLDİNG	DOĞAN HOLDİNG	DOĞAN HOLDİNG	DOĞAN HOLDİNG	DOĞAN HOLDİNG
DYHOL	DOĞAN YAY.HOLDİNG	DOĞAN YAY.HOLDİNG	DOĞAN YAY.HOLDİNG	DOĞAN YAY.HOLDİNG	DOĞAN YAY.HOLDİNG	DOĞAN YAY.HOLDİNG
				DYO BOYA		
DOAS	DOĞUŞ OTOMOTİV					
DOKTS	DÖKTAŞ	DÖKTAŞ			DÖKTAŞ	DÖKTAŞ
ECİLC	ECZACIBAŞI İLAC	ECZACIBAŞI İLAC	ECZACIBAŞI İLAC	ECZACIBAŞI İLAC	ECZACIBAŞI İLAC	ECZACIBAŞI İLAC
ECYAP	ECZACIBAŞI YAPI	ECZACIBAŞI YAPI	ECZACIBAŞI YAPI	ECZACIBAŞI YAPI	ECZACIBAŞI YAPI	ECZACIBAŞI YAPI
ECZYT	ECZACIBAŞI YATIRIM	ECZACIBAŞI YATIRIM	ECZACIBAŞI YATIRIM	ECZACIBAŞI YATIRIM	ECZACIBAŞI YATIRIM	ECZACIBAŞI YATIRIM
EFES	EFES HOLDİNG	EFES HOLDİNG	EFES HOLDİNG	EFES HOLDİNG	EFES HOLDİNG	EFES HOLDİNG
						EGS DIŞ TİCARET
						EGS GMYO
						EGS HOLDİNG
		EGE SERAMİK	EGE SERAMİK			
ENKAİ	ENKA İNŞAAT	ENKA İNŞAAT	ENKA İNŞAAT	ENKA İNŞAAT	ENKA İNŞAAT	ENKA İNŞAAT
EREGL	EREĞLİ DEMİR ÇELİK	EREĞLİ DEMİR ÇELİK	EREĞLİ DEMİR ÇELİK	EREĞLİ DEMİR ÇELİK	EREĞLİ DEMİR ÇELİK	EREĞLİ DEMİR ÇELİK
			ESCORT COMPUTER	ESCORT COMPUTER		
FENER	FENERBAHÇE	FENERBAHÇE				
FİNBN	FİNANSBANK	FİNANSBANK	FİNANSBANK	FİNANSBANK	FİNANSBANK	FİNANSBANK

XU 100	31.12.2005	31.12.2004	31.12.2003	31.12.2002	31.12.2001	31.12.2000
FROTO	FORD OTOSAN	FORD OTOSAN	FORD OTOSAN	FORD OTOSAN	FORD OTOSAN	FORD OTOSAN
				GALATASARAY SPOR		
DISBA	FORTİS DIŞBANK	FORTİS DIŞBANK				
GARAN	GARANTİ BANKASI	GARANTİ BANKASI	GARANTİ BANKASI	GARANTİ BANKASI	GARANTİ BANKASI	GARANTİ BANKASI
				GEDİZ İPLİK		
GRGYO	GARANTİ GMYO	GARANTİ GMYO			GARANTİ GMYO	
GİMA	GİMA	GİMA	GİMA	GİMA	GİMA	GİMA
		GLOBAL YATI. Men.	GLOBAL YATIRIM MENK.	GLOBAL YATIRIM MENK.	GLOBAL YATIRIM MENK.	GLOBAL YAT.MENK.
						GOLTAŞ ÇİMENTO
GLYHO	GLOBAL YATIRIM HOL					
GOLDS	GOLDAŞ KUYUMCULUK	GOLDAŞ KUYUMCULUK	GOLDAŞ KUYUMCULUK	GOLDAŞ KUYUMCULUK	GOLDAŞ KUYUMCULUK	
GOODY	GOOD-YEAR					
GSDHO	GSD HOLDİNG	GSD HOLDİNG	GSD HOLDİNG	GSD HOLDİNG	GSD HOLDİNG	GSD HOLDİNG
			GÜNEŞ SIGORTA	GÜNEŞ SIGORTA		
		HEKTAŞ	HEKTAŞ	HEKTAŞ	HEKTAŞ	HEKTAŞ
HURGZ	HÜRRİYET GAZETECİLİK	HÜRRİYET GAZETECİLİK	HÜRRİYET GAZETECİLİK	HÜRRİYET GAZETECİLİK	HÜRRİYET GAZETECİLİK	HÜRRİYET GAZET.
		İHLAS EV ALETLERİ	İHLAS EV ALETLERİ			
						İHLAS FİNANS
		İHLAS GMYO	İHLAS GMYO			
İHLAS	İHLAS HOLDİNG	İHLAS HOLDİNG	İHLAS HOLDİNG	İHLAS HOLDİNG		İHLAS HOLDİNG
İŞCTR	İŞ BANKASI C	İŞ BANKASI C	İŞ BANKASI C	İŞ BANKASI C	İŞ BANKASI C	İŞ BANKASI C
İŞFİN	İŞ FİN. KİR.	İŞ FİN. KİR.	İŞ FİN. KİR.		İŞ FİN. KİR.	İŞ FİN. KİR.
İŞGYO	İŞ GYO	İŞ GYO	İŞ GYO	İŞ GYO	İŞ GYO	İŞ GYO
İZDMC	İZMİR DEMİR ÇELİK	İZMİR DEMİR ÇELİK	İZMİR DEMİR ÇELİK	İZMİR DEMİR ÇELİK	İZMİR DEMİR ÇELİK	İZMİR DEMİR ÇELİK
					İZOCAM	
KRDMD	KARDEMİR D	KARDEMİR D	KARDEMİR D	KARDEMİR D	KARDEMİR D	KARDEMİR D
				KENT GIDA		
KARSN	KARSAN OTOMOTİV				KARSAN OTOMOTİV	KARSAN OTOMOTİV
					KAV.DAN.PAZ.TİC.	KAV.DAN.PAZ.TİC.
					KENT	
					KLİMASAN KLİMA	
KARTN	KARTONSAN					
KCHOL	KOÇ HOLDİNG	KOÇ HOLDİNG	KOÇ HOLDİNG	KOÇ HOLDİNG	KOÇ HOLDİNG	KOÇ HOLDİNG
		KORDSA SABANCI	KORDSA SABANCI	KORDSA SABANCI	KORDSA SABANCI	KORDSA SABANCI

XU 100	31.12.2005	31.12.2004	31.12.2003	31.12.2002	31.12.2001	31.12.2000
		KRİSTAL KOLA	KRİSTAL KOLA			
			LİO YAĞ SANAYİ	LİO YAĞ SANAYİ	LİO YAĞ SANAYİ	
KOZAD	KOZA DAVETİYE					MAKİNA TAKIM
						MARDİN ÇİMENTO
MRDİN	MARDİN ÇİMENTO		MARDİN ÇİMENTO	MARDİN ÇİMENTO		
MMART	MARMARİS MARTI	MARMARİS MARTI	MARMARİS MARTI			
MNDRS	MENDERES TEKSTİL	MENDERES TEKSTİL	MENDERES TEKSTİL	MENDERES TEKSTİL		
MİGRS	MİGROS	MİGROS	MİGROS	MİGROS	MİGROS	MİGROS
		MİLLİYET PAZARLAMA				
			MİLLİYET GAZETECİLİK	MİLLİYET GAZETECİLİK	MİLLİYET PAZARLAMA	MİLLİYET PAZARLAMA
					MİLLİYET GAZETECİLİK	MİLLİYET GAZETECİLİK
						MUTLU AKU
NTHOL	NET HOLDİNG	NET HOLDİNG	NET HOLDİNG	NET HOLDİNG	NET HOLDİNG	NET HOLDİNG
NTTTUR	NET TURİZM	NET TURİZM	NET TURİZM	NET TURİZM	NET TURİZM	NET TURİZM
NETAS	NETAŞ TELEKOM	NETAŞ TELEKOM	NETAŞ TELEKOM	NETAŞ TELEKOM	NETAŞ TELEKOM	NETAŞ TELEKOM
						NUH ÇİMENTO
					NUROL GMYO	
OTKAR	OTOKAR	OTOKAR	OTOKAR	OTOKAR	OTOKAR	OTOKAR
PRKTE	PARK ELEKTRİK	PARK ELEKTRİK	PARK ELEKTRİK	PARK ELEKTRİK	PARK ELEKTRİK	PARK ELEKTRİK
			PENGUEN GIDA		PENGUEN GIDA	
PETKM	PETKİM	PETKİM	PETKİM	PETKİM	PETKİM	PETKİM
PTOFS	PETROL OFİSİ	PETROL OFİSİ	PETROL OFİSİ	PETROL OFİSİ	PETROL OFİSİ	PETROL OFİSİ
		PINAR SÜT				
SAHOL	SABANCI HOLDİNG	SABANCI HOLDİNG	SABANCI HOLDİNG	SABANCI HOLDİNG	SABANCI HOLDİNG	SABANCI HOLDİNG
SANKO	SANKO PAZARLAMA	SANKO PAZARLAMA	SANKO PAZARLAMA	SANKO PAZARLAMA	SANKO PAZARLAMA	
						SARKUYSAN
SASA	SASA ADVANSA	SASA ADVANSA	SASA ADVANSA	SASA ADVANSA	SASA ADVANSA	SASA ADVANSA
					SEZGİNLER GIDA	SEZGİNLER GIDA
		SODA SANAYİ	SODA SANAYİ	SODA SANAYİ	SODA SANAYİ	SODA SANAYİ
SKBNK	ŞEKERBANK	ŞEKERBANK				
SİSE	SİŞE CAM	SİŞE CAM	SİŞE CAM	SİŞE CAM	SİŞE CAM	SİŞE CAM
TUDDF	T. DEMİRDÖKÜM	T. DEMİRDÖKÜM	T. DEMİRDÖKÜM	T. DEMİRDÖKÜM	T. DEMİRDÖKÜM	T. DEMİRDÖKÜM
TEBNK	T. EKONOMİ BANKASI		T. EKONOMİ BANKASI	T. EKONOMİ BANKASI	T. EKONOMİ BANKASI	T. EKONOMİ BANKASI
TSKB	T.S.K.B.			T.S.K.B.		
TNSAS	TANSAŞ	TANSAŞ	TANSAŞ	TANSAŞ	TANSAŞ	TANSAŞ

<b>XU 100</b>	<b>31.12.2005</b>	<b>31.12.2004</b>	<b>31.12.2003</b>	<b>31.12.2002</b>	<b>31.12.2001</b>	<b>31.12.2000</b>
TATKS	TAT KONSERVE	TAT KONSERVE	TAT KONSERVE	TAT KONSERVE	TAT KONSERVE	TAT KONSERVE
		TESCO KİPA	TESCO KİPA	TESCO KİPA	TESCO KİPA	TESCO KİPA
		TİRE KUTSAN				
TEKTU	TEK-ART TURİZM					
TEKST	TEKSTİLBANK					
TOASO	TOFAŞ OTO.	TOFAŞ OTO.	TOFAŞ OTO.	TOFAŞ OTO.	TOFAŞ OTO.	TOFAŞ OTO.
TRKCM	TRAKYA CAM	TRAKYA CAM	TRAKYA CAM	TRAKYA CAM	TRAKYA CAM	TRAKYA CAM
						TRANSTÜRK HOLDİNG
TRCAS	TURCAS PETROL	TURCAS PETROL	TURCAS PETROL	TURCAS PETROL	TURCAS PETROL	TURCAS PETROL
TCELL	TURKCELL	TURKCELL	TURKCELL	TURKCELL	TURKCELL	TURKCELL
TUPRS	TÜPRAŞ	TÜPRAŞ	TÜPRAŞ	TÜPRAŞ	TÜPRAŞ	TÜPRAŞ
THYAO	TÜRK HAVA YOLLARI	TÜRK HAVA YOLLARI	TÜRK HAVA YOLLARI	TÜRK HAVA YOLLARI	TÜRK HAVA YOLLARI	TÜRK HAVA YOLLARI
TTRAK	TÜRK TRAKTÖR					
UCAK	USAŞ			USAŞ		
UZEL	UZEL MAKİNE	UZEL MAKİNE	UZEL MAKİNE	UZEL MAKİNE	UZEL MAKİNE	UZEL MAKİNE
					VANET	
ULKER	ÜLKER GIDA	ÜLKER GIDA				
VESTL	VESTEL	VESTEL	VESTEL	VESTEL	VESTEL	VESTEL
YKGYO	Y.KREDİ KORAY GYMO	Y.KREDİ KORAY GYMO	Y.KREDİ KORAY GYMO	Y.KREDİ KORAY GYMO	Y.KREDİ KORAY GYMO	Y.KREDİ KORAY GYMO
			YAPI KREDİ SĞİORTA			
YKBNK	YAPI KREDİ BANKASI	YAPI KREDİ BANKASI	YAPI KREDİ BANKASI	YAPI KREDİ BANKASI	YAPI KREDİ BANKASI	YAPI KREDİ BANKASI
YAZIC	YAZICILAR HOLDİNG	YAZICILAR HOLDİNG	YAZICILAR HOLDİNG	YAZICILAR HOLDİNG	YAZICILAR HOLDİNG	YAZICILAR HOLDİNG
		ZORLU ENERJİ		ZORLU ENERJİ	ZORLU ENERJİ	ZORLU ENERJİ



**Ek 2: İMKB 100 Endeksine Dahil Şirketlerin 2000-2005 Döneminde Kâr Payı Dağıtım Şekilleri ve Tarihleri**

HİSSE ADI	TEMETTÜ ÖDEME ŞEKLİ					TARİH			TEMETTÜ ÖDEME ORANI
	NAKİT	HİSSE SENEDİ	BEDELLİ	BEDELSİZ	MELEZ	GENEL KURUL TARİHİ	YÖNETİM KURULU TARİHİ	TEMETTÜ DAĞITIM TARİHİ	
ADNAC	X					04.03.2003		30.04.2003	9,05%
				X			20.03.2003	30.07.2003	60,00%
				X		25.02.2004		28.04.2004	3,89%
				X			23.11.2004	22.12.2004	99,00%
	X						14.04.2005	02.05.2005	3,01%
AKBNK					X	24.03.2000	27.03.2000		%15 NAKİT, %88 HİSSE SENEDİ
				X			24.03.2000	07.06.2000	100,00%
	X					28.03.2001		29.03.2001	5,00%
				X			28.03.2001	06.07.2001	60,00%
				X			09.08.2002	12.11.2002	2,00%
	X						26.03.2003	27.03.2003	5,00%
				X			26.03.2003	23.06.2003	47,06%
					X		25.02.2004	30.03.2004	%25 NAKİT, %25 HİSSE SENEDİ
	X						02.03.2005	28.03.2005	22,50%
				X			02.03.2005	28.03.2005	20,00%
			X				07.06.2005	01.07.2005	20,00%
AKENR		X				22.03.2002		31.05.2002	146,83%
				X			02.04.2002	31.05.2002	300,00%
				X			07.03.2003	29.05.2003	10,00%
	X					28.03.2003		29.05.2003	15,60%
				X			14.04.2004	07.06.2004	10,00%
AKCNS	X					29.03.2001		02.04.2001	3,00%
	X					19.03.2002		30.04.2002	7,00%
	X					28.03.2003		31.03.2003	17,00%
	X					26.03.2004		02.04.2004	10,80%
	X					23.03.2005		29.03.2005	28,26%
AKSA	X					21.11.2001		10.12.2001	25,00%
					X	21.03.2002		31.05.2002	%50 NAKİT, %25 HİSSE SENEDİ
					X	25.03.2003		26.05.2003	%50 NAKİT, %25 HİSSE SENEDİ
	X					12.04.2005		26.05.2005	40,60%

AKGRT	X					28.03.2001		29.03.2001	40,00%
					X	28.03.2002	31.05.2002		%42 NAKİT, %68,10 HİSSE SENEDİ
	X					31.03.2003		10.04.2003	20,00%
	X						11.03.2004	30.03.2004	19,61%
	X					25.03.2005		28.03.2005	25,20%
ALGYO		X				09.04.2001		25.06.2001	12,00%
	X					25.03.2002		30.05.2002	20,00%
	X					25.03.2003		30.05.2003	20,00%
ALARK		X				30.03.2001		07.06.2001	20,00%
	X					29.03.2002		30.05.2002	15,00%
	X					31.03.2003		30.05.2003	20,00%
ALCTL				X			26.06.2000	18.06.2001	300,00%
			X				19.10.2004	09.12.2004	175,00%
AEFES	X					30.03.2001		31.05.2001	20,00%
	X					14.04.2003		30.05.2003	20,00%
	X					14.05.2004		14.06.2004	679,49%
	X					16.05.2005		30.05.2005	77,40%
ANSGR					X	20.03.2001		30.03.2001	4,50%NAKİT, 66,67% HİSSE SENEDİ
		X				21.03.2002		31.05.2002	54,00%
	X					20.03.2003		24.03.2003	11,79%
		X				29.03.2003		02.05.2004	25,00%
				X		29.03.2002		26.05.2004	25,00%
				X		03.05.2005		08.06.2005	50,00%
ARCLK					X	07.04.2000	29.05.2000		%40 NAKİT, %20 HİSSE SENEDİ
				X			25.04.2000	09.06.2000	50,00%
					X	04.04.2002		31.05.2001	20,00%NAKİT, 40,00%HİSSE SENEDİ
		X					19.04.2003	31.05.2002	22,00%
				X			19.04.2002	31.05.2002	60,00%
				X			25.03.2003	28.05.2003	175,00%
					X		25.03.2003	28.05.2003	%50NAKİT,%50 HİSSE SENEDİ
	X					12.04.2004		16.05.2005	54,76%

ASELS			X		22.03.2000		30.05.2000	100,00%	
	X				28.03.2001		31.05.2001	10,00%	
			X			24.01.2002	29.04.2002	100,00%	
				X		24.01.2002	29.04.2002	100,00%	
	X				21.03.2003		30.05.2003	24,17%(T1),	
					21.03.2003		29.09.2003	44,91%(T2)	
	X				31.03.2005		30.05.2005	63,00%	
AYGAZ				X	23.03.2000		10.05.2000	%80 NAKİT, %50 HİSSE SENEDİ	
			X			13.04.2000	31.05.2000	100,00%	
	X				24.05.2001		30.05.2001	20,00%	
				X			18.10.2001	24.12.2001	100,00%
					X	26.03.2002	08.04.2002		30,00% NAKİT, %50 HİSSE SENEDİ
AYGAZ			X		26.03.2002		30.05.2002	50,00%	
		X			09.04.2003		28.05.2003	88,45%	
				X		09.04.2003	28.05.2003	230,00%	
	X					24.03.2004	20.05.2004	112,25%	
	X					30.03.2005	16.05.2005	11,64%	
BAGFS	X				23.03.2000		29.05.2000	50,00%	
	X				29.03.2001		29.05.2001	70,00%	
	X				28.03.2002		30.05.2002	100,00%	
	X				10.04.2003		30.05.2003	150,00%	
				X		22.04.2004	08.09.2004	50,00%	
	X					11.03.2005	05.05.2005	63,00%	
BEKO			X			21.03.2000	15.06.2000	50,00%	
		X			07.04.2000		15.06.2000	25,00%	
		X			19.03.2001		15.06.2001	25,00%	
				X		19.03.2001	15.06.2001	50,00%	
			X			11.03.2002	17.06.2002	100,00%	
				X		11.03.2002	17.06.2002	51,57%	
			X			02.12.2004	14.12.2004	100,00%	
BOLUC		X				27.03.2000	31.05.2000	69,00%	
				X	27.04.2001		20.07.2001	35,00%	
					20.02.2001		31.05.2001	12,23%	
	X				20.02.2002		31.05.2002	40,39%	
				X		20.02.2002	31.05.2002	38,00%	
				X		27.01.2003	30.04.2003	45,00%	
	X				26.02.2003		30.04.2003	36,96%	
				X		12.11.2004	23.12.2004	67,26%	
X					10.03.2005	02.05.2005	16,13%		

BRSAN					X		20.03.2000	31.05.2000	100,00%NAKIT, 60,00%HISSE SENEDİ
				X			28.02.2002	31.05.2002	200,00%
	X					05.04.2002		31.05.2002	83,00%
	X					27.03.2003		30.05.2003	40,60%
	X					27.02.2004		31.05.2004	193,50%
	X						22.03.2005	20.04.2005	81,00%
BRYAT				X			30.06.2000	16.10.2000	400,00%
				X			14.02.2001	07.05.2001	25,00%
	X					26.04.2004		31.05.2004	91,20%
				X			26.03.2004	07.05.2004	200,00%
	X						25.03.2005	31.05.2005	7,34%
BOSSA	X					30.03.2000		28.04.2000	15,00%
	X						26.02.2001	12.04.2001	12,00%
	X					27.03.2002		15.04.2002	67,00%
				X			23.10.2002	09.12.2002	150,00%
	X					24.03.2003		08.04.2003	20,00%
				X			20.10.2003	05.12.2003	50,00%
				X			05.04.2004	10.06.2005	60,00%
BOYNR			X				21.03.2000	28.04.2000	200,00%
			X				04.07.2001	17.09.2001	300,00%
			X				17.04.2001	01.09.2001	200,00%
			X				26.03.2002	17.05.2002	100,00%
			X				18.12.2003	01.03.2004	50,00%
BSHEV	X					29.05.2001		31.05.2001	38,65%
				X			04.09.2001	25.10.2001	100,00%
CYTAS				X			04.12.2003	13.01.2004	30,00%
CIMSA	X					24.03.2000		28.04.2000	31,00%
	X					23.03.2001		09.04.2001	39,00%
	X					29.03.2002		03.04.2002	125,00%
				X			07.11.2002	12.12.2002	100,00%
	X					31.03.2003		14.04.2003	47,00%
				X			21.10.2003	12.12.2003	80,00%
	X						31.03.2004	28.04.2004	189,00%
	X					14.03.2005		28.04.2005	35,10%

DEVA			X				10.02.2000	26.04.2000	200,00%
				X			10.02.2000	26.04.2000	100,00%
			X				21.04.2004	11.06.2004	105,00%
				X			21.04.2004	11.06.2004	95,00%
	X						06.04.2005	25.05.2005	10,80%
DSBnk		X					25.01.2000	05.04.2000	89,04%
				X			25.01.2000	05.04.2000	100,00%
		X					07.02.2001	30.04.2001	5,00%
				X			12.02.2001	30.04.2001	94,00%
		X					24.03.2003	28.08.2003	40,00%
				X			04.04.2003	28.08.2003	40,00%
DOHOL		X					31.07.2000	16.10.2000	20,00%
				X			04.08.2000	16.10.2000	40,00%
			X				29.05.2001	17.07.2001	120,00%
				X			29.05.2001	17.07.2001	50,00%
		X					14.06.2001	17.07.2001	32,50%
			X				18.10.2002	19.11.2002	80,00%
			X				27.06.2003	20.08.2003	30,00%
				X			30.04.2004	25.06.2004	25,00%
DYHOL				X			18.04.2000	03.07.2000	33,00%
		X					27.04.2000	03.07.2000	19,22%
		X					26.04.2001	05.09.2001	19,21%
			X				09.07.2001	05.09.2001	52,60%
				X			09.07.2001	05.09.2001	47,40%
		X					30.04.2002	26.08.2002	4,98%
				X			06.06.2002	26.08.2002	14,00%
DYHOL		X					30.04.2003	29.08.2003	13,01%
				X			30.06.2003	29.08.2003	30,00%
				X			01.12.2004	10.01.2005	83,94%
ECİLC				X			09.01.2003	23.05.2003	200,00%
				X			22.12.2003	09.02.2004	400,00%
	X						18.05.2004	28.06.2004	135,00%
	X						05.05.2005	31.05.2005	6,30%
ECYAP		X					26.04.2000	26.07.2000	16,68%
				X			05.05.2000	26.07.2000	25,00%
				X			08.01.2003	17.04.2003	900,00%
				X			14.11.2003	12.01.2004	125,00%

ECZYT		X				26.04.2000		31.07.2000	50,00%
				X			01.05.2000	31.07.2000	50,00%
	X					22.04.2003		30.05.2003	20,00%
				X			16.09.2005	25.10.2005	26,26%
EFES			X				24.08.2001	05.09.2001	63,00%
ENKAI				X			04.11.2002	22.11.2002	123,16%
	X					31.03.2003		28.05.2003	35,00%
				X			20.10.2003	24.12.2003	98,58%
	X					30.04.2004		12.05.2004	180,00%
				X			08.12.2004	12.01.2005	100,00%
EREGL				X			06.04.2004	14.06.2004	800,00%
	X						06.04.2004	14.06.2004	1000,00%
FINBN				X			21.04.2000	29.05.2000	90,00%
		X				29.03.2000		30.05.2000	65,00%
		X				20.03.2001		31.05.2001	46,00%
				X			21.03.2001	31.05.2001	61,60%
			X				18.07.2001	14.09.2001	41,60%
				X			17.07.2002	07.11.2002	29,05%
		X				31.03.2003		30.05.2003	5,00%
				X			24.10.2003	24.12.2003	19,80%
			X				05.04.2004	27.09.2004	38,75%
				X			05.04.2004	27.09.2004	5,00%
			X				11.10.2005	11.10.2005	56,02%
				X			11.10.2005	11.10.2005	5,00%
FROTO		X				16.04.2001		15.05.2001	50,00%
				X			05.08.2003	30.09.2003	300,00%
	X						01.04.2004	20.05.2004	193,12%
	X					24.03.2005		31.03.2005	60,00%
	X						05.09.2005	30.09.2005	54,00%
	X						30.11.2005	27.12.2005	20,70%
GARAN				X			23.02.2001	16.07.2001	188,46%
				X			23.07.2002	09.09.2002	5,56%
				X			30.04.2003	02.07.2003	3,82%
				X			23.09.2004	04.10.2004	45,96%
				X			30.06.2005	11.07.2005	75,00%

GIMA			X			26.03.2002	22.04.2002	100,00%
			X			10.12.2002	13.01.2003	50,00%
			X			02.12.2003	12.01.2004	33,33%
GSDHO		X			18.04.2001		31.05.2001	150,00%
			X			26.04.2001	12.06.2001	200,00%
				X		26.04.2001	12.06.2001	200,00%
			X			17.01.2002	29.03.2002	100,00%
	X						14.10.2003	1392,85%
				X		09.12.2003	12.03.2004	86,04%
			X			19.08.2005	10.11.2005	50,00%
	X					27.04.2005	31.05.2005	1,30%
GOLDS				X		10.09.2001	03.10.2001	160,00%
						07.11.2002	23.12.2002	140,00%
						25.03.2003	31.03.2003	28,20%
HURGZ		X			20.03.2000		14.06.2000	36,47%
				X		28.03.2000	14.06.2000	70,00%
				X		16.03.2001	30.05.2001	68,00%
		X			13.03.2001		30.05.2001	28,07%
				X		22.03.2002	31.05.2002	39,50%
		X			18.03.2002		31.05.2002	12,77%
		X			15.04.2003		15.05.2003	18,08%
		X				31.03.2003	26.05.2003	68,20%
	X				31.03.2004		16.06.2004	90,02%
				X		22.06.2004	29.07.2004	70,00%
X					21.03.2005	02.05.2005	2,70%	
IHLAS				X		07.04.2000	25.05.2000	100,00%
			X			29.05.2003	30.06.2003	100,00%
			X			20.09.2004	29.09.2004	70,00%
			X			01.11.2005	02.11.2005	16,56%
ISCTR			X			03.03.2000	15.05.2000	26,00%
				X		03.03.2000	15.05.2000	74,00%
	X				24.03.2000		29.05.2000	27,00%
			X			23.02.2001	15.05.2001	15,50%
				X		23.02.2001	15.05.2001	29,50%
	X				27.03.2001		28.05.2001	15,93%
		X					26.05.2003	26,40%
				X		03.03.2003	29.12.2003	70,00%
		X			28.03.2003		29.12.2003	6,00%
	X				31.03.2004		02.04.2004	8,92%
	X					25.02.2005	01.04.2005	11,41%

ISGYO			X			29.02.2000	15.05.2000	15,00%
				X		29.02.2000	15.05.2000	15,00%
		X				24.03.2000	15.05.2000	0,33%
			X			30.01.2001	16.04.2001	20,00%
				X		30.01.2001	16.04.2001	20,00%
		X				23.02.2001	16.04.2001	3,29%
			X			23.07.2001	10.09.2001	85,00%
			X			19.10.2004	15.12.2004	20,00%
				X		19.10.2004	15.12.2004	20,00%
X					28.03.2005	25.05.2005	5,36%	
ISFIN				X		10.07.2001	27.08.2001	100,00%
				X		07.02.2002	13.05.2002	17,65%
				X		25.03.2003	13.05.2003	25,00%
				X		22.04.2005	27.06.2005	100,00%
	X					22.04.2005	27.06.2005	12,56%
IZDMC			X			03.04.2000	05.06.2000	40,00%
				X		03.04.2000	05.06.2000	110,00%
KCHOL	X					31.03.2000	31.05.2000	15,00%
				X		28.04.2000	31.05.2000	100,00%
				X		20.03.2001	07.05.2001	33,33%
					X	20.03.2001	07.05.2001	10,00%NAKIT, 22,76%HISSE SENEDİ
				X		02.04.2002	08.05.2002	100,00%
	X					02.04.2002	08.05.2002	10,24%
				X		04.04.2003	04.06.2003	20,00%
					X	29.12.2004	29.12.2004	26,62%
				X		29.12.2003	19.01.2004	187,43%
		X			04.07.2005	15.08.2005	15,00%	
KRDMD				X		18.03.2004	04.05.2004	343,00%
				X		31.05.2005	27.07.2005	166,00%
MRDİN				X		29.02.2000	31.05.2000	50,00%
	X					31.03.2000	31.05.2000	126,92%
	X					27.02.2001	31.05.2001	122,29%
	X					20.02.2002	31.05.2002	162,79%
				X		28.02.2002	31.05.2002	50,00%
				X		21.01.2003	30.04.2003	50,00%
				X		23.11.2004	14.12.2004	169,60%
	X					10.03.2005	02.05.2005	41,53%
			X		23.11.2005	28.12.2005	18,00%	



MMART			X				07.02.2001	19.03.2001	62,50%
				X			07.02.2001	19.03.2001	62,50%
			X				03.05.2002	12.06.2002	75,00%
				X			03.05.2002	12.06.2002	25,00%
				X			29.09.2003	29.12.2003	100,00%
MNDRS				X			04.05.2001	21.05.2001	600,00%
			X				20.08.2002	27.11.2002	100,00%
MIGRS					X	04.04.2000		28.06.2000	%150 NAKİT, %200 HİSSE SENEDİ
				X			04.04.2000	28.06.2000	200,00%
	X					03.04.2001		31.05.2001	50,00%
	X					09.04.2002		06.05.2002	50,00%
				X			05.11.2002	16.12.2002	500,00%
	X					10.04.2003		30.04.2003	84,62%
				X			11.12.2003	16.01.2004	150,00%
	X						26.03.2004	20.05.2004	13,00%
	X						24.03.2005	16.05.2005	14,73%
NTHOL			X				14.04.2000	01.06.2000	100,00%
				X			14.04.2000	01.06.2000	35,00%
			X				05.02.2001	08.05.2001	70,00%
				X			27.04.2001	28.11.2001	13,00%
			X				15.10.2004	20.10.2004	100,00%
				X			21.12.2004	01.03.2005	200,00%
NETAS	X					30.03.2000		09.05.2000	42,50%
	X					30.03.2001		09.05.2001	70,00%
	X					28.03.2002		13.05.2002	104,06%
	X					02.04.2003		21.05.2003	122,00%
	X					04.05.2005		24.05.2005	39,18%
NTTUR				X			08.06.2000	04.09.2000	150,00%
				X			26.04.2001	21.08.2001	100,00%

OTKAR				X			09.03.2000	14.06.2000	100,00%
					X	11.04.2000		14.06.2000	63,65%NAKIT, 25% HISSE SENEDI
						10.04.2001		05.06.2001	75,00%NAKIT, 25,00%HISSE SENEDI
	X					12.04.2002		31.05.2002	65,00%
	X					17.04.2003		05.05.2003	55,50%
				X			02.06.2003	28.07.2003	206,33%
	X					12.04.2005		16.05.2005	54,55%
PRKTE		X					09.03.2000	27.04.2000	200,00%
				X			09.03.2000	27.04.2000	100,00%
				X			04.12.2003	31.12.2003	400,00%
PETKM	X					24.03.2000		01.05.2000	12,50%
		X					19.04.2001	19.04.2001	25,00%
				X			19.04.2001	19.04.2001	50,00%
PTOFS		X					07.03.2000	30.05.2000	85,00%
				X			07.03.2000	30.05.2000	65,00%
	X					24.03.2000		01.05.2000	291,76%
	X					19.07.2001		20.07.2001	121,90%
				X			19.09.2002	08.10.2002	400,00%
				X			01.04.2003	30.04.2003	18,84%
				X			06.04.2004	31.08.2004	15,00%
				X			16.05.2005	29.06.2005	21,00%
SAHOL		X					12.01.2000	29.03.2000	134,00%
				X			12.01.2000	29.03.2000	126,00%
	X					28.03.2000		10.04.2000	8,00%
		X					09.11.2000	09.11.2001	5,00%
				X			09.11.2000	09.11.2001	28,33%
				X			12.02.2002	06.05.2002	33,33%
				X			26.12.2002	24.02.2003	25,00%
	X					28.03.2003		10.04.2003	5,00%
	X						26.04.2004	18.05.2004	12,06%
				X			12.04.2004	19.04.2004	20,00%
	X						27.04.2005	12.05.2005	9,00%
SANKO				X			28.02.2001	01.03.2001	200,00%
				X			08.11.2001	18.03.2002	5,00%
	X					29.08.2002		10.09.2002	70,00%

SASA	X					30.03.2001		16.04.2001	79,00%
				X			27.12.2002	24.03.2003	400,00%
				X			04.11.2003	18.12.2003	150,00%
				X			07.04.2005	10.06.2005	20,00%
				X			13.12.1999	17.01.2000	83,29%
SISE		X				22.03.2000		16.06.2000	1,40%
			X				08.05.2000	16.06.2000	6,46%
			X				25.12.2001	04.02.2002	78,34%
				X			25.12.2001	04.02.2002	160,52%
	X						07.05.2004	30.06.2004	7,15%
	X						12.04.2004	31.05.2005	7,20%
TNSAS			X				21.09.2000	19.12.2000	400,00%
				X			21.09.2000	19.12.2000	50,00%
			X				03.07.2001	04.09.2001	300,00%
			X				24.12.2001	28.01.2002	200,00%
			X				02.08.2002	26.09.2002	50,00%
TATKS	X					23.03.2000		31.05.2000	7,50%
					X	22.03.2001		31.05.2001	20,00%NAKIT, 10,00%HISSE SENEDİ
				X			04.05.2001	31.05.2001	50,00%
	X					09.04.2002		06.05.2002	40,00%
	X					10.04.2003		21.04.2003	40,00%
TUDDF				X			15.01.2002	25.03.2002	100,00%
	X					18.03.2003		18.04.2003	10,00%
				X			21.04.2003	23.06.2003	125,00%
	X					28.03.2005		16.05.2005	31,20%
TEBNK				X			17.07.2000	18.08.2000	125,00%
	X					27.03.2003		04.04.2003	27,61%
				X			29.01.2004	11.03.2004	4,85%
	X					26.03.2004		05.04.2004	22,87%
	X					30.03.2005		06.04.2005	14,66%
THYAO			X				31.01.2000	24.03.2000	100,00%
				X			31.01.2000	24.03.2000	100,00%
			X				14.08.2000	15.12.2000	8,33%
				X			14.08.2000	15.12.2000	8,33%
TOASO				X			25.10.2001	12.12.2001	150,00%
				X			28.04.2003	26.05.2003	164,06%
	X					15.04.2005		02.05.2005	6,67%
				X			27.05.2005	18.07.2005	11,11%

TRKCM	X					27.03.2000		31.05.2000	11,00%
				X			13.11.2000	18.01.2001	43,32%
	X						01.03.2001	31.05.2001	22,00%
	X					25.03.2002		31.05.2002	43,00%
				X			16.10.2002	30.12.2002	43,66%
	X						12.03.2003	10.04.2003	32,00%
	X					26.03.2003		30.05.2003	32,00%
				X			16.10.2003	05.12.2003	62,40%
X						26.04.2004	31.05.2004	22,23%	
TRCAS			X				16.05.2001	23.07.2001	89,56%
			X				01.03.2001	15.10.2001	259,20%
TCELL				X			13.12.2000	04.06.2001	9,90%
		X					15.07.2004	30.07.2004	194,93%
		X					24.05.2005	31.05.2005	25,78%
TUPRS	X					06.03.2000		07.03.2000	233,70%
	X					30.03.2001		01.05.2001	280,30%
				X			20.06.2001	24.09.2001	235,00%
	X					29.03.2002		05.04.2002	55,26%
	X					27.03.2003		11.04.2003	57,47%
	X					09.04.2004		20.04.2004	128,00%
	X						12.04.2005	05.05.2005	191,20%
UZEL			X				08.11.2001	11.02.2002	50,00%
				X			08.11.2001	11.02.2002	50,00%
			X				14.07.2004	06.09.2004	87,00%
				X			14.07.2004	06.09.2004	188,00%
	X					26.04.2005		23.05.2005	2,66%
VESTL				X			12.10.2000	20.12.2000	3400,00%
YKBNK				X			07.02.2000	31.05.2000	109,00%
		X				07.04.2000		31.05.2000	64,00%
				X			08.02.2001	30.05.2001	50,00%
		X				09.04.2001		30.05.2001	13,00%
		X				11.04.2003		14.08.2003	22,50%
	X						20.01.2003	31.03.2003	308,40%
YKGYO				X			20.03.2002	10.07.2002	300,00%

YKSGR				X			14.04.2003	14.08.2003	33,33%
	X					19.03.2001		31.05.2001	15,00%
YAZIC	X					18.03.2002		31.05.2002	30,00%
				X		18.03.2002		31.05.2002	30,00%
					X	18.03.2002		31.05.2002	30,00%NAKIT, 30,00%HISSE SENEDİ
	X					28.03.2003		30.05.2003	30,00%
	X						30.04.2004	18.05.2004	100,00%
				X			10.03.2004	06.07.2004	50,00%
	X						29.04.2005	31.05.2005	100,00%
				X		28.06.2005		04.07.2005	95,36%

**Kaynak:**<http://www.imkb.gov.tr/05.05.2006>

**Ek 3: Nakit Kâr Payı Dağıtım (t) Testi Değerleri**

**Paired Samples Statistics**

		Mean	N	Std. Deviation	Std. Error Mean
Pair 1	ABR	2,26E-04	12831	2,89884E-02	2,56E-04
	REPUT	,47	12831	,50	4,41E-03

**Paired Samples Correlations**

		N	Correlation	Sig.
Pair 1	ABR & REPUT	12831	,635	,000

**Paired Samples Test**

		Paired Differences					t	df	Sig. (2-tailed)
		Mean	Std. Deviation	Std. Error Mean	95% Confidence Interval of the Difference				
					Lower	Upper			
Pair 1	ABR - REPU	-,473470	,481427	4,25E-03	-,481801	-,465139	-111,402	12830	,000

**Ek 4: Hisse Senedi Şeklinde Kâr Payı Dağıtım (t) Testi Değerleri**

**Paired Samples Statistics**

		Mean	N	Std. Deviation	Std. Error Mean
Pair 1	ABR	6,18E-04	3640	2,68097E-02	4,44E-04
	REPUT	,48	3640	,50	8,28E-03

**Paired Samples Correlations**

		N	Correlation	Sig.
Pair 1	ABR & REPUT	3640	,725	,000

**Paired Samples Test**

		Paired Differences					t	df	Sig. (2-tailed)
		Mean	Std. Deviation	Std. Error Mean	95% Confidence Interval of the Difference				
					Lower	Upper			
Pair 1	ABR - REPU	-,476580	,480472	7,96E-03	-,492194	-,460966	-59,844	3639	,000

**Ek 5: Bedelli Kâr Payı Dağıtım (t) Testi Değerleri**

**Paired Samples Statistics**

		Mean	N	Std. Deviation	Std. Error Mean
Pair 1	ABR	1,46E-04	4914	4,42332E-02	6,31E-04
	REPUT	,44	4914	,50	7,09E-03

**Paired Samples Correlations**

		N	Correlation	Sig.
Pair 1	ABR & REPUT	4914	,504	,000

**Paired Samples Test**

		Paired Differences				t	df	Sig. (2-tailed)	
		Mean	Std. Deviation	Std. Error Mean	95% Confidence Interval of the Difference				
					Lower				Upper
Pair 1	ABR - REPU	-,442264	,475951	6,79E-03	-,455574	-,428953	-65,138	4913	,000



**Ek 6: Bedelsiz Kâr Payı Dağıtım (t) Testi Değerleri**

**Paired Samples Statistics**

		Mean	N	Std. Deviation	Std. Error Mean
Pair 1	ABR	-1,5E-03	15015	3,78521E-02	3,09E-04
	REPUT	,42	15015	,49	4,03E-03

**Paired Samples Correlations**

		N	Correlation	Sig.
Pair 1	ABR & REPUT	15015	,696	,000

**Paired Samples Test**

		Paired Differences					t	df	Sig. (2-tailed)
		Mean	Std. Deviation	Std. Error Mean	95% Confidence Interval of the Difference				
					Lower	Upper			
Pair 1	ABR - REPU	-,424368	,468487	3,82E-03	-,431862	-,416874	-110,996	15014	,000

**Ek 7: Melez Kâr Payı Dağıtım (t) Testi Değerleri**

**Paired Samples Correlations**

	N	Correlation	Sig.
Pair 1 ABR & REPUT	1456	,747	,000

**Paired Samples Statistics**

	Mean	N	Std. Deviation	Std. Error Mean
Pair 1 ABR	1,91E-04	1456	2,19620E-02	5,76E-04
1 REPUT	,47	1456	,50	1,31E-02

**Paired Samples Test**

	Paired Differences					t	df	Sig. (2-tailed)
	Mean	Std. Deviation	Std. Error Mean	95% Confidence Interval of the Difference				
				Lower	Upper			
Pair 1 ABR - REPUT	473023	,483265	,27E-02	497866	448179	-37,349	1455	,000

## KAYNAKLAR

### KİTAPLAR

- AKDOĞAN, Nâlan. Tekdüzen Muhasebe Sisteminde Maliyet Muhasebesi Uygulamaları, Gazi Kitabevi, 5. Baskı, Ankara 2000
- AKDOĞAN Nâlan, AYDIN Hamdi. **Muhasebe Teorileri**, Gazi üniversitesi Yayın no:98, 1988
- AKGÜÇ, Öztin. **Finansal Yönetim**, 7. baskı Avcıol Basım-Yayım 1998, İstanbul
- AKSOY, Ahmet. **İşletme Sermayesi Yönetimi**. Gazi Büro Kitabevi, Ankara1993
- AMBLING, Frederick. **Investments, An Introduction To Analysis and Management**. Prentice-Hall, New Jersey, 1970
- BAKIR, Pınar. **İşletmeler Açısından Temettü Politikası**, Met/Er Matbaası, İstanbul1976
- BEN-HORİM, Moshe. **Essentials of Corporate Finance**. Allyn and Bacon Inc. Boston, 1987
- BENLİGİRAY, Yılmaz. **Muhasebe Uygulamaları**, Anadolu Üniversitesi Yayınları no: 1438, Eskişehir 2003
- BERK, Niyazi. **Finansal Yönetim**, 7. Baskı, Türkmen Kitabevi, İstanbul 2003
- BLACK, B. Stanley; HIRT, A. Goffrey. **Foundation of Financial Management**, Irwin Inc. Homewood, Illinois, 1987

- BOLAK, Mehmet. **Sermaye Piyasası Menkul Kıymetler ve Portföy Analizi**, Beta Yayınları, 4. Baskı, İstanbul Mart 2001
- BREALEY Richard A,  
MYERS Stewart C. **Principles of Corporate Finance**, Mcgraw-Hill, New York 1991
- BREALEY A. Richard,  
MYERS C. Stewart; MARCUS J. Alan. **Fundamentals of Corporate Finance**, International Edition, Literatür Yayıncılık, İstanbul 1995
- BREALEY Richard A,  
STEWART, Myers C.,  
MARCUS, Alan J.: **İşletme Finansının Temelleri**. Birinci Basım, Çev.:Ünal BOZKURT, Türkan ARIKAN, Hatice DOGUKANLI, Literatür Yayın. İstanbul, Ekim 1997
- BRİGHAM, F. Eugene. **Fundamentals Of Financial Management**. 5. Baskı, The Dryden Pres, Chicago, 1989
- BRİGHAM, F. Eugene;  
GAPENSKİ, Louis C. **Financial Management, Theory and Practice**, 6. Baskı, The Dryden Pres, New York 1991
- BRİGHAM, F. Eugene;  
GAPENSKİ, C. Louis;  
EHRNARDT, C. Michael. **Financial Management Theory and Practice**, Ninth Edition, USA 1999
- BRİGHAM Eugene F. **Finansal Yönetimin Temelleri**, Ankara Üniversitesi Yayınları No: 213, İkinci Cilt, Çeviren: Özdemir AKMUT, Halil SARIASLAN
- BURSAL, Nasuhi; ERCAN, Yücel. **Maliyet Muhasebesi**, 3. Bası, Muhasebe Enstitüsü Yayın No: 58, İstanbul 1990
- BÜKER, Semih; AŞIKOĞLU, Rıza. **Finansal Yönetim**, Anadolu Üniversitesi Yayınları, Eskişehir 1990

- CAMPSEY, B. J.; BRİGHAM, Eugene F. **Introduction to Financial Management**. 2. Baskı, The Dryden Pres, New York, 1988
- CAMPSEY, B. J ; BRİGHAM, Eugene F. **Introduction to Financial Management**, The Dryden Pres, Rinehart, Winston 1991
- CAN Halil, TUNCER Doğan, AYDIN D. Yaşar. **Genel İşletmecilik Bilgileri**, 13. Baskı, Siyasal Kitabevi, Ankara 2002
- CEYLAN, Ali. **İşletmelerde Finansal Yönetim**, Ekin Kitabevi Yayınları, Bursa 2003
- CEYLAN, Ali;KORKMAZ,Turhan. **Sermaye Piyasası ve Menkul Değer Analizi**, Ekin Kitabevi, Bursa 2000
- CHAMBERS, Nurgül. **Firma Değerlemesi**, Avcıol Basım-Yayın, İstanbul 2005
- CURRAN, Ward S. **Principles of Corporate Finance**, Harcourt Brace, Jovanavish Inc. Florida 1988
- DICKERSON, Bodil; CAMPSEY, B. J. ; BRİGHAM, Eugene. **Introduction to Financial Management**, Fourth Edition, The Dryden Pres, Florida 1995
- DİNÇER Ömer, FİDAN Yahya. **İşletme Yönetimi**, Beta Basım- Yayım Dağıtım, İstanbul 1996
- ERCAN, Metin Kamil, ÜRETEN, Aykan. **Firma Değerinin Tespiti ve Yönetimi**. Gazi Kitapevi, Ankara, 2000
- ERCAN Metin Kamil, ÖZTÜRK M Başaran, DEMİRGÜNEŞ Kartal. **Değere Dayalı Yönetim ve Entelektüel Sermaye**, Gazi Kitabevi, Ankara Ekim 2003

- ERCAN Metin Kamil, BAN Ünsal. **Değere Dayalı İşletme Finansı Finansal Yönetim**, 2. Baskı, Gazi Kitabevi, Ağustos 2005
- ERDOĞAN, Muammer. **İşletme Finansmanı**, Dicle Üniversitesi Diyarbakır Meslek Yüksek Okulu Yayın No:2, Diyarbakır 1990
- ERTÜRK Mümin. **İşletme Biliminin Temel İlkeleri**, Genişletilmiş 3. Baskı, Beta Basım-Yayım-Dağıtım, İstanbul 1998
- GİTMAN, Lawrence, J. **Principles of Managerial Finance**, Sixth Edition, Harper Collins Publishers, New York 1991
- GİTMAN Lawrence. **Principles of Managerial Finance**, Tenth Edition, USA 2003
- GÖNENLİ, Atilla. **İşletmelerde Finansal Yönetim**, Yön Ajans, İşletme Fakültesi Yayın No: 250, İstanbul 1991
- KARAN, Mehmet Baha. **Yatırım Analizi ve Portföy Yönetimi**, Gazi Kitabevi, Ankara 2001
- KARAŞİN, Gültekin. **Sermaye Piyasası Analizleri**. Özkan Matbaacılık Sanayi, Ankara 1987
- KARSLI, Muharrem. **Sermaye Piyasası Borsa Menkul Kıymetler**, Kıral Matbaası, İstanbul, 1989
- KARYAĞDI, Nazmi. **Kâr Dağıtımı ve Vergilendirilmesi**, 2. Baskı, İstanbul 2002
- KEPEKÇİ, Celal. "Sermaye Piyasasının Gelişmesinde Muhasebenin Rolü", Anadolu Üniversitesi Yayınları No:6, Eskişehir 1983
- LEVY, Haim; SARNAT, Marshall. **Principles of Financial Management**, Prentice Hall, Englewood Cliffs, New Jersey, 1988

- MUCUK İsmet. **Modern İşletmecilik**, Gözden Geçirilmiş 15. Basım, Türkmen Kitabevi, İstanbul 2005
- PEKİNER, Kâmuran. **İşletme Denetimi**, İstanbul Üniversitesi İşletme Fakültesi Muhasebe Enstitüsü Yayın No:55, 5. Bası, İstanbul 1988
- PIKE, Richard; NEALE, Bill. **Corporate Finance and Investment**, Prentice- Hall Inc. Englewood Cliffs NewYork 1993
- PİNCHES, George E. **Essentials of Financial Management**, 4. Baskı, Harper Collins Publishers, Inc. New York, 1992
- RAO, Ramesh K S. **Financial Management, Concept and Application**, Macmillan Publishing Company, New York 1992
- ROMON, Frederic. "Contribution of dividend Policy Stability to Measurement of Dividend Announcement and ex-dividend Effects on the French Market", **Maitre de Conferences a l'I.A.E. de Valenciennes**, Universite de Valenciennes LARIME, Fransa, 1995
- ROSS, Stephan A;  
WESTERFIELD, Randolph W;  
JORDAN, Bradford D. **Essential of Corporate Finance**, Second Edition, Irwin McGraw-Hill, 1999, USA
- SARIKAMIŞ, Cevat. **Sermaye Pazarları**, Alfa Basım Yayım Dağıtım, İstanbul 1995
- SCHOLL, Lawrence, D.;;  
HALEY, Charles, W. **Introduction to Financial Management**, Fourth Edition, Mcgraw Hill Inc., 1986
- SEVİL Güven. **İşletme Finansmanı**, ETAM A. Ş. Web-Ofset Eskişehir 1994

- SHAPIRO, Alan C. **Modern Corporate Finance**, Macmillan Publishing Company, New York 1991
- ŞENYÜZ, Doğan. **Türk Vergi Sistemi**, Gözden Geçirilmiş 6. Baskı, Ezgi Kitabevi, Bursa 2000
- ŞİMŞEK Şerif. **İşletme Bilimlerine Giriş**, Yenilenmiş 9. Basım, Konya 2002
- TÜRKO, Metin: **Değerleme Açısından Kar Dağıtım Politikası**. Atatürk Üniversitesi Basımevi, Atatürk Üniversitesi Yayınları No: 630 Erzurum 1985
- TÜRKO, R. Metin. **Finansal Yönetim**, 2. Baskı, Alfa Yayınları Şubat 2002, İstanbul
- USTA, Öcal. **İşletme Finansı ve Finansal Yönetim**, Gözden Geçirilmiş 2. Baskı, Detay Yayıncılık, Ankara 2005
- VAN HORNE, James C. **Fundamentals of Financial Management**, Prentice Hall Inc. Englewood Cliffs, Nev Jersey, 1983
- VAN HORNE, James C. **Financial Management and Policy**, Twelfth Edition, Prentice Hall upper Saddle River, New Jersey, USA 2002
- WESTON, J. Fred;  
BRİGHAM, Eugene, F. **Managerial Finance**, British edition, 1978
- WESTON, J. Fred;  
EUGENE, F. Brigham. **Essential of Management Finance**, Ninth Edition 1990
- WESTON, Fred J;  
BRİNGHAM, Eugene F. **Essentials of Managerial Finance**, The Dryden Pres, Holt Rinehart and Winston, New York 1976



WESTON, J. Fred;  
COPELAND, Thomas, E.

**Managerial Finance**, The Dryden  
Pres, International Edition, New York,  
1992

WESTON, J. Fred,  
BRIGHAM, F. Eguene.:

**Essential of Managerial Finance.**  
Tenth Edition, Harcourt Brace  
Company International Edition,  
October 1992

YENER, M. Serhat.

**Türk Ticaret Kanunu ve İlgili  
Mevzuat**, Seçkin Yayınevi, Ankara  
2001

YÜKÇÜ, Süleyman ve diğerleri.

**Muhasebe Sistemi Uygulama Genel  
Tebliğine Göre; Finansal Yönetim**,  
Vizyon Yayınları, İzmir 1999

YÜKSEL, Ali Sait.

Par Bulma ve Yatırım, AR Basım-  
Yayın Dağıtım, İstanbul 1982

GUTHMAN G.Harry,  
DOUGALL E. Herbert.

**Corporate Financial Policy**,  
Englewood Cliffs, Prentice Hall 1962

## **MAKALELER**

- ADAOĞLU, Cahit. "Instability in the dividend policy of the Istanbul Stock Exchange(ISE) corporation: evidence from an emerging market", **Emerging Market Review**, Sayı: 1, 2000
- AIVAİZIAN, Varouj; BOOTH, Laurence; CLEARY, Sean. "Dividend Policy and the Organization of Capital Markets", **Journal of Multinational Financial Management**, Sayı: 13, 2003
- ALLİ, Kasim L.; KHAN, A. Quayyum ve RAMİREZ, Gabriel G. "Determinants of Corporate Dividend Policy: A Factoral Analysis", **The Financial Review**, VOI:28, No: 4, November 1993
- AUERBACH, Feldstein. "The Effects of Taxation on Savings and Risk Taking", **Handbook of Public Economics**, Vol:1, Amsterdam, Nort Holland 1985
- BAKER, H. Kent; VEİT, E. Theodore; POWELL, Gary, E. "Factors Influencing Dividend Policy Decisions of Nasdaq Firms", **The Financial Review**, Sayı: 38, 2001
- BALACHANDRAN, Balasingham. "Dividend Redustions and İnterim Effect: UK Evidence", **School of Accounting and Commercial Law** Victoria University of Wellington, New Zealand, 1998
- BARKER, C.Austin. "Evaluation of Stock Dividends", **Harward Business Review**, Temmuz-Ağustos, vol:39 1958
- BARTH, M.E.; W.H. BEAVER; J.R. HAND; W.R. LANDSMAN. "Accruals, Cash Flows and Equity Values", **Review of Accounting Studies**, Sayı: 4, 1999
- BLACK, Fischer. "The Dividend Puzzle", **Journal of Portfolio Management**, Sayı: 2, 1976
- BRAV, Alan; GRAHAM, John R; HARVEY, Campbell R. ve MİCHAELY, Roni. "Payout Policy in the 21 st Century", **National Bureau of Economic Research Working Paper**, No:9657,

- BRENNAN, Michael, J.;  
THAKOR, Anjan V. "Shareholder Preferences and Dividend Policy", **Journal of Finance**, Vol:XLV, No:4, September 1990
- BROWN, S.;WARNER, J. "Measuring Security Price Performance", **Journal of Financial Economics**, Vol:8, 1980
- BROWN, S.; WARNER, J. "Using Daily Stock Returns; The Case of Event Studies", **Journal of Financial Economics**, Vol:14, Issue:1, Marc 1985
- DEANGELO, Harry;  
DEANGELO, Linda;  
SKINNER, Douglas J. "Dividend and Loses", **The Journal of Finance**, Vol:XLVII, No:5, December 1992
- DHARAN, G. Bala. "The Association between Corporate Dividend and Current Cost Disclosures", **Journal of Business Finance and Accounting**, Yıl: 1998, Cilt: 1-5,Sayı: 2
- DOBSON, John;TAWARANGKON, W.;  
DUFRENE, Uric. "The Pricing of Dividend Consistency", **Journal of Economics and Finance**, Vol: 20, Sayı:2, 1996
- DOĞUKANLI, Hatice. "Temettü Politikasının Firma Değeri Üzerindeki Etkisi: Kazanca Dayalı Firma Değerlemesi Karşısında Temettüye Dayalı Firma Değerlemesi", **İşletme ve Finans Dergisi**, Sayı: 101-102, Ağustos-Eylül, 1994
- EADES, Kenneth M.; HESS, Patrick J.;  
KIM, E. Han. "Time Series Variation in Dividend Pricing", **Journal of Finance**, Vol:XLIX, No: 5, December 1994
- EDWARD, A. Dyl;  
HOFFMEISTER, Ronald. "A Note on Dividend Policy and Beta", **Journal of Business Finance and Accounting**, Cilt:13, Sayı: 1, 1986
- ELFAKHANI, Said; LUNG, Trevor. "The Effect of Split Announcements on Canadian Stocks", **Global Finance Journal** 14, 2003

- ERCAN, İbrahim. “Kurumlarda Kâr Dağıtımı ve Vergilendirilmesi”, **KAZANCI Dergisi**, Sayı:9, Mayıs 2005
- HANSEN, Robert,S.; KUMAR, Raman; SHAME,Dilip K. “ Dividend Policy and corporate Monitoring Evidence From the Regulated Electric Utulity İndustry”, **Journal of the Financial Management Association**, Cilt: 23, Sayı: 1, 1994
- JONG, Abe de; VAN DIJK, Ronald ; VELD, Chris. “The Dividend and Share Repurchase Policies of Canadian Firms: Empirical Evidence Based on a new Research Design”, **Center for Economic Research**, No: 2000-16, Kanada, Şubat 2000
- KAESTNER, Robert; LİU, Feng-Ying. “New Evidence on the Information Content of Dividend Announcements”, *The Quarterly Review of Economic and Finance*, Vol: 38, No: 2 1998
- KAMARA, Avraham; KOSKİ ,Jennifer Lynch. “Volatility, Autocorrelations and Trading Activity After Stock Splits”, **Journal of Financial Markets 4**, 2001
- KANE, Alex; LEE, Young Ki; MARCUS, Alan. “Earnings and Dividend Announcements: is There a Coroboration Effect?”, **The Journal of Finance**, Vol:39, Syayı:4, 1984
- KIZILOT, Şükrü. “TTK ve SPK Yönünden Anonim ve Limited Şirketlerde Kâr Dağıtımı”, **Yaklaşım Dergisi**, Yıl: 1, Sayı: 14, Nisan 1993
- LELAND, Hayne E., Corporate Dept Value, Bond Covenants and Optimal Capital Structure, *The Journal of Finance*, Vol:XLIX, No:4, September 1994
- MİLLER Metron;MODIGLIANI Franco. “Cost of Capital Corporation Finance and The Theory of İvestment”, **American Economic Review**, Vol:XLVIII, July 1958

- MILLER H. Merton;  
MODIGLIANI, Franco. "Dividend Policy, Growth, and the Valuation of Shares", **The Journal of Business**, Vol:34, Sayı:4, 1961
- MILLER, Merton; ROCK, Kevin. "Dividend Policy under Asymmetric Information", **Journal of Finance** cilt:11, sayı: 4, 1985
- OMRAN, Mohammed; POINTON, John. "Dividend Policy, Trading Characteristics and Share Prices: Empirical Evidence From Egyptian Firms", **International Journal of Theoretical and Applied Finance**, Cilt:7, Sayı:2, 2004
- RAJAN, Raghuram G.;  
ZINGALES, Luigi. "What do we know about capital structure? Some evidence international data", **Journal of Finance**, Vol:L, No:5, Aralık 1995
- SAYILGAN, Güven; GÜRDAL, Kadir. " Yatırım ve Yönetim Kararları Açısından Kâr Kavramındaki Değişim", **H.Ü. İ.İ.B.F Dergisi**, Cilt: 22, Sayı:1 2004
- SEVİĞ, Veysi. " Kâr Dağıtımı ve Vergilendirilmesi", **Dünya**, 03/05/2002 Cuma
- TEKER, Suat; EKİT, Ömer. "The performance of IPOS in İstanbul Stock Exchange in Year 2000", **Doğuş Üniversitesi Dergisi**, Sayı: 4, 2003
- TOPAKTAŞ, Sinan. " Ticari Kârdan Mali Kâra Geçiş", **Vergi Raporu**, Sayı:66, 2003
- WANG, Ko; ERICKSON, John;  
GAU, George, W. " Dividend policies and Dividend Announcement Effects for Real Estate Investment Trusts", **Journal of the American Real Estate and Urban Economics Association**, Cilt:21, Sayı:2, 1993
- ZAIĞ, Figen. "Firma Değeri Açısından Kâr ve Nakit Kavramı: İMKB'de Deneysel Bir İnceleme", **Muhasebe ve Denetim Bakış**, Eylül 2005

## **DİĞER YAYINLAR**

- ASLANOĞLU, Suphi. Temettü Politikasının Firma Değerine Etkisi ve İMKB'ye Kayıtlı Firmalar üzerine Bir İnceleme, Yüksek Lisans Tezi, Kırıkkale 1996
- ASLANLAR, İsmail. Firmaların Temettü Politikaları ve Finansal Yapıları Üzerindeki Etkileri, Türkiye Örneği (1986-1992), Yüksek Lisans Tezi, Konya 1995
- BELKAYALI, Nur. Temettü Dağıtım Şekillerinin Firma Değerine Etkisi ve İMKB 100 Endeksindeki Firmalar Üzerine Bir İnceleme, Yüksek Lisans Tezi, Ankara 2004
- DOĞAN, Fatma F. "Sermaye Şirketlerinde Kâr Dağıtımını ve Kâr Payının Vergilendirilmesi", Yüksek Lisans Tezi, İstanbul 2003
- ENHOŞ, Y. Bora. "Temettülerin Hisse Senedi Fiyatları Üzerine Etkisi ve İMKB' sında Bir Uygulama", Gazi Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Muhasebe-Finansman Bilim Dalı Master Tezi, Ankara 1991
- HACIŞABANOĞLU, Arzu. Temettü Politikaları, Marmara Üniversitesi Bankacılık ve Sigortacılık Enstitüsü Sermaye Piyasası ve Borsa Anabilim Dalı, Yüksek Lisans Tezi, İstanbul, 1998
- KARAAĞAÇ, Bülent. "Dividend Announcement Effect on the Value of the Firm", Master Tezi, Ankara, 1997
- KUTUKIZ, Doğan. Finansal Açından Anonim Şirketlerde Kâr Payı Dağıtım Politikası, Basılmamış Doktora Tezi, Malatya 1997

SEVİLENGÜL, Orhan.

Muhasebe Kuramı Açısından Türk  
Vergi Yasalarının İncelenmesi,  
Basılmamış Doktora Tezi, Ankara 1982

<http://www.baskent.edu.tr/gurayk/finpazsirketdegerleme.doc/03/11/2005>

<http://ekutup.dpt.gov.tr/kit/yazicik/ozelles2.doc/03/11/2005>

İstanbul Menkul Kıymetler Borsası, Sermaye Piyasası ve Borsa Temel Bilgiler  
Kılavuzu, İMKB Yayınları, 2003

Sermaye Piyasası Kanununun madde: 15

Türk Ticaret Kanunu Madde 329

[www.ataonline.com.tr/content/Yatirimci\\_okulu](http://www.ataonline.com.tr/content/Yatirimci_okulu)

[www.analiz.com/egitim/endeksler.html](http://www.analiz.com/egitim/endeksler.html)

[www.imkb.gov.tr](http://www.imkb.gov.tr)