

T.C.
İNÖNÜ ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLERİ ENSTİTÜSÜ



**KÂR PAYI DAĞITIM ORANLARININ
BORÇLANMA ARAÇLARI
ÜZERİNDE ETKİSİ**

DOKTORA TEZİ

DANIŞMAN
Prof. Dr. Recep KARABULUT

HAZIRLAYAN
Kudbeddin ŞEKER

MALATYA-2018

**“Bu çalışma İnönü Üniversitesi Bilimsel Araştırma Projeleri Koordinasyon
Birimince Desteklenmiştir. Proje Numarası: SDK-2018-1080.”**

KÂR PAYI DAĞITIM ORANLARININ BORÇLANMA ARAÇLARI ÜZERİNDE ETKİSİ

DOKTORA TEZİ

DANIŞMAN

HAZIRLAYAN

Prof. Dr. Recep KARABULUT

Kudbeddin ŞEKER

Jürimiz 13.09.2018 tarihinde yapılan savunma sınavı sonucunda bu doktora tezini (oybirliği) ile başarılı bulunarak İşletme Anabilim, Muhasebe-Finansman Bilim dalında doktora tezi olarak kabul edilmiştir.

Jüri Üyelerinin Unvan Ad Soyadı

1. Prof. Dr. Yücel AYRIÇAY (Başkan)
2. Prof. Dr. Recep KARABULUT (Danışman)
3. Doç. Dr. Osman ULUYOL
4. Doç. Dr. Ahmet UĞUR
5. Dr. Öğr. Üyesi M. Recep ARMUTLU

(Handwritten signatures of the jury members)

İnönü Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Yönetim Kurulunun tarih ve.....sayılı kararıyla bu tezin kabulü onaylanmıştır.

Prof. Dr. Mehmet KUTLUAT
Enstitü Müdürü



ONUR SÖZÜ SAYFASI

Prof. Dr. Recep KARABULUT'un danışmanlığında Doktora tezi olarak sunduğum **“KÂR PAYI DAĞITIM ORANLARININ BORÇLANMA ARAÇLARI ÜZERİNDE ETKİSİ”** başlıklı bu çalışmanın bilimsel ahlak ve geleneklere aykırı düşecek bir yardıma başvurmaksızın tarafımdan yazıldığını ve yararlandığım bütün yapıtların hem metin içinde hem de kaynakça yöntemine uygun biçimde gösterilenlerden oluştuğunu belirtir, bunu onurumla doğrularım.

Kudbeddin ŞEKER

BİLDİRİM SAYFASI

Hazırladığım “Kâr Payı Dağıtım Oranlarının Borçlanma Araçları Üzerinde Etkisi” başlıklı tezimin kâğıt ve elektronik kopyalarının İnönü Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü arşivlerinde aşağıda belirttiğim koşullarda saklanmasına izin verdiğimi onaylarım:

- Tezimin tamamı her yerden erişime açılabilir.
- Tezim sadece İnönü Üniversitesi yerleşkelerinden erişime açılabilir.
- Tezimin yıl süreyle erişime açılmasını istemiyorum. Bu sürenin sonunda uzatma için başvuruda bulunmadığım takdirde, tezimin/raporumun tamamı her yerden erişime açılabilir.

Kudbeddin ŞEKER

ÖZET

Firmalar ekonomik döngü içinde var olma, faaliyetlerini gerçekleştirme ve devamlılık için sermayeye ihtiyaç duyarlar. Firmaların sahip oldukları varlıkların kaynağını oluşturan sermayenin temini, sağlanacağı kaynaklar ve maliyeti büyük bir önem arz etmektedir. Gelişen sermaye piyasalarında oluşan yeni finansman kaynak edinme tercihleri, mevcut olan imkanlar ile kıyaslanıp alternatif sermaye maliyetini minimum seviyelere indirme fırsatı sunmaktadır. Firmalar sermaye yetersizliğini karşılamak, yatırımlarını finanse etmek, gelişmek ve büyümek için gerekli olan finansman ihtiyaçları için tahvil ihracına gidebilirler.

Bu çalışmanın amacı; BIST 100 Endeksinde yer alan firmaların 2012-2016 dönemi için yıllık verilerle panel veri analizi yöntemini kullanarak firmalar tarafından yapılacak kâr payı dağıtımlarının, tahvil ile borçlanıldığında oluşacak maliyetleri üzerinde nasıl bir etki oluşturacağıdır. Kâr payı dağıtım oranları ile tahvil ihraç maliyetleri arasında ilişki olup olmadığı, bu ilişkinin yönünün ve miktarının tespit edilmesi açısından literatüre katkı sağlanması hedeflenmiştir. Borçlanma araçları olarak özel sektör tahvilleri değerlendirmeye alınmıştır.

Ele aldığımız örnekte belirlenen 25 firma nezdinde kâr payı dağıtım oranlarının tahvillere ödenen yıllık faiz oranları üzerindeki etkisi araştırılmıştır. Bulgulara göre çalışma kapsamında belirlenen model anlamlı çıkmış, düşük düzeyde negatif bir etki olmakla beraber, kâr payı dağıtım oranları ile tahvillere ödenen yıllık faiz oranları arasında istatistiksel olarak anlamlı bir ilişki saptanmamıştır.

Anahtar Sözcükler:

Kâr Payı Dağıtım Oranı, Finansman Bonosu, Özel Sektör Tahvilleri

ABSTRACT

Firms need capital to exist in the economic cycle, to perform their activities and to maintain continuity. Obtaining capital used to finance assets of companies is very important for its future sources and their cost. New funding preferences in emerging capital markets offer opportunities to lower alternative capital costs to minimum levels by comparing to existing opportunities. Firms may go on to issue bonds for financing needs that are necessary to meet capital deficiency, finance their investments, develop and grow.

The aim of this study is how the dividend distribution of companies has an effect on costs when they prefer bond for credit by using the annual data panel analysis method for the period 2012-2016 of the BIST 100. It has been aimed to contribute to the relationship between the dividend distribution ratios and the bond issuance costs and to contribute to the literature in terms of determining the direction and amount of this relationship. The private sector debts are taken into consideration as debt instruments.

The effect of dividend distribution ratios on the annual interest rates paid to the debts is investigated in 25 companies determined in the sample we dealt with. According to the result of the study, the model determined within the scope of the study is meaningful whereas there is not a statistically significant relation between the profit share distribution ratios and the annual interest rates paid to private sector bond.

Key Words:

Divident Distribution Ratio, Commercial Papers, Private Sector Bond

ÖNSÖZ

Firma hisse senedi ihracı ile finansman ihtiyacını yerine getirdiğinde hissedarlara kâr payı dağıtır. Kâr payı dağıtımının yapılabilmesi için firmanın cari dönemde kâr elde etmiş olması ya da bir önceki dönemlerde dağıtılmayan kârların olması gerekmektedir. Firma, kâr payı dağıtım politikasını belirlerken uygun bir finanslama ve ortakların servetini maksimum edecek bir denge kurmak zorundadır. Öte yandan firma, finansman ihtiyacını tahvil ihracı ile karşılamak istediği durumda bunun karşılığında yatırımcılara anapara ve faiz ödeme yükümlülüğü altına girer.

Araştırmada; firma tarafından yapılacak kâr payı dağıtımlarının, tahvil ile borçlanıldığında oluşacak maliyetler üzerinde nasıl bir etki oluşturacağı ile kâr payı dağıtım oranları ile tahvil maliyetleri arasında ilişki olup olmadığı belirlenmeye çalışılmıştır.

BIST 100 Endeksinde de yer alan firmalardan 2012-2016 dönemlerinde tahvil ihraç eden firmalar belirlenmiştir. Belirlenen bu firmaların 2012-2016 dönemleri arası kâr payı dağıtım oranları ve yıllık bazda tahvil maliyetlerine ilişkin veriler, BIST 100 Endeksinde yer alan firmaların kendi internet sitelerinde yer alan yatırımcı ilişkileri bölümünden ve <https://www.kap.org.tr/tr> de firmaların bilanço ve gelir tablolarından elde edilmiştir.

Çalışmada istatistiki metot olarak panel veri analizi kullanılmıştır. Oluşturulan doğrusal regresyon denkleminin anlamlı sonuçlar vermesi için, modelin taşıması gereken özellikler panel birim kök testi, otokorelasyon, değişen varyans, yatay kesit bağımlılık ve hausman testleri ile kontrol edilmiştir.

Çalışma sırasında karşılaşılan en önemli güçlüklerden biri, ülkemizde tahvil ihraç eden firma sayısının az olması, konu ile ilgili araştırmanın olmamasıdır. Çalışmada karşılaşılan bir diğer güçlük ise belirlenen firmaların tüm dönemlerde tahvil ihraç etmemesi, bazı dönemlerde zarar olması ve bazı dönemlerde kâr elde edilmesine rağmen kâr paylarının dağıtılmamasıdır.

TEŞEKKÜR

Bu çalışma İnönü Üniversitesi Bilimsel Araştırma Projeleri Koordinasyon Birimince Desteklenmiştir. Proje Numarası: SDK-2018-1080.

Bu tezin gerçekleştirilmesini destekleyen İnönü Üniversitesi Rektörlüğüne ve İnönü Üniversitesi Bilimsel Araştırmalar Projeleri Koordinasyon Birimine teşekkür ederim.

Doktora çalışmam süresince ve akademik kariyerimin her aşamasında bana yardımcı olan değerli danışman hocam sayın Prof. Dr. Recep KARABULUT'a, değerli görüş ve önerilerini esirgemeyen ve uygulama aşamasında çalışmaya yön veren hocam sayın Doç. Dr. Ahmet UĞUR'a ve jüriye katılan değerli hocam sayın Dr. Öğr. Üyesi M. Recep ARMUTLU'ya çok teşekkür ederim.

Ayrıca, çalışmalarım sırasında desteklerini esirgemeyen değerli eşim Zeynep ve moral kaynağım sevgili kızlarım Tuğba Hazal ve Kübra'ya teşekkürlerimi sunarım.

Kudbeddin ŞEKER

İÇİNDEKİLER

KABUL VE ONAY SAYFASI.....	I
ONUR SÖZÜ SAYFASI.....	II
BİLDİRİM SAYFASI.....	III
ÖZET.....	IV
ABSTRACT.....	V
ÖNSÖZ.....	VI
TEŞEKKÜR.....	VII
İÇİNDEKİLER.....	XIII
KISALTMALAR LİSTESİ.....	XIV
ŞEKİLLER LİSTESİ.....	XVI
TABLolar LİSTESİ.....	XVII
GRAFİKLER LİSTESİ.....	XVIII
GİRİŞ.....	1
BİRİNCİ BÖLÜM.....	4
1. KÂR PAYI DAĞITIM POLİTİKALARI.....	4
1.1. Kâr Payı ve Kâr Payı Dağıtım Kavramları.....	5
1.2. Kâr Payı Dağıtım Politikalarına Yönelik Teoriler.....	7
1.2.1. Kâr Payı İlişkizlik Teorisi.....	7
1.2.2. Eldeki Kuş Teorisi.....	9
1.2.3. Vergi Farklılığı Teorisi.....	10
1.2.4. Asimetrik Bilgi ve Sinyalizasyon Teorisi.....	10
1.2.5. Aktarma Teorisi.....	11
1.2.6. Davranışsal Finans Teorisi.....	12

1.2.7. Temsil Maliyetleri ve Serbest Nakit Akışları Teorisi.....	12
1.2.8. Yaşam Döngüsü Teorisi.....	13
1.2.9. Artık Kâr Payı Dağıtım Teorisi.....	14
1.2.10. Müşteri Etkisi Teorisi.....	14
1.2.11. Walter Formülü.....	15
1.3. Kâr Payı Dağıtım Politikaları.....	16
1.3.1. Sabit Miktarda Kâr Payı Dağıtım Politikası.....	17
1.3.2. Sabit Oranda Kâr Payı Dağıtım Politikası.....	17
1.3.3. Sabit Miktarda Kâr Payı Dağıtım ve Eklemeler.....	18
1.3.4. Her Yıl Artan Oranlarda Kâr Payı Dağıtım Politikası.....	18
1.3.5. Artık Kâr Payı Dağıtım Politikası.....	18
1.4. Kâr Payı Dağıtım Şekilleri.....	19
1.4.1. Nakit Olarak Kâr Payı Dağıtım.....	20
1.4.2. Hisse Senedi Şeklinde Kâr Payı Dağıtım.....	21
1.4.3. Hisse Senedi Geri Alımı İle Kâr Payı Dağıtım.....	22
1.4.4. Hisse Senedinin Bölünmesi İle Kâr Payı Dağıtım.....	23
1.4.5. Tasfiyeden Kâr Payı.....	23
1.4.6. Aynı Olarak Kâr Payı Ödenmesi.....	23
1.5. Kâr Payı Dağıtım Politikasını Belirleyen Faktörler.....	24
1.5.1. Firmanın Likidite Durumu.....	24
1.5.2. Yasal Kurallar.....	25
1.5.3. Faaliyet Riski.....	25
1.5.4. Sahiplik ve Kontrol Yapısı.....	26
1.5.5. Borçların Ödenmesi ve Yeni Yatırım Planları.....	26
1.5.6. Vergi Faktörü.....	27

1.5.7. Kârların İstikrarı.....	28
1.5.8. Enflasyon.....	29
1.5.9. Firma Büyüklüğü.....	29
1.5.10. Kaldıraç.....	29
1.5.11. Kredi Sözleşmelerinde Yer Alan Hükümler.....	30
1.6. Kâr Payı Dağıtımı İle İlgili Yasal Mevzuat.....	30
İKİNCİ BÖLÜM.....	34
2. SERMAYE MALİYETİ VE SERMAYE YAPISI.....	34
2.1. Sermaye Maliyeti.....	34
2.1.1. Öz Sermaye Maliyeti.....	36
2.1.1.1. İmtiyazlı Hisse Senedinin Maliyeti.....	37
2.1.1.2. Adi Hisse Senedinin Maliyeti.....	38
2.1.1.3. Dağıtılmayan Kârların Maliyeti.....	39
2.1.1.4. Yeni Hisse Senedi İhracının Maliyeti.....	39
2.1.2. Borçlanma Maliyeti.....	40
2.1.3. Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti.....	41
2.2. Sermaye Yapısı.....	42
2.2.1. Sermaye Yapısı İle İlgili Yaklaşımlar.....	43
2.2.1.1. Net Gelir Yaklaşımı.....	44
2.2.1.2. Net Faaliyet Geliri Yaklaşımı.....	46
2.2.1.3. Geleneksel Yaklaşım.....	48
2.2.1.4. Modigliani-Miller Yaklaşımı.....	49
ÜÇÜNCÜ BÖLÜM.....	51
3. BORÇLANMA ARAÇLARI.....	51
3.1. Kısa ve Orta Vadeli Borçlanma Araçları.....	51

3.1.1. Kısa Vadeli Banka Kredileri.....	53
3.1.2. Finansman Bonosu.....	55
3.1.3. Finansal Kiralama.....	58
3.1.3.1. Finansal Kiralama Tanımı.....	59
3.1.3.1.1. Finansal Kiralamanın Tarihsel Gelişimi.....	60
3.1.3.1.2. Türkiye’ de Finansal Kiralama.....	61
3.1.3.2. Finansal Kiralama Avantajları.....	62
3.1.3.2.1. Kiracı Tarafından Avantajları.....	62
3.1.3.2.2. Kiralayan Tarafından Avantajları.....	63
3.1.3.2.3. Ülke Ekonomisine Avantajları.....	63
3.1.3.3. Finansal Kiralama Dezavantajları.....	64
3.2. Uzun Vadeli Borçlanma Araçları.....	64
3.2.1. Uzun Vadeli Borçlanma Araçlarının Değerlendirilmesi.....	67
3.2.1.1. Uzun Vadeli Borçlanma Araçlarının Üstünlükleri.....	67
3.2.1.2. Uzun Vadeli Borçlanma Araçlarının Sakıncaları.....	68
3.2.2. Uzun Vadeli Banka Kredileri.....	68
3.2.3. Özel Sektör Tahvilleri.....	69
3.2.3.1. Tahvilin Kapsamı.....	69
3.2.3.2. Tahvil ve Hisse Senedi ile Finansmanın Farklılıkları.....	73
3.2.3.2.1. Vade Farklılığı Açısından.....	75
3.2.3.2.2. Gelir Üzerindeki Haklar Açısından.....	76
3.2.3.2.3. Varlıklar Üzerindeki Haklar Açısından.....	76
3.2.3.2.4. Yönetimde Söz Sahibi Olma Açısından.....	77
3.2.3.3. Tahvil Çeşitleri ve Özellikleri.....	77
3.2.3.3.1. Kamu- Özel Sektör Tahvilleri.....	78

3.2.3.3.2. Kuponlu Tahviller- Kuponsuz Tahviller.....	78
3.2.3.3.3. Teminatlı ve Teminatsız Tahviller.....	79
3.2.3.3.4. Sabit Faizli ve Değişken Faizli Tahvil.....	80
3.2.3.3.5. Çağrılabilir Tahviller.....	81
3.2.3.3.6. Endeksli Tahviller.....	82
3.2.3.3.7. Erken İtfa Edilebilir Tahviller.....	82
3.2.3.3.8. Paya Dönüştürülebilir Tahviller (PDT).....	82
3.2.3.3.9. Değiştirilebilir Tahvil (DET).....	84
3.2.3.3.10. Kâra Katılnmalı Tahviller.....	85
3.2.3.3.11. İkramiyeli Tahviller.....	86
3.2.3.3.12. Primli Tahviller.....	86
3.2.3.4. Tahvillerde Değerleme.....	87
3.2.3.4.1. Tahvilde Değer Kavramı.....	88
3.2.3.4.2. Tahvilin Bugünkü Değeri.....	91
3.2.3.4.3. Tahvil Getirisi Oranı (Yield to Maturity).....	95
3.2.3.4.4. Tahvil Değeri ile Faiz Oranı Arasındaki İlişki	97
3.2.3.5. Tahvillerde Derecelendirme.....	100
3.2.3.6. Tahvilde Süre (Duration).....	103
DÖRDÜNCÜ BÖLÜM.....	106
4. KÂR PAYI DAĞITIM ORANLARININ BORÇLANMA ARAÇLARI ÜZERİNDE ETKİSİNE İLİŞKİN ARAŞTIRMA.....	106
4.1. Kâr Payı Dağıtım Politikaları ve Borçlanma Araçlarına İlişkin Literatür Taraması.....	106
4.1.1. Uluslararası Literatür Taraması.....	104
4.1.2. Ulusal Literatür Taraması.....	111
4.2. Amacı, Kapsamı ve Kısıtları.....	114

4.3. Kullanılan Ekonometrik Yöntem.....	114
4.3.1. Panel Veri Analizi.....	115
4.3.2. Statik Panel Veri Modeller.....	119
4.3.2.1. Havuzlanmış Modeller (Pooled Ordinary Least Square).120	
4.3.2.2. Rassal Etkiler Modeli (Random Effects Model).....121	
4.3.2.3. Sabit Etkiler Modeli (Fixed Effects Model).....122	
4.3.3. Birim Kök Testleri.....	123
4.3.4. Hausman Testi.....	126
4.3.5. Lagrange Çarpanı (Lagrange Multiplier, LM) Testi.....	127
4.4. Veri, Model ve Hipotez.....	128
4.5. Tanımlayıcı İstatistikler.....	129
4.6. Panel Veri Analiz Sonuçları	131
GENEL DEĞERLENDİRME VE SONUÇ.....	138
KAYNAKÇA.....	142

KISALTMALAR LİSTESİ

ABD	: Amerika Birleşik Devletleri
AOSM	: Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti
BİST	: Borsa İstanbul
DET	: Değiştirilebilir Tahvil
FVFM	: Finansal Varlıkları Fiyatlandırma Modeli
GEKK	: Rassal Etkiler Tahmincisi
GİT	: Sabit Etkiler Tahmincisi
GL	: Gordon ve Linther
GSE	: Gana Menkul Kıymetler Borsası
IFC	: Uluslararası Finansman Kurumu
İMKB	: İstanbul Menkul Kıymetler Borsası
KOBİ	: Küçük ve Orta Ölçekli İşletmeler
KPDO	: Kâr Payı Dağıtım Oranı
LM	: Lagrange Çarpanı
MM	: Miller ve Modigliani
Moody's	: Moody's Investors Service
ÖST	: Özel Sektör Tahvili
PDDD	: Piyasa Değeri / Defter Değeri
PDT	: Paya Dönüştürülebilir Tahvil
ROFO	: Hazine Bonosu Faizi
SPK	: Sermaye Piyasası Kurulu
S&P	: Standard And Poor's
TODAİE	: Türkiye ve Orta Doğu Amme İdaresi Enstitüsü
TÖYFO	: Tahvillere Ödenen Yıllık Faiz Oranları

- TTK** : Türk Ticaret Kanunu
TSE : Tunus Menkul Kıymetler Borsası
YTTK : Yeni Türk Ticaret Kanunu
ss. : Sayfa Sayısı
vd. : Ve Diğerleri



ŞEKİLLER LİSTESİ

Şekil 1.1:	Modigliani- Miller Modeli.....	8
Şekil 1.2:	Gordon ve Linther Modeli.....	10
Şekil 2.1:	Net Gelir Yaklaşımı.....	45
Şekil 2.2:	Net Faaliyet Geliri Yaklaşımı.....	47
Şekil 2.3:	Geleneksel Yaklaşım.....	48
Şekil 3.1:	Tahvil Değeri - Pazar Faizi.....	90
Şekil 3.2:	Tahvil Değeri ile Faiz Oranı Arasındaki İlişki.....	98

TABLolar LİSTESİ

Tablo 1.1:	Halka Açık ve Halka Kapalı Olan Anonim Şirketlerde Kâr Dağıtımını İle İlgili Mevzuatının Karşılaştırılması.....	31
Tablo 3.1:	Özel Sektör Tahvil Stokları.....	72
Tablo 3.2:	Menkul Kıymet Stokları.....	73
Tablo 3.3:	10 –Yıl Vadeli Tahvilin Değeri (Nominal Değer: 1.000 TL).....	90
Tablo 3.4:	Tahvil Alım – Satım Kararı.....	96
Tablo 3.5:	Kredi Derecelendirme Tablosu.....	102
Tablo 3.6:	Derecelendirme Faaliyetiyle Yetkili Kuruluşlar.....	103
Tablo 4.1:	Analizde Kullanılan Değişkenler ve Kaynakları	129
Tablo 4.2:	Analizde Yer Alan Firmalara Ait Tanımlayıcı İstatistikler	130
Tablo 4.3:	Değişkenlere Ait Tanımlayıcı İstatistikler	131
Tablo 4.4:	Levin, Lin&Chu Panel Birim Kök Test Sonuçları.....	132
Tablo 4.5:	Breusch-Godfrey Serial Correlation LM Test Sonuçları	133
Tablo 4.6:	Heteroskedasite (Değişen Varyans)Testi Sonuçları.....	133
Tablo 4.7:	Peseran CD_{LM} Test Sonuçları.....	134
Tablo 4.8:	Hausman Testi Sonuçları.....	135
Tablo 4.9:	Panel Veri Analizi Sabit Etkili Modelin Tahmin Sonuçları.....	136
Tablo 4.10:	Panel Veri Analizi Rassal Etkili Modelin Tahmin Sonuçları	136
Tablo 4.11:	Panel Veri Analizi Kesite Bağlı Rassal, Zamana Bağlı Sabit Etkili Modelin Tahmin Sonuçları	137

GRAFİKLER LİSTESİ

- Grafik 3.1:** Özel Sektör Menkul Kıymet Stokları.....74
- Grafik 3.2:** Kamu Kesimi Menkul Kıymet Stokları.....74
- Grafik 3.3:** Özel Sektör ve Kamu Kesimi Menkul Kıymet Stokları Toplamı.....74



GİRİŞ

Firmalar ekonomik döngü içinde var olma, faaliyetlerini gerçekleştirme ve devamlılık için sermayeye ihtiyaç duyarlar. Firmaların sahip oldukları varlıkların kaynağını oluşturan sermayenin temini, sağlanacağı kaynaklar ve maliyeti büyük bir önem arz etmektedir. Gelişen sermaye piyasalarında oluşan yeni finansman kaynak edinme tercihleri, mevcut olan imkânlar ile kıyaslanıp alternatif sermaye maliyetini minimum seviyelere indirme fırsatı sunmaktadır.

Sermaye yetersizliğini karşılamak, yatırımları finanse etmek, gelişmek ve büyümek için firmalar, öz sermaye ve yabancı kaynakları kullanırlar. Yabancı kaynak kullanımı firmaya faiz, kur farkı ve benzeri giderler olarak maliyetlenir. Yabancı kaynak kullanımı değişik şekillerde olabilir. Banka kredileri ile uzun ve kısa vadeli borçlanılabilir. Firmalar kısa vadeli krediler için finansman bonusu, uzun vadeli krediler için tahvil ihracına gidebilirler. Firmalar için çok çeşitli olabilecek borçlanma araçları içinde uzun vadeli borçlanma aracı olarak özel sektör tahvili çalışmamızın konusunu oluşturacaktır.

Firmalar faaliyetlerine, varlıkların niteliğine, sermayenin özelliğine ve finansal düzenlemelere uygun bir sermaye yapısı oluşturur. Optimal sermaye yapısının belirlenmesinde özkaynak - yabancı kaynak dengesinin yanı sıra kaynakların vade yapısına da dikkat edilmelidir. Firma faaliyetleri için gereksinim duyacağı fonları çeşitli şekillerde temin edebilir. Uzun ve kısa vadeli banka kredisi, ticari krediler, finansal kiralama, finansman bonusu, menkul veya gayrimenkul satışı, hisse senedi veya tahvil gibi menkul kıymetleri ihraç ederek ihtiyaç duydukları fonları temin edebilirler. Yatırım fırsatlarını değerlendirip elde edeceği kârları ortaklara ve yatırımcılara dağıtmak isteyen firmalar sermaye gereksinimi olarak tahvil ve hisse senedi gibi finansman kaynaklarına ihtiyaç duyarlar (Güngör ve Yerdelen Kaygın, 2015: 151).

Küçük ve kısa süreli birikimleri büyük ve uzun süreli yatırımlara dönüştürmek sermaye piyasası tarafından sağlanan en önemli işlevlerden bir tanesidir. Küçük birikimlerin tahvillere yatırılması firmaların bundan uzun süreli yararlanmasına olanak sağlamaktadır. Ülkelerin gelişmişlikleri ile sermaye piyasasının gelişmişliği arasında doğrudan bir ilişki bulunmaktadır. Sermaye piyasası firmaların uzun vadeli yatırımlarının finansmanını sağlayan ve bu işlemlerle ilgili temel kural ve kaideleri

belirleyen temel bir piyasadır. Firmalar yatırımlarını özsermaye ve uzun vadeli yabancı kaynak ile yapmaları gerektiğinden; firma yeni özsermayeye ihtiyaç duyduğunda hisse senedi ihraç edecek, uzun vadeli yabancı kaynağa ihtiyaç duyduğunda da sermaye piyasasından tahvil ihracı yolu ile kaynak temini yoluna gidecektir.

Firmaların sermaye yapısı kararlarını açıklamaya yönelik net gelir yaklaşımı, net faaliyet geliri yaklaşımı, geleneksel yaklaşım ve Modigliani-Miller yaklaşımı esas alınarak, finansal hiyerarşi teorisi ve denge teorisi gibi güncel yaklaşımlar ve teoriler geliştirilmiştir. Bu yaklaşım ve teorilerden hangisinin sermaye yapısı kararlarını tam anlamıyla açıkladığı konusunda ortak bir düşünceye ulaşılamamıştır. Bunun nedeni ise, sermaye yapısı kararlarının ülkelere, sektörlere, zamana ve firmaların özelliklerine göre değişiklik gösteriyor olmasıdır.

Firmalar yapmış oldukları faaliyetler sonucunda dönem sonunda kâr veya zarar elde ederler. Kâr elde edilmesi durumunda, kârlar dağıtılır veya oto finansman olarak firmalarda alıkonulur. Bu çalışmada kârların dağıtılması sürecinde, kâr payı dağıtım oranlarının, borç kullanım maliyeti üzerinde etkisinin olup olmadığı incelenecektir. Borcun yabancı kaynak olarak işletme dışından sağlanması ve işletmeye çeşitli yükümlülükler getirmesi dolayısı ile bir risk taşıdığı söylenebilir. Kâr payı dağıtım oranları ile borçlanma risk ve maliyeti arasındaki ilişkinin bilinmesi durumunda, firmalar tarafından kârların dağıtımı esnasında, kâr payı dağıtım politikaları ve kâr payı dağıtım oranları firma beklentilerine göre yeniden düzenlenebilir.

İmalat sanayii ve madencilik faaliyetleri ile ham petrol, doğal gaz ve elektrik üretimi faaliyetlerinde bulunan firmalar, yatırımlarının finansmanı için daha çok uzun vadeli borçlanma kaynaklarına ihtiyaç duyarlar. Bu tür firmalarda mal üretimi uzun bir süreçten sonra gerçekleşir. Üretim aşamasına geçip, malların pazarlanması ve firmaların kâra geçip, kâr paylarını dağıtmaları zaman alır. Ancak ilk kuruluş dönemlerinde yapılan yatırımlardan dolayı ortaya çıkan sermaye gereksiniminin karşılanması için tahvil ihracı yoluna giden firmalar için, tahvil ihraç maliyetlerinin kârlılık durumuna göre değişip değişmediğinin belirlenmesi gerekmektedir.

Çalışmamızın önemi; kâr payı dağıtım oranlarının tahvil ihracı ile borçlanmanın oluşturacağı faiz, kur farkı ve benzeri giderler üzerinde nasıl bir etki yaratacağını ortaya çıkarmaktır. Firmalar tarafından yapılacak kâr payı dağıtım oranlarının tahvil ihracı ile olan borçlanma üzerinde düşük seviyede negatif yönde bir etki beklenmektedir. Bu da

özel sektör tahvil ihraçlarının günümüz piyasalarında henüz tam olarak istenilen düzeyde bir arz talep dengesinin oluşmamasından kaynaklandığı düşünülmektedir.

“Kâr Payı Dağıtım Oranlarının Borçlanma Araçları Üzerinde Etkisi” adlı bu doktora tez araştırması dört bölümden meydana gelmektedir. Bu bölümlerde kendi içinde alt kısımlara ayrılmaktadır.

Araştırmanın birinci bölümünde “Kâr Payı Dağıtım Politikaları” ana başlığı altında kâr payı ve kâr payı dağıtım kavramları açıklanmış, kâr payı dağıtım politikalarına yönelik teoriler belirtilmiştir. Kâr paylarının dağıtılması ile ilgili olarak kâr payı dağıtım politikaları açıklanmış, kâr paylarının dağıtım şekilleri, kâr payı dağıtım politikasını belirleyen faktörler ve kâr payı dağıtım ile ilgili yasal mevzuat açıklanmıştır.

Araştırmanın ikinci bölümünde “Sermaye Maliyeti ve Sermaye Yapısı” ana başlığı altında firmalarda sermaye maliyetinin nasıl belirlendiği ve sermaye yapısı ile ilgili yaklaşımlar açıklanmıştır.

Araştırmanın üçüncü bölümünde “Borçlanma Araçları” ana başlığı altında birinci kısımda kısa ve orta vadeli borçlanma araçları olarak, kısa vadeli banka kredileri, finansman bonusu ve finansal kiralama kavramları açıklanmış ve bu kavramlar ile ilgili genel bilgiler verilmiştir. İkinci kısımda ise uzun vadeli borçlanma araçları olarak, uzun vadeli banka kredileri ve özel sektör tahvilleri konusu işlenmiş, özel sektör tahvillerinin kapsamı, çeşitleri, özellikleri, değerlendirme, derecelendirme ve tahvilde süre konuları açıklanmıştır.

Araştırmanın dördüncü ve son bölümünde yapılan araştırmanın kapsamı ve kısıtları ile metodolojisi açıklanmış, araştırmada kullanılan istatistikî yöntemler belirlendikten sonra araştırmanın modeli kurulmuş ve araştırmanın hipotezleri oluşturulmuştur. Uluslararası ve ulusal literatür taramasına bu bölümde yer verilmiştir. Araştırma verilerin analizi yapıldıktan sonra genel değerlendirme ve sonuç ile sonlandırılmıştır.

BİRİNCİ BÖLÜM

KÂR PAYI DAĞITIM POLİTİKALARI

1. KÂR PAYI DAĞITIM POLİTİKALARI

Kâr payı dağıtım politikaları; belirli bir dönemde firmalar tarafından elde edilen kârların dağıtılıp dağıtılmayacağını, dağılacaksa hangi miktarda hissedarlara dağıtılacağını, dağıtılmayan kısmın firmaların finansman ihtiyaçları için kullanılması ile ilgili politikaları kapsar. Firmalar yatırım kararı verirken gerekli olan kaynakların öz kaynaklarla ilgili olan tutarı genellikle kârın dağıtılmayan kısmından oluşur. Bu sebeple dönem kârının dağıtılıp dağıtılmaması firmaların finansman politikası açısından çok önemlidir. Firma yöneticileri bir taraftan elde edilen kârı belirli miktarlarda dağıtarak ortaklarını düşünmek zorunda kalırken, diğer taraftan ise firma ihtiyaçları için kârın belli bir kısmının ve ya hepsinin firmada kalmasıyla karşı karşıya kalmıştır. Birbirine ters bu iki kavram için firma yöneticileri optimum kâr dağıtım politikası benimsemelidir.

Firmalar kâr dağıtım kararlarını, alternatif yatırım kararlarında elde edecekleri kâra göre karar verirler. Eğer alternatif yatırımların kârlılığı diğer yatırım araçların kârlılığından yüksek ise kârlar dağıtılmayarak firmada alıkonulur, ilerde yapılacak kârlı yatırımların finansmanında kullanılır. Alternatif yatırımların kârlılığı diğer yatırım araçların kârlılığından düşük ise kârların dağıtılması firmanın değerini yükseltecektir (Saban ve Köse, 2002: 145-146).

Hangi kâr payı dağıtım politikasının doğru olacağını ifade etmek basit bir şekilde mümkün olmayabilir. Bu yüzden kâr payı dağıtım politikası ile ilgili kesin bir model kurup geliştirmek mümkün değildir. Dolayısıyla finans yöneticileri kendi firmalarının kâr payı dağıtım politikasını belirlerken birçok faktörü göz önünde bulundurmaları gerekmektedir. Optimal kâr payı dağıtım politikası şimdiki kârlar ile gelecekteki büyüme arasındaki dengeyi sağlayarak firma değerini (hisse senedi fiyatlarını) maksimize etmektedir. Firmalar için uygun yatırım fırsatları, alternatif fon kaynakları, hissedarların gelecekte elde edilecek gelirlere karşın cari dönemde gelir elde tercihleri kâr payı dağıtım politikalarını etkiler (Weston vd., 1996: 17-1, 17-2).

1.1. Kâr Payı ve Kâr Payı Dağıtım Kavramları

Kâr, firmaların satış gelirleri ve diğer gelirleriyle maliyet ve giderleri arasındaki pozitif farktır. Başka bir ifade ile dönem sonundaki öz sermayesi toplamı ile dönem başındaki öz sermayesi toplamı arasındaki olumlu farktır (Usta, 2008: 21).

Firma belli bir hesap dönemi sonunda kârı elde ettikten sonra ve bu kârı dağıtmaya karar vermişse, bu kârın kaynağı satışlardan elde edilen kâr, önceki yıllardan dağıtılmayan kârlar, yedekler ve diğer ilgi fonlardan meydana gelmektedir (Örten, 2001: 1).

Ticari firmaların kuruluş amacı şüphesiz ki belirli faaliyetler sonucunda kâr elde etmektir. Kâr elde etmek, hem firma sahiplerinin hem de firmaya ortak olan ya da olmayı düşünenler için belirleyici bir unsurdur. Ancak bu durum, sadece bir başarı göstergesi olarak değil, aynı zamanda firmanın sürekliliğini sağlayacak temel bir etmendir.

Kâr, sözlük anlamı itibariyle alışveriş işlerinin sağladığı para kazancı olarak tanımlanmaktadır. Kazanç ise satılan bir mal ya da harcanan bir emek karşılığında elde edilen paradır. Kâr kavramı muhasebe ilkelerine göre ise bir hesap dönemi içerisindeki net satışlar ile diğer gelirler toplamından, söz konusu satışlara ait giderler ve diğer giderlerin çıkarılması sonucu elde edilen müspet farktır.

Ticari kâr, genel kabul görmüş muhasebe ilke ve standartları uyarınca tutulan bir muhasebe sisteminde dönem sonunda ortaya çıkan kârdır. Buna göre ticari kâr yani dönem kârı, belirli bir dönem içerisinde üretime katılan faktörlerden bu üretim için katlanılan giderlerin çıkarılması ile bulunur.

Devlet kâr üzerinden pay alan bir tüzel kişidir. Devlet bu kârını vergi adı altında dolaylı ve dolaysız şekilde elde eder. Kurumlar vergisi mükellefi olarak sermaye şirketleri, vergi kanunlarını da dikkate alarak kârlarını hesaplarlar. Buna göre mali kar, vergiler ödendikten sonra kalan kârdır. Bu kâr, direkt olarak ticari kâra bazı eklemeler ya da ticari kârdan bazı istisnalar düşülerek hesaplanabilir.

Bu hesaplamayı formüle etmek gerekirse;

“MALİ KÂR = (Dönem Kârı + Kanunen Kabul Edilmeyen Giderler – Vergiden Muaf Gelirler ve İndirimler)” şeklinde gösterilebilir.

Kâr payı kavramı ilk olarak Sermaye Piyasası Kurulu'nun Dergi: 4, 27 No'lu tebliğinde tanımlanmıştır. Buna göre kâr payı, anonim şirket ortaklarına ve kâra katılan diğer kişilere (yönetim kurulu üyeleri, işçiler, intifa senedi sahipleri vd.) dağıtılacak kârdan bunların her birine düşen payı ifade etmektedir (Sandıkcı, Selçuk Üniversitesi, 2014: 7-10).

Kâr payı bir firmanın ortaklarına sahip oldukları hisse oranında dağıtılan geçmiş veya cari kârlar olarak tanımlanır. Diğer bir ifadeyle kâr payı firmaların bir yıllık faaliyet dönemleri sonucunda yasal karşılıklar ayrıldıktan sonra elde ettikleri net dönem kârı üzerinden dağıttıkları ve hissedarların işletmede sermayelerinin bulunması karşılığında elde ettikleri doğrudan getiridir. Anonim ortaklıklarda dağıtılacak olan net kârdan ortakların yararlanma hakkıdır.

Kâr payı dağıtım politikası da elde edilen kârın hangi oranda sermaye sahiplerine kâr payı olarak dağıtılacağı ve hangi oranda firmada bırakılacağı karardır. Ortaklar açısından ise hisse senetlerinin piyasa fiyatlarının maksimum olabilmesi için kâr payı dağıtım politikası önemli bir araçtır.

Modern ticari firmaların doğuşundan itibaren yöneticiler tarafından ilgi duyulan kâr payı politikası konusu, 21. yüzyılın ortasından beri finansçıların dikkatini çekmiş ve firmaların kâr payı dağıtım davranışını açıklamak için birçok model ve teoriler formüle edilmiştir.

Firmalarda gelecek dönemlerde izlenecek kâr payı dağıtım oranını belirleyerek, bu oranı firmanın piyasa değerini maksimize edecek şekilde belirlemek, elde edilen kârın hissedarlara dağıtılması veya yatırımlar için firmada alıkonulması kararları kâr payı dağıtım politikasının özünü meydana getirmektedir. Yatırımcılar düzenli kâr payı dağıtan bir firmayı, düzensiz kâr payı dağıtan firmalara göre daha risksiz ve güvenilir bulur. Bu nedenle kâr payı dağıtımını istikrarlı olan firmaya daha fazla değer verecekleri için, firmanın hisse senetlerinin değeri, diğerlerine göre daha yüksek olabilmektedir. Kâr payı dağıtımının hangi kriter dahilinde istikrar kazanacağı hususu, yöneticiler tarafından değişik şekillerde yorumlanabildiğinden, uygulamada farklı birçok kâr payı dağıtım politikası görülmektedir.

1.2. Kâr Payı Dağıtım Politikalarına Yönelik Teoriler

Kâr payı dağıtım politikalarının dayandığı temel görüş, belirlenen kâr payı dağıtım politikasının, gerçekten hisse senetlerinin değeri üzerinde bir etkisinin olup olmadığıdır.

Kâr payı dağıtım politikalarının kapsadıkları değerlendirme alanı, firmanın mevcut yatırım fırsatlarını, alternatif yatırım sermaye kaynaklarını ve hisse senedi sahiplerinin bugünkü gelirleri ile gelecekteki gelirleri arasında yaptıkları kıyaslamalar ve tercihleri içine alır. Bu unsurları içeren teorik yaklaşımlar, kâr payı dağıtım politikasının firmanın piyasa değerine etkisinin ölçülebilmesi açısından önemlidir (Aydın vd., 2010: 227).

Kâr payı dağıtım politikaları ile ilgili birçok görüş bulunmaktadır. Bunların içinde iki tanesi oldukça önemlidir. İlki Miller ve Modigliani (MM) ikilisi tarafından 1961 yılında yapılan bir çalışmadır. Literatürde “Kâr Payı İltisizliği” olarak adlandırılan bu yaklaşım ile firmaların uygulamış oldukları kâr payı dağıtım politikalarının firmanın piyasa performansı üzerinde etkili olmadığı açıklanmaktadır (Miller ve Modigliani, 1961: 411-433). İkinci yaklaşım ise, John Linther ve Myron Gordon (GL) tarafından ortaya atılan görüştür. Bu görüşe göre ise, birinci yaklaşımda anlatılanın aksine kâr payı dağıtım politikalarının, firmanın piyasa değeri ve hisse senetlerinin fiyatları üzerinde etkili olduğunu savunan görüştür. Bu görüşe finans literatüründe “Eldeki Kuş Teorisi” de denilmektedir (Linther, 1956: 97-113). Dolayısıyla, bu görüş sermaye piyasalarının kâr paylarını dağıtılmayan kârlara nazaran üstün gördüğünü ve yatırımcıların yüksek oranda kâr payı dağıtan firmaların hisse senetlerini tercih ettiğini savunmaktadır. Bu görüşe göre firmalar tarafından ortaklarına yüksek oranlarda kâr payı dağıtılması, ortakların menfaatine bir durum ortaya çıkarmaktadır (Gordon, 1962: 37-51).

1.2.1. Kâr Payı İlişkisizlik Teorisi

1961 yılında MM tarafından savunulan kâr payı ilişkisizlik teorisi, kâr payı politikalarının firma değeri üzerinde bir etkisi olmadığını savunur. Hisse senetlerinin cari fiyatı ve firma ortaklarının alacakları kâr paylarının firmanın kâr dağıtım politikasından etkilenmeyeceği belirtilmiştir.

Bu teorinin geçerliliğine göre kâr payı dağıtım politikaları firma değerini etkilemediği için, firma ve yatırımcılar optimal bir kâr payı dağıtım politikası

bulunmamaktadır. Açık bir şekilde görülüyor ki, firmalar ve yatırımcılar vergi ödemekte ve faiz oranlarından etkilenmektedirler (Pekkaya, 2006: 190 ; Weston vd., 1996: 17-2).

Bu teoriye göre, Modigliani- Miller 1961 yılında yazmış olduğu makalelerinde kâr payı dağıtımının hisse senedinin değeri üzerinde bir etkisinin olmadığını savunurken şu unsurları ortaya atmışlardır;

- Sermaye Piyasasında tam rekabet koşulları hâkimdir ve tüm yatırım sahipleri rasyonel düşünce taşımaktadırlar,

- Tüm yatırımcılar aynı bilgileri ücretsiz olarak sağlamaktadır ve iletişim sistemi çok üst seviyede araştırmaktadır,

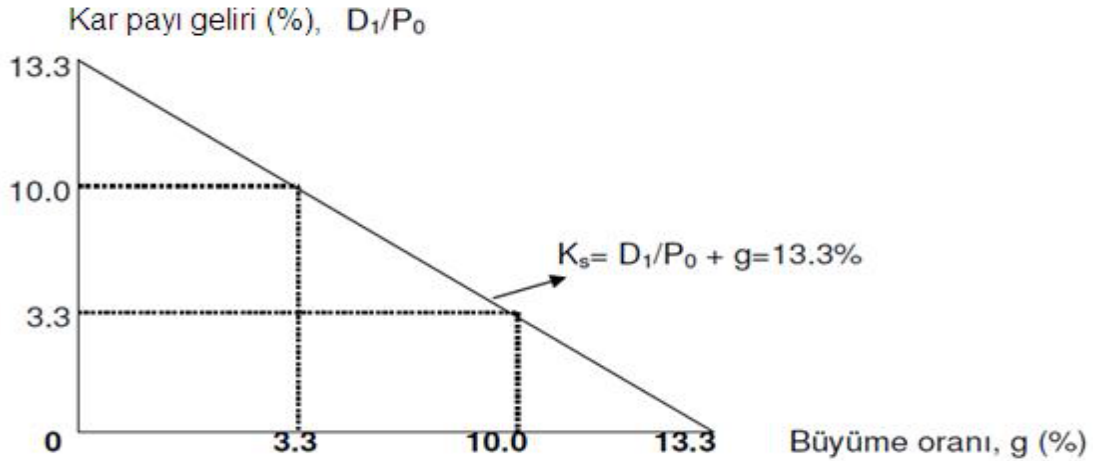
- Piyasalarda alım satım işleri için komisyon adı altında ya da her hangi bir ücret ödenmemektedir,

- Firmaların yatırım stratejileri değişmemektedir,

- Piyasalarda belirsizlik bulunmamaktadır. Yatırımcılar firmaların gelecekte elde edebileceği kârlarının ne kadar olacağını tahmin edebilmektedir (Önem, Süleyman Demirel Üniversitesi, 2014: 26).

Kâr payı ilişkisizlik teorisi MM modeli aşağıda açıklanmaktadır.

Şekil 1.1: Modigliani- Miller Modeli



Kaynak: (Sandıkcı, Selçuk Üniversitesi, 2014: 65)

Burada;

D_1 = Kâr Payı Dağıtımı

g = Büyüme oranı

k_s = Hisse senedi verimini ifade etmektedir.

Yukarıdaki şekil incelendiğinde; hisse senedinin verimi $ks = D1 / P0 + g = 13,3$ noktasında sabit olup, sermaye kazancının büyümesi ile kâr payı geliri arasındaki ilintisizliğe dikkat çekilmektedir. Çünkü yatırımcılar hangi noktayı seçerse seçsin, toplam verim değişmeyecektir. Başka bir ifade ile yatırımcı %3,3 oranındaki kâr dağıtımını seçerse, firmada kalan kâr %10 olacak ve verim %13,3 seviyesinde gerçekleşecektir. Aynı şekilde yatırımcı %10 oranında kâr dağıtımını seçerse, firmada kalan kâr %3,3 olacak ve yatırımcının verimi yine %13,3 olarak gerçekleşecektir. Böylece yatırımcının her durumda elde ettiği verim eşit olacak, bu da modeli geçerli hale getirecektir (Sandıkcı, Selçuk Üniversitesi, 2014: 64-66).

1.2.2. Eldeki Kuş Teorisi

John Linther ve Myron Gordon, MM'in aksine kâr payı dağıtımının firmaların hisse senetlerinin fiyatlarını etkilediğini ileri sürmüşlerdir. Gordon ve Linther'e (GL) göre kâr payları nakittir ve sermaye piyasalarının gelişiminin belirsiz olması nedeniyle kâr payları sermaye kazançlarına göre daha güvenilirdir. Bu modelde yatırımcılar, kısa sürede almak istedikleri kâr paylarını uzun sürede almak istedikleri kâr paylarına tercih etmektedir. Söz konusu yaklaşımı "eldeki bir kuş daldaki iki kuştan daha yeğdir" prensibi üzerine kurmuşlardır. Bu nedenle teorinin adı literatürde "Eldeki Kuş Teoremi" olarak da anılmaktadır

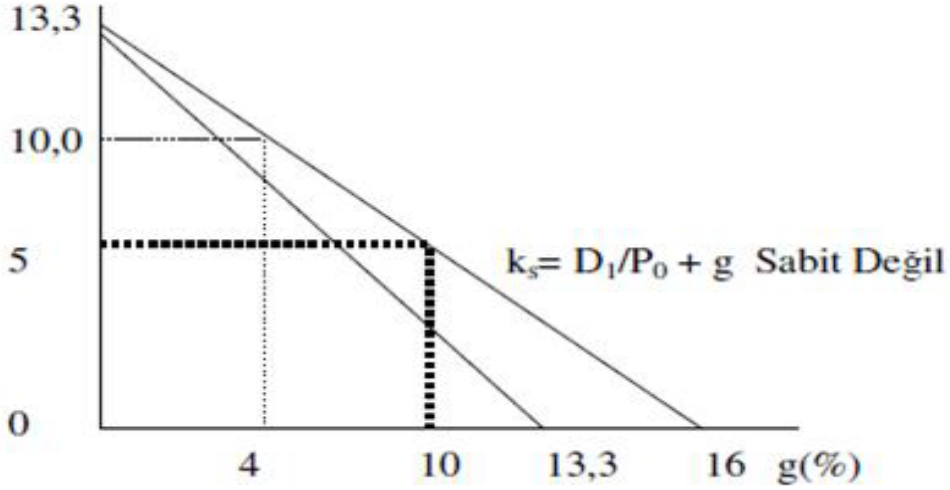
Düşük veya yüksek kâr payı politikası uygulayan firmalarda GL modeline göre yüksek kâr payı dağıtanın, hisse senetlerinin piyasa değerinin yüksek olduğu görülmektedir. İki model arasındaki farkın daha iyi anlaşılabilmesi için yukarıda MM'in görüşüne uygun olarak düzenlenen şekil aşağıda GL'e göre tekrar düzenlenmiştir.

MM örneğinden hatırlanacağı üzere, kâr payı politikaları neticesinden uygulanan ks oranı her zaman sabit ve %13,3 düzeyini göstermekteydi. Ancak bu modelde durum daha farklı bir hal almıştır. GL'in görüşüne göre cari kâr payı, gelecekte beklenen değer artışına nazaran daha yüksektir. Bu durumda da hissedarlar kâr payı almayı tercih edecek ve gelecekte elde edecekleri geliri riskli bulup bugünden iskonto edeceklerdir.

Yani hissedarlar eldeki kuşu daldaki iki kuşa tercih etmiş olacaklardır. Şekilden de anlaşılacağı üzere kâr payı ödeme oranı azaldıkça kapitalizasyon oranı artmakta ve kâr payı ödemesinin sıfır olduğu noktada değer artışı maksimum seviyeye çıkmaktadır.

Şekil 1.2: Gordon ve Linther Modeli

Kar payı geliri (D_1 / P_0) (%)



Kaynak: (Sandıkcı, Selçuk Üniversitesi, 2014: 68)

Burada kapitalizasyon oranı MM gibi sabit değildir ve uygulanan politikalar neticesinde farklılık göstermektedir (Sandıkcı, Selçuk Üniversitesi, 2014: 66-69).

1.2.3. Vergi Farklılığı Teorisi

Sermaye kazançları ve kâr payı gelirlerinin elde edilen dönemlerinin farklı olması ve farklı vergi oranlarına tabi olması, kâr payı dağıtım politikasının firma değerini etkilemesine neden olmaktadır.

Kâr payı gelirleri genellikle dönem sonunda vergilendirilirken, sermaye kazançları hisse senedi satıldıktan sonra, bu kazanç elde edildiğinde vergilendirilmektedir. Çoğu ülkede sermaye kazancı ve kâr payı ayrı oranlarda vergilendirilmektedir. Sermaye birikimi teşvik edilmek istendiğinden, kâr payı kazançlarına vergilendirme aşamasında yüksek vergi oranı uygulanarak oto finansman özendirilmektedir. GL'nin aksine, vergi farklılığı teorisinde, düşük kâr payı dağıtım politikasının sermaye maliyetini düşüreceği ileri sürülmektedir. Ayrıca sermaye kazancının vergilendirilmesi hisse senedinin satışı yapıldığı zaman söz konusu olacaktır. Bu birikim sahipleri açısından vergi ödemesinin ileri bir tarihe ertelenmesi anlamına gelmektedir. Bu nedenle, kâr payı ve sermaye kazançları vergi oranları aynı olsa dahi, düşük orandaki kâr payı dağıtımını yatırımcılar tarafından tercih edilecektir (Canbaş, S., G. Vural, 2010: 327).

1.2.4. Asimetrik Bilgi ve Sinyalizasyon Teorisi

MM, firmanın geleceği ve performansına yönelik bilgiye ulaşmada yöneticiler ile yatırımcıların serbest ve eşit şartlara sahip olduğunu iddia etmektedir. Fakat yöneticiler dışarıdakilerin bilmediği firmanın cari ve gelecek görünümü hakkındaki bilgilere daha fazla sahiptirler. Asimetrik bilgi, firma yöneticilerinin dışarıdaki hissedarlara ve yatırımcılara oranla bilgi üstünlüğüne sahip olması anlamına gelmektedir. Kâr payı dağıtımını yöneticilerin özel bilgilerini piyasaya bildirmesinde yararlı bir araç haline geldiği için kâr payı dağıtım beyanlarının, firmanın gelecek kâr potansiyeli hakkında kesin bilgi taşıdığı kabul edilmektedir (Baskin, J., B., P., J. Miranti, 1997: 313-321).

Kâr dağıtım paylarındaki değişmeler, yatırımcıları firma yönetiminin gelecekteki kâr tahminlerinin sinyali olarak görmeye yönlendirebilir. Sinyal yaklaşımı, firma yöneticilerinin firmanın gelecekteki başarısı hakkında yatırımcılardan daha fazla bilgiye sahip olduklarına dayanır. Bu yaklaşıma göre, firmanın beklenen orandan daha fazla kâr payı dağıtımını yapacağını açıklaması, bu firmanın yapacağı kazançlı bir yatırımı olduğunu ve gelecekte de yüksek kâr payları dağıtacağını sinyali olabilir. Firmanın gelecekteki başarısı hakkında oluşan bu olumlu sinyal etkisinin sonucunda yatırımcılar daha çok hisse senedi satın alacak ve talepteki artış sonucunda hisse senedi fiyatları yükselecektir.

Tam tersi durumda, firma kâr paylarını beklenenden daha az dağıtacağını açıklamışsa, bu durumda olumsuz sinyal etkisi ortaya çıkacak ve hisse senetlerinin fiyatının düşebileceğine işaret edebilecektir. Kâr payı dağıtımını ilanlarındaki bu bilgi içeriği, firma yöneticilerinin tahminlerinin, yatırımcılar için açık hale geldiği biçimde yorumlanabilir. Bunun farkında olan yöneticiler, yüksek kâr payı yolu ile, hisse senetlerine talebi arttırıp, firmanın piyasa değerini yükseltebilirler (Aydın vd., 2010: 230).

1.2.5. Aktarma Teorisi

Aktarma Teorisinde, hem psikolojik hem de kurumsal nedenlerle bazı yatırımcıların kâr payı dağıtan hisse senetlerine karşı tekdüze ve zamanla değişen talepleri olduğu belirtilmekte, bu suretle arbitrajda üstlenilen limitlerde kâr payı dağıtan

hisse senedi fiyatlarının kâr payı dağıtmayan hisse senedi fiyatlarına göre dalgalanmaya neden olabileceği ileri sürülmektedir. Bu teoriye göre yöneticiler, kâr payı dağıtan hisse senetlerine yatırımcılar prim verdiği zaman kâr payı dağıtmak suretiyle veya yatırımcıların kâr payı dağıtmayan hisse senetlerini tercih etmeleri halinde kâr payı dağıtmamak suretiyle, yatırımcıların kâr payı talebine karşılık vermektedirler. Kâr payı dağıtım politikaları yöneticiler tarafından, yatırımcıların beklentilerine göre belirlenmektedir (Baker ve Wurgler, 2004: 1125-1165).

1.2.6. Davranışsal Finans Teorisi

MM (1961)'in kâr payı ilgisizliği hipotezinde yatırımcıların rasyonel olduğu varsayımı, yatırımcıların her zaman rasyonel olmadığını gösteren davranışsal finans konusundaki çeşitli çalışmalar ile çelişmektedir. Bu çalışmalarda yatırımcıların piyasalarda oluşan krizler, panikler, çöküşler sonucunda oluşan ekonomik durumlardan oluşan davranışsal nedenlerle kâr paylarını sermaye kazançlarına tercih ettiği ortaya konmaktadır.

Kâr payı elde etmek ile hisse senedi satımı yoluyla nakit elde etmek birbirinin ikamesi değildir. Birçok yatırımcı belirli miktarda dağıtılan kâr payı getirisini sermaye kazancına tercih etmektedir. Kâr payı dağıtımında düşük ve yüksek kâr payı dağıtım oranlarının tercih edilmesinde, yatırımcıların demografik özellikleri de birbirinden farklıdır. Bazı yatırımcılar kâr payı gelirlerini sermayeye dokunmaksızın harcayabilecekleri para olarak varsaymakta ve nakit kâr payını kendilerini kontrol maksadıyla tercih etmektedirler. Davranışsal finans hipotezi, sermaye kazancı yerine, kâr paylarını tüketmeyi tercih eden yatırımcılara dayanmaktadır. Yatırımcıların davranışları büyük bir özenle takip edilmelidir (Shefrin ve Statman, 1984: 253-282).

1.2.7. Temsil Maliyetleri ve Serbest Nakit Akışları Teorisi

Mükemmel sermaye piyasası varsayımlarından biri de yöneticiler ve hissedarlar arasında herhangi bir çatışma olmadığı varsayımdır. Bununla birlikte uygulamada firmanın sahipleri, yönetimden ayrı oldukları için bu varsayım çökmektedir. Aşırı ek ödenekler tüketme veya yönetici olarak ödüllendirilmek için kâr getirmeyen faaliyetlere

fazla yatırım yapma gibi hissedarlar açısından maliyetli bir takım davranışlarda bulunabilen yöneticilerin menfaatleri, hissedarların çıkarları ile aynı değildir. Bu durumda yöneticiler her zaman hissedarların kusurlu temsilcileri olmaktadır.

Hissedarların bu yüzden yöneticilerin davranışını gözetlemeye yönelik katlandıkları temsil maliyetleri, aslında firma yöneticileri ile hissedarlar arasındaki potansiyel menfaat çatışmasından kaynaklanan maliyetlerdir. Kâr payı dağıtımını ise yöneticilerin kontrolü altındaki isteğe bağlı fonları azaltmak suretiyle yöneticiler ile hissedarlar arasındaki temsil problemlerini yatıştırarak ve çıkarları aynı hizaya getirmektedir.

Hissedarlar ile borç verenler arasındaki potansiyel çatışmalar kâr payı dağıtım politikası tarafından etkilenebilen temsil maliyetleri probleminin diğer bir kaynağı olarak ortaya çıkmaktadır.

Hissedarlar, işletmeye borç veren fonların temsilcileri olarak düşünülmektedir. Bu durumda hissedarlara yapılan fazla kâr payı ödemeleri ile hissedarların, borç verenlerin refahını onlardan aldıkları düşünülmektedir. Hissedarlar kısıtlı sorumluluğa sahip olurlar. Ancak, borç verenlerden önce işletmenin nakit akımına ulaşabilirler. Bu yüzden borç verenler kendi isteklerini güven altına almak amacıyla kâr payı dağıtımını üzerine kısıtlama koymayı tercih etmektedirler. Tam tersi durumda aynı nedenle de, hissedarlar yüksek miktarda kâr payı dağıtımını tercih etmektedirler (Arsoy, Eskişehir Osmangazi Üniversitesi, 2015: 25-26).

1.2.8. Yaşam Döngüsü Teorisi

Firmanın yaşam döngüsünde içinde bulunduğu aşama, kâr payı dağıtım gücünün iyi bir göstergesi olmaktadır. Teoriye göre, yaşam döngülerinin büyüme aşamasında bulunan firmalar kârlı yatırım fırsatları ile karşılaşacaklarından, yatırımlar için finansman kaynağı gerektiğinden kâr payı dağıtım eğiliminde değiller.

İlk kuruluş zamanlarında, firmalar birçok yatırım fırsatına sahip olmakla birlikte düşük kârlar elde ettiğinden, bu aşamada dışsal finansmanları maliyetli olmaktadır. Bu yüzden düşük kârı olan, birçok yatırım fırsatına sahip ve küçük ölçekli olan firmalar daha düşük miktarda kâr payı dağıtmaktadır. Yaşam döngüsünün olgunluk aşamasında olan firmalar, kârlı yatırım fırsatları az ve yüksek kârlılıktan kaynaklanan fazla olan

nakit akışlarını kâr payı olarak hissedarlarına dağıtma eğilimde olacaktır (Fama ve French, 2001: 3-43).

1.2.9. Artık Kâr Payı Dağıtım Teorisi

Bu teoriye göre kâr payı dağıtım kararı pasif bir karar olmakta ve firmanın borçlanma politikası ve sermaye maliyeti belirlendikten sonra, kâr dağıtım kararı otomatik olarak oluşmaktadır. Firma, getiri oranı sermaye maliyetinden yüksek, yani net bugünkü değeri pozitif olan yatırım olanaklarını sermaye yapısını koruyarak elindeki fonlarla karşılayacak, yatırımların marjinal getirisi sermaye maliyetinin altına düştüğünde, artık net bugünkü değeri pozitif olan yatırım bulamadığında, elinde kalan fonları kâr payı olarak dağıtacaktır. Hissedarlar daha yüksek kârlar kazanacaklarına inandıkları müddetçe, kâr paylarının dağıtılmayarak firma tarafından finansman ihtiyacında kullanılmasına razı olacaklardır (Brigham, 1986: 541)

Artık kâr payı dağıtım teorisi, firmanın bütün kârlı yatırım fırsatlarını karşıladıktan sonra eğer elinde geriye artık bir fon kalıyorsa bununla kâr payı ödeyebileceğini belirtir. Diğer borçlanma araçlarının ihracının nispeten daha maliyetli olması nedeniyle hisse senedi ihracı en düşük seviyede tutulmaya çalışılır. Bununla birlikte firmanın mevcut sermaye yapısının korunmasına gayret edilir. Dolayısıyla, artık kâr politikası uygulayan bir firmanın amacı, hissedarlara kâr payı dağıtımına gitmeden önce yatırım fırsatlarının tamamını karşılamak ve mevcut sermaye yapısını korumaktır (Dağlı, 1999: 403-404).

1.2.10. Müşteri Etkisi Teorisi

Firmaların dönem sonunda elde ettiği kârın dağıtılacak miktarı, hissedarların kâr payı dağıtımından beklentilerini de kapsayacak şekilde olması gerekir. Hissedarların bir kısmı kısa sürede kâr payı kazancı elde etmek isterken, bir kısmı da daha uzun vadede beklenti içerisine girmektedir. Bu durumda yatırımcıların bazıları kâr payını yüksek dağıtan firmaların hisse senetlerini talep ederken, bazıları da yüksek sermaye kazancını esas almaktadır. Kâr payı dağıtımında yatırımcı beklenti profiline belirlenmesi ve buna göre kârın nasıl dağıtılacağına karar verilmesi gerekir.

Müşteri etkisi yalnızca vade-getiri ilişkisi şeklinde ortaya çıkmaz. Yatırımcıların muhatap oldukları vergi oranları, alım-satım işlem maliyetleri gibi durumların da göz önünde bulundurulması gerekir (Sayılğan, 2011: 377).

Eğer kişiler yatırım yapacakları firmadan kâr payı getirisini düşünmezse, sermaye kazancı sağlayabilecek firmaların hisselerini talep edebilirler (Önem, Süleyman Demirel Üniversitesi, 2014: 29).

1.2.11. Walter Formülü

James E. Walter (1956) tarafından geliştirilen bu model kâr payı dağıtımını ile hisse senedi fiyatı arasındaki ilişkiyi açıklayan en eski teorik çalışmalardan biridir. Daha sonraki modellere de temel oluşturmuştur. Model hisse senedinin piyasa fiyatını iki önemli faktörün etkilediğini varsaymaktadır. Bunlardan ilki kâr payıdır. Diğeri ise alıkonulan kârlar üzerinden elde edilen getiri oranı ile öz sermaye sahiplerinin beklediği getiri oranı arasındaki ilişkidir.

Model, eğer firmanın alıkonulan kârlarının getiri oranı, hissedarların beklediği getiri oranından büyükse, kârların alıkonulmasının hissedarlar için daha iyi olacağını, kâr payı düşük de olsa hisse senedinin piyasa değerinin artacağını göstermektedir. Bu durumda hissedarlar kârların daha fazla oranda alıkonulmasını isteyeceklerdir. Ters durumda, alıkonulan kârların getiri oranı hissedarların beklediği getiri oranından daha düşük olduğunda ise, hisse senedinin piyasa değeri düşük olacaktır. Bu durumda hissedarlar, kârların daha fazla oranda dağıtılmasını isteyeceklerdir. Çünkü aldıkları kâr paylarının alternatif yatırımlarda, firmanın yatırımlarından daha yüksek oranda getiri sağlayacak şekilde değerlendireceklerdir (Canbaş, S., G. Vural, 2010: 329-330).

$$P = \frac{D + \frac{k_1}{k_e} (E - D)}{k_e} \quad (1.1)$$

k₁: yatırımların getiri oranı

k_e: öz sermaye maliyeti

P: hisse senedinin piyasa fiyatı

D: hisse başına kâr payı

E: hisse başına gelir

$k_1 > k_e$ ise, firmanın kâr payı dağıtmaması

$k_1 < k_e$ ise, firmanın kâr payı dağıtması gerekir.

$k_1 = k_e$ ise, senedi piyasa fiyatı kâr payı ödeme oranına karşı duyarsızdır.

1.3. Kâr Payı Dağıtım Politikaları

Yapılan faaliyetler sonucunda firmalar tarafından elde edilen kârlar, satışların artması veya azalması, maliyetlerinin yükselmesi veya düşmesi, olağanüstü durumların ortaya çıkması ve benzeri nedenler ile faaliyetlerinde meydana gelen değişiklikler nedeniyle, sürekli olarak aynı düzeyde veya sabit bir oranda elde edilmez. Buna karşılık, firmalar kâr payı dağıtım politikalarında, yatırımcıların beklentilerine karşılık verilmesi ve istikrarlı ve güven verici bir kurum imajının sağlanması amacıyla, farklı dağıtım yöntemlerini benimseyebilirler. Bu yöntemler, firmanın piyasa değerine olumlu etki yapabilirler ya da bunun belli bir düzeyde kalmasını sağlayabilirler. Firmalar tarafından kâr payı dağıtım politikaları oluşturulurken firmanın hisse senetlerinin değerinin artırılması amaçlanmalıdır. Bu amaç bugün ödenecek kâr payı tutarı ile gelecekteki büyüme oranı arasında bir dengenin sağlanması sonucunda gerçekleştirilebilir (Aydın vd., 2010: 230).

Firmaların kâr paylarını nasıl belirlediklerine ilişkin aşağıda dört gelenekleşmiş olguya değinebiliriz:

- Firmaların uzun vadeli bir kâr payı dağıtım oranı hedefi vardır. Bu oran kârların kâr payı olarak ödenen yüzdesidir.

- Yöneticiler mutlak düzeylerden çok kâr paylarındaki değişmelere önem vermektedirler. Dolayısıyla örneğin 2 TL kâr payı ödemek eğer geçen yılın kâr payı olan 1 TL olmuşsa önemli bir finansal kararken, geçen yılın kâr payı da 2 TL ise hiç de büyük bir iş değildir.

- Kâr payı değişimleri, kârlardaki kısa vadeli değişimlerden çok, uzun süre devam eden kâr düzeylerinin, uzun vadedeki değişimlerini izler. Yöneticilerin kâr payı ödemelerini kârlardaki geçici değişmelere paralel olarak değiştirmeleri doğru değildir. Aksine kâr paylarında düzgün bir yol çizmeleri uygun olur.

- Yöneticiler tersine dönebilecek kâr payı değişiklikleri yapmaya istekli değildirlir. Özellikle de bir kâr payı artışını iptal etmek zorunda kalmaktan kaygılanırlar (Canbaş, S., G. Vural, 2010: 335).

Firmalar tarafından uygulanabilecek kâr dağıtım politikaları aşağıda açıklanmıştır.

1.3.1. Sabit Miktarda Kâr Payı Dağıtım Politikası

Yatırımcılar ellerinde bulunan pay senetlerinin değerlenmesini beklerler. Firmanın sabit miktarda kâr payı dağıtması, bu beklentinin gerçekleşmesini azaltır. Aynı zamanda bu politikayı izleyen firmaların pay senetleri sabit getirili bir menkul değere dönüşmektedir. Dolayısıyla pay senetlerinin piyasa fiyatı önemli ölçüde artmamaktadır (Akgüç, 2010: 769).

Sabit miktarda kâr payı dağıtım politikasında, dağıtılacak kâr payı firma kazançlarından bağımsız olarak değişmemektedir. Bu politikayı benimseyen hissedarlar hisse değerlerinin istikrarlı olacağı doğrultusunda, kâr payı gelirlerini tercih ederler. Kurumsal yatırımcılar, tasarruf sandıkları, özel emeklilik fonları, sigorta firmaları ve diğer genel yarara hizmet için kurulmuş örgütler hisse senedi yatırımlarında bu şekilde kâr payı dağıtan firmaları seçmektedirler (Armağan, Süleyman Demirel Üniversitesi, 2007: 4-5).

1.3.2. Sabit Oranda Kâr Payı Dağıtım Politikası

Firmaların her yıl elde etmiş oldukları net kârdan bağımsız, hissedarlarına değişmeyen oranda kâr payı dağıttığı kâr politikası türüdür. Başka bir ifadeyle firma net kârının belli bir yüzdesinin hissedarlara pay edilirken belli bir yüzdesinin de firmada bırakılması durumudur.

Kâr paylarındaki dalgalanmalar firmaların hisse senedi piyasa fiyatlarını da etkilemektedir. Söz konusu kâr dağıtım politikası özellikle net kârları istikrar sağlayamamış, dalgalı seyir izlemekte olan firmalara uygun olmamaktadır. Çünkü firmaların elde ettikleri kâr tutarlarının azaldığı yıllarda sabit oranda dağıtılan kâr payı firmaya sorun yaratmaktadır (İleri, Gazi Üniversitesi, 2016: 20-21).

1.3.3. Sabit Miktarda Kâr Payı Dağıtım ve Eklemeler

Yatırımcıların kendi hisse senetlerine olan talebi kaçırmamak için, firmalar sabit kâr payı dağıtımına ilaveten ekstra kâr payı dağıtımına gitme zorunda kalmaktadırlar.

Bu kâr payı dağıtım politikası kâr tutarı dönemler itibariyle değişen firmalar tarafından tercih edilmektedir. Bu politika gereği kâr payı dağıtımını düşük tutularak firma kârının yüksek olduğu dönemlerde ek kâr payı dağıtımını yapılıır. Düşük miktarda kâr payı dağıtılması sonucunda, kâr payı dağıtılamayacak dönemlerde de kâr payı dağıtımını yapılarak pay senedi sahiplerinin düzenli kâr payı almalarına imkân verir.

Firmaların zarar etmesi ve finansal sıkıntıya düştüğü durumlarda kârlarda meydana gelecek olan azalmalar neticesinde, hissedarlar ilave kâr payı dağıtılmasını bekleyeceklerdir (Kaba, Sakarya Üniversitesi, 2009: 29).

1.3.4. Her Yıl Artan Oranlarda Kâr Payı Dağıtım Politikası

Kâr dağıtımının bilgi verme ve müşteri etkisi ile firmalar dağıttıkları kâr paylarında meydana gelecek artışların hisse değerini etkileyebileceği düşüncesiyle dağıttıkları kâr paylarını azaltmak istemezler.

Firmalar, yatırımcıların kendi hisse senetlerini talep etmeleri için her yıl dağıttıkları kâr paylarını belli bir oranda artırırlar (Kaba, Sakarya Üniversitesi, 2009: 30).

1.3.5. Artık Kâr Payı Dağıtım Politikası

Yatırımcılar, kâr paylarının dağıtılmayıp, firmada yeni yatırımların finansmanında kullanılmasını tercih edebilirler. Bu durumda yeni yatırımlardan sağlanacak getiri oranlarının dağıtılacak kâr paylarının getirisinden yüksek olması gerekmektedir. Firmanın kâr payını dağıtmayarak elde tutacağı fon maliyeti, yeni hisse senedi ihraç maliyetinden daha uygun olmalıdır (Weston vd., 1996: 17-18).

Firmanın yatırım planları elde edilen kârın ne kadarının dağıtılacağını belirler. Yatırımlar için gerekli olan kaynaklar kârlardan karşılanır. Yatırımlarda kullanılmayacak olan kârlar hissedarlara kâr payı olarak dağıtılır. Firmanın yatırım

tercihleri sonucuna bağlı olarak kârları yıllara göre değişkenlik gösterebileceği için dağıtılacak kâr payları yıllara göre değişkenlik gösterir (Özaltın vd., 2015: 401).

Sonuç olarak yatırım fırsatları daha fazla olan firmalarda elde edilen kârların çok az bir bölümü kâr payı olarak dağıtılırken yatırım fırsatları az olan firmalarda elde edilen kârların büyük bir bölümü kâr payı olarak dağıtılabilir. Konuyu pratik açıdan ele alıp bir örnek verirsek, büyüme potansiyeli yüksek hızlı büyüyen genç endüstrilerde kâr dağıtım oranı düşük, belirli bir gelişme düzeyini tamamlamış olan büyüme hızı düşük endüstrilerde ise bu oran yüksektir (Dağlı, 1999: 405).

1.4. Kâr Payı Dağıtım Şekilleri

Halka açık anonim ortaklıkların kârlarını dağıtım esasları, SPK'nın II-19.1 Sayılı Kâr Payı Tebliği ile düzenlenmiştir. Buna göre ortaklıklar, kârlarını genel kurulları tarafından belirlenecek kâr dağıtım politikaları çerçevesinde ve ilgili mevzuat hükümlerine uygun olarak asgari aşağıdaki hususların bulunması kaydıyla genel kurul kararıyla dağıtırlar.

a) Kâr payı dağıtılıp dağıtılmayacağı, dağıtılacak ise ortaklar ve kâra katılan diğer kişiler için belirlenen kâr payı dağıtım oranı.

b) Kâr payının ödenme şekli (nakden, pay senedi olarak dağıtma, belli oranda nakit belli oranda pay senedi gibi).

c) Kâr payı dağıtım işlemlerine en geç dağıtım kararı verilen genel kurul toplantısının yapıldığı hesap dönemi sonu itibarıyla başlanması şartıyla, kâr payının ödenme zamanı.

ç) Kâr payı avansı dağıtılıp dağıtılmayacağı, dağıtılacak ise buna ilişkin esaslar.

Kâr payı, dağıtım tarihi itibarıyla mevcut payların tümüne, bunların ihraç ve iktisap tarihleri dikkate alınmaksızın payları oranında eşit olarak dağıtılır.

Payları borsada işlem gören anonim ortaklıklar, genel kurullarının alacağı karara bağlı olarak kâr paylarını,

- Tamamen nakden dağıtma,
- Tamamen pay olarak dağıtma,
- Belli oranda nakit belli oranda pay olarak dağıtılarak kalanını ortaklık bünyesinde bırakma,

• Nakit ya da pay olarak dağıtmadan ortaklık bünyesinde bırakmada serbesttir. (<http://www.borsaistanbul.com/sirketler/sirketlerin-yukumlulukleri/pay-piyasasi/kar-payi-dagitimi>) 22.09.2017.

1.4.1. Nakit Olarak Kâr Payı Dağıtımı

Kâr payı ödemelerinin en bilinen ve yaygın biçimidir. Firmaların kârlarının yüksek oluşu her zaman nakit kâr payı dağıtabilme özelliğinde olduklarını işaret etmez. Gelir tablosunun yanı sıra firmanın bilançosu ve aktif kısmı önem arz etmektedir. Firma bilançosunun likidite derecesi yüksek varlıklardan oluşması nakit kâr payı için avantaj sağlamaktadır. Genellikle yeni kurulmuş veya yeni yatırım yapma isteğinde olan firmaların rağbet göstermediği bir kâr payı dağıtım yoludur. Çünkü söz konusu firmaların nakit ihtiyaçları fazladır.

Firmaların nakde ihtiyacı varken nakit kâr payı dağıtımı, var olan nakit ihtiyaçlarını daha fazla artıracığından firmanın zor duruma düşmesine sebep olacaktır. Firma mevcut nakitlerini hissedarlarına kâr payı olarak dağıtmak yerine, firma değerini artırıcı yeni yatırımlarda kullanabilir. Bu durumda firmalar için bazen fırsat maliyeti yaratmaktadır. Nakit kâr payı ödemelerinde, firmaların bu şekilde ödeme yapabilmesi yatırımcıyı psikolojik açıdan olumlu etkilemektedir.

Nakit kâr payı ödemelerinde yatırımcılar hem elde ettiği gelirden hem de firmanın finansal durumu açısından olumlu yönde değerlendirme yaptıklarından söz konusu firmaların hisse senetleri tercih sebebi olmaktadır

Firma yönetiminin nakit kâr payı dağıtımına karar verildiğinde dağıtım tarihi, yatırımcı payına düşecek kâr payı ve toplam dağıtılacak kâr payı tutarlarının ilan edilmesi gerekmektedir (İleri, Gazi Üniversitesi, 2016: 9-11).

Kâr payı ödemelerinde başvurulacak en önemli kaynak firmanın nakit likiditesidir. Firmanın likiditesi uygun ise kâr payı hazır olan nakit kaynaklardan ödenir (Büker vd., 1997: 293).

Kâr payı dağıtımını sonucu işletme aktiflerinde azalma, hissedar gelirlerinde de artış meydana gelir (İnci, Bülent Ecevit Üniversitesi, 2014: 119).

1.4.2. Hisse Senedi Şeklinde Kâr Payı Dağıtım

Firmaların likidite durumlarının nakit kâr payı ödemeye uygun olmaması durumunda kâr payı ödemelerinin nakit yerine hisse senedi şeklinde yapılmasıdır. Kâr payının bedelsiz olarak yapılması hisse senedinin adedini artırdığından aynı zamanda sermaye artışı da gerçekleşmiş olmaktadır.

Kâr paylarının hisse senedi şeklinde ödenmesinin firma ve hisse senedi sahipleri açısından bir takım avantajları bulunmaktadır. Kâr payı ödemeleri nakit olarak yapılmadığından dolayı mevcut likit firma bünyesinde tutulur. Bu da yeni yapılacak yatırımların finansmanını kolaylaştırır. Kâr payı ödemelerini hisse senedi şeklinde yapan firmalar, ortaklardan yeni bedel talep etmeden aslında ortaklara ait olan ve ödemesi gereken tutarı işletme bünyesinde tutarak sermaye artışı yapmaktadır. Hisse senetlerinde piyasa fiyatının yüksek olması, o senedin piyasadaki hareketini güçleştirir. Hisse senedi şeklinde yapılan kâr payı ödemelerinde senetlerin nominal değeri daha fazla hisse senedine bölüldüğünden senedin piyasa fiyatının aşırı yükselmesi önlenmiş olur. Böylece senedin arzı artarken piyasaya canlılık kazanır ve senetler küçük sermaye sahiplerinin de eline geçme imkânı bulur.

Bu dağıtım yönteminin avantajlı yönleri olduğu kadar dezavantajlı yönleri de bulunmaktadır. Hisse senedi vererek yapılan ödemeler, hisse senedinin değerini sulandırmadığı gerekçesiyle pek tercih edilmez. Ayrıca bu artırımda firmaya herhangi bir nakit girişi olmamakta, sadece firma içi nakit elde tutulmaktadır. Bu da büyük yatırımlar için finansman sıkıntısı demektir. Yatırımcılar, kâr payı ödemelerini nakit olarak beklediklerinden rüçhan hakkını kullanmalarına neden olur. Bu durum ise kısa vadeli yatırımcılar ve spekülâtorler tarafından yatırımın likiditesinin azalması nedeniyle pek tercih edilmez.

Kâr payı ödemelerinin hisse senedi şeklinde yapılmasının senedin piyasa fiyatını düşüreceği görüşü, her zaman geçerli değildir. Büyüyen, kazanç sağlama kapasitesi artan, gelecekte kâr paylarını nakit olarak ödeyeceğine inanılan bu tip firmalar, kâr payının hisse senedi şeklinde dağıtılmasından ya hiç etkilenmez ya da makul düzeyler içerisinde etkilenerek senedin değer kaybetmesini önler (Sandıkcı, Selçuk Üniversitesi, 2014: 17-19).

Kâr paylarını hisse senedi şeklinde alan yatırımcılar nakde ihtiyaçları var ise dağıtılan hisse senetlerini satarak nakit ihtiyaçlarını karşılayabilmektedirler. Buna göre nakit kâr payı almış gibi firmanın kâr payı dağıtımından yararlanabilmektedirler (İleri, Gazi Üniversitesi, 2016: 11).

1.4.3. Hisse Senedi Geri Alımı İle Kâr Payı Dağıtımı

Hisse senedi geri satın alınması gerçekte firma gelirinin hissedarlara dağıtımıdır. Fakat bu dağıtım kâr payı olarak değil hisse senedi sayısı azaltılarak yapılmaktadır. Firmalar geri satın aldıkları hisse senetlerini finansman ihtiyacı olduğu zaman tekrar satışa çıkarmak üzere veya iyi yatırım fırsatları ile karşılaşana kadar saklamakta, yeni hisse senedi ihracı maliyetine katlanmak zorunda kalmamaktadırlar.

Firmalar piyasada hisse senedi alımı yaptıklarında, dolaşımda bulunan hisse senedi sayısı azalmakta bunun sonucunda hisse başına kâr artmaktadır. Hissedarlar piyasadaki hisse senetlerinin piyasa fiyatlarının artmış olmasından dolayı nakit kâr payı yerine sermaye kazancı elde etmiş olurlar (Ceylan, A., T. Korkmaz, 2013: 222).

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.

Hisse senedinin firmaca geri satın alınması yoluyla kâr payı dağıtımında hissedarlara diğer kâr payı dağıtım yollarında bulunmayan tercih hakkı sunulmaktadır. Hisselerini satmak isteyen hissedarların vergi ödemeleri; nakit kâr payı ödemelerindeki gibi gelir vergisi kapsamında değerlendirilmemekte, sermaye kazancı olarak vergilendirilmektedir.

Firmaların hisse senetlerini geri satın almaları hisse senedi değerlerinin üzerinde oynama kolaylığı sunmaktadır. Hissedarların bu durumda mağduriyetini önlemek söz konusu kâr dağıtım yolunun ülkemizde yasaklanma nedenlerinden birini oluşturmaktadır (İleri, Gazi Üniversitesi, 2016: 13-15).

1.4.4. Hisse Senedinin Bölünmesi İle Kâr Payı Dağıtımı

Hisse senetlerinin nominal değerlerinin azaltılması yoluyla yapılan kâr payı ödemeleri, mevcut hisse senetlerinin her bir tanesi için belirli adet hisse senedi verme suretiyle gerçekleştirilen bir işlemdir. Bu sayede firma piyasadaki senetlerinin sayısını artırmış olmaktadır. Ancak burada dikkat edilmesi gereken husus ortağın elindeki hisse senedi sayısının artmasının firmadaki ortaklık payını etkilememesidir. Çünkü her ortağın elindeki senet sayısı artmakta ve hisse senedi nominal değeri aynı oranda düşmektedir. Bu da ortaklık yapısının değişmesine neden olur.

Bu dağıtımın avantajı, senetlerin bölünmesi yoluyla fiyat düşürülerek piyasadaki işlem hacminin artırılmasıdır. Böylece hisse senedi bölünmeleri firmanın öz sermaye yapısında bir değişiklik meydana getirmez. Çünkü sadece senet adedinde bir artış söz konusudur. Firmaya herhangi bir fon girişi ya da çıkışı olmazken, firmanın gelecekte nakit akışlarının daha iyi olacağı düşünülür. Burada önemli olan husus, firmanın piyasa değerinin yüksek olması bölünmeyle ilgili değil, firmanın büyüme potansiyeli içerisinde bulunmasıdır (Sandıkcı, Selçuk Üniversitesi, 2014: 21-23).

1.4.5. Tasfiyeden Kâr Payı

Firmaların tasfiye kararı verdiklerinde, ellerinde bulunan değerlerin hisse senedi sahiplerine sermayesi oranında dağıtılması kâr payı dağıtım şekillerinden bir tanesidir. Firmalar tasfiye kararı verdiklerinde, firmaların elinde olan toplam varlıklardan mevcut borçlar düşüldükten sonra kalan tutarın, hissedarların sermayesi oranında dağıtılması tasfiye durumunda dağıtılan paylardır. Dolayısıyla tasfiye sonucunda firmanın hisse sahiplerine kâr payı dağıtımını yapabilmesi için, tasfiye sonucunun kâr ile sonuçlanması gerekmektedir. Hisse senetleri sahiplerinin ana ortaklık haklarından biridir (Önem, Süleyman Demirel Üniversitesi, 2014: 25).

1.4.6. Ayni Olarak Kâr Payı Ödenmesi

Ayni olarak kâr payı dağıtımında firma dönem sonunda elde ettiği kârdan payı ayni olarak dağıtacaktır. Yani firma, hissedarların kâr payı hakkına karşılık olarak kendi

portföyünde yer alan hisse senetlerini, devlet tahvillerini, hazine bonolarını dağıtmaktadır. Uygulamada çok sık rastlanmasa da bazı durumlarda firmaların ürettikleri ürünler de kâr payına karşılık olarak dağıtılmaktadır. Aynı olarak kâr payı dağıtımının gayesi, firmaların elinde bulunan nakit rezervini ileride karşılaşılabilecek yatırım fırsatları için saklamaktır. Eğer ki firmaların mevcudunda çok fazla menkul kıymet varsa aynı olarak kâr dağıtımı yoluna gidilebilmektedir (Önem, Süleyman Demirel Üniversitesi, 2014: 25)

Ortaklarına ürettikleri malları kâr payı karşılığı olarak veren bazı firmalar bulunmaktadır. Uygulamada bu şekilde kâr payı ödenmesine, yaygın olarak rastlanmaktadır. Ortakları aynı zamanda firmanın bayisi olan bazı firmalar, aynı olarak kâr payı dağıtmaktadırlar. Aynı olarak kâr payı dağıtan firmalara örnek olarak bazı halı ve meyve suyu firmaları gösterilebilir (Ceylan, A., T. Korkmaz, 2013: 223).

1.5. Kâr Payı Dağıtım Politikasını Belirleyen Faktörler

Firma değerini etkileyen, elde edilen kazançların kâr payı olarak dağıtılması veya oto finansman olarak belirlenecek yeni kârlı yatırımların finansmanında kullanılması ile ilgili olarak firmaların yapacakları tercihleri etkileyen bu faktörler aşağıda açıklanmıştır.

1.5.1. Firmanın Likidite Durumu

Firmanın dağıtacağı kâr payı ile likidite durumu arasında pozitif yönlü bir bağlantı vardır. Kâr payı dağıtımının özellikle nakit olarak dağıtılmak istendiği durumlarda yapılacak kâr payı dağıtımı sonucunda firmadan bir nakit çıkışının olacağı tabidir. Dolayısıyla likidite durumu iyi olan firmalar daha kolay kâr dağıtımını yaparlar. Piyasalarda belirsizlik olduğu durumlarda firmalar likidite durumlarını yüksek miktarda tutmak için kâr payı dağıtım oranları düşük seviyede tutarlar. Ayrıca, kârlı firmalar dahi nakit durumundaki elverişsizliklerinden dolayı kâr dağıtması söz konusu olmayabilir (Pekkaya, 2006: 187).

Firmalar kâr paylarını nakit olarak öderler. Elde nakit değerleri olmayan firmalar, kârları ne olursa olsun kâr payı dağıtamazlar. Bu finansal koşulların çoğunluğunda nakit akımlarının kârlardan daha üstün olduğunu yeniden gösterir. Firmalar ellerinde nakit

olmasa bile, kâr payı ödemek için borçlanabilirler. Ancak, bu borçlanmanın maliyetini doğurur ve bu nedenle akıllıca olmayabilir (W.Kolb, R., R. J.Rodríguez, 1996: 275).

1.5.2. Yasal Kurallar

Firmaların dağıtacakları kâr payı ödemelerini etkileyen faktörlerden bir tanesi, kâr dağıtımına ilişkin yasal düzenlemelerdir. Ülkemizde anonim ortaklıklara ait genel hükümler Türk Ticaret Kanunu, halka açık anonim ortaklıklar ise Sermaye Piyasası Kanunu'nda düzenlenmiştir. Anonim şirketlerde kâr dağıtımı konusunda yasalar çerçevesinde genel kurul yetkilidir.

Kâr payı dağıtımında dağıtılacak miktarın tespitinde dikkate alınacak yasalar mevcuttur. Bunlar; Türk Ticaret Kanunu, Sermaye Piyasası Kanunu, Vergi Usul Kanunu, Gelir Vergisi Kanunu, Kurumlar Vergisi Kanunu ve şirket ana sözleşmesinde yer alan hükümlerdir.

23.01.2014 tarih ve 28891 sayılı Resmi Gazete' de yayınlanan Kâr Payı Tebliği ile ortaklıkların kâr payı ile kâr payı avansı dağıtımında, kâr payının korunmasında ve kâr dağıtım politikasının belirlenmesinde uyacakları usul ve esaslar düzenlenmiştir.

1.5.3. Faaliyet Riski

Firmanın satışları ve faaliyet gelirlerini olumsuz etkileyecek süreçler faaliyet riski olarak tanımlanır. Faaliyet riski içsel veya dışsal olabilir. İçsel nedenler firmanın gelir, kârlılık ve nakit akışlarını olumsuz yönde etkileyen faktörlerdir. Dışsal nedenler olarak rekabet şartları ve olumsuz ekonomik koşullar gösterilebilir.

Firmaların kâr payı dağıtım politikaları ile faaliyet riski arasında bir etkileşim bulunmaktadır. Asıl faaliyetlerinden sürekli kâr elde eden firmalar diğer firmalara göre daha düşük bir faaliyet riskine sahip olduklarından dağıtacakları kârların kâr dağıtım oranları daha yüksek miktarda olabilmektedir.

Firmaların kâr payı dağıtım politikaları ile faaliyet riski arasında negatif bir ilişki bulunmaktadır. Yüksek miktarda kâr payı dağıtan firmaların yatırımcılar nezdinde düşük faaliyet riskine sahip olduğu öngörülmekte, böylece bu firmaların gelecekte de daha yüksek kâr payı dağıtacağı beklenmektedir (Yıldız vd., 2014: 195).

1.5.4. Sahiplik ve Kontrol Yapısı

Yatırımcılar sahip oldukları hisse oranlarına göre firmalarda yönetime katılma, karar alma ve bu kararların uygulanması aşamalarında değişik haklara sahiptir. Sahip oldukları hisse oranlarına göre bu haklara sahip olanlar, bu hakların tümünü kullanabilmeleri için çoğunluk hisse oranına sahip olmaları gerekmektedir. Çoğunluk hisselerine sahip olanlar temsilci azınlık hisselerine sahip olanlar ise hak sahibi konumunda olurlar.

Firmalarda çoğunluk hisseye sahip olanların aynı zamanda yönetici olması firmanın kâr payı dağıtım oranları ve faaliyet performansını olumsuz etkiler. Azınlık hissedarların korunduğu piyasalarda, çoğunluk hisseye sahip olanlar daha yüksek oranda kâr payı dağıtırlar (Yıldız vd., 2014: 193-194).

Kapalı aile firmaları şeklinde olan bazı firmalar, hisse senedi ihraç ederek sermaye gereksinimleri karşılama sonucunda hem çoğunluk hisseleri kaybetme hem de mevcut dağıtılacak olan kâr paylarının paylaşılması sonucunu doğuracağından, oto finansman ile büyüme yoluna giderler. Borçlanma yoluna gidilmesi de finansman riskini artıracığından, kapalı aile firmalarının kâr payı dağıtmayarak veya sınırlı olarak dağıtarak büyümeyi finanse etme alternatifini seçerler (Akgüç, 2010: 786-787).

Alternatif finans kaynaklarının firmanın kontrol mekanizması üzerinde etkisi vardır. Firma yüksek kâr payı ödemeleri yaparak ihtiyaç duyduğu fonu dışarıdan sağlamak isterse, hisse senedi çıkarma ya da borçlanma yoluna gidebilir. Bu iki durumun da kendine göre sakıncaları vardır. İlk durumda hisse senedi ihraç edilerek firmadaki baskın grubun ortaklar üzerindeki etkisi azaltılır. İkinci durumda ise firma kontrolü kredi kuruluşuna kısmen de olsa verdiği için yönetimin kontroldeki etkinliği azalır (Samuels vd., 1995: 621).

1.5.5. Borçların Ödenmesi ve Yeni Yatırım Planları

Borçlar finansal karakteristikleri itibari ile zorunlu ödemeleri gerektirir. Kâr payı dağıtımını ise firmadan nakit çıkışlarını gerektirdiğinden finansal yapının bozulmasına yol açabilir. Finansal yapının bozulması ise, vadesi gelen borçların faiz ve anapara

ödemelerinde sorunlar ortaya çıkarabilir. Firmanın borçlarını ödeyebilmek için yeniden borç alması ise finansal riski artırır.

Verdikleri kredinin geri ödenmesini garanti altına almak için firmalara borç veren kuruluşlar kâr dağıtım politikasını etkilemek isterler. Kredi veren kuruluşlar firmaların daha düşük oranlarda kâr payı dağıtarak sağlam bir finansal yapıya kavuşmalarını isterler. Borç verecek kuruluşların firmalardan bu talepleri firmaların kâr dağıtım kararlarını etkiler.

Firmalar büyümelerini gerçekleştirebilmek için, yatırım yapmak zorundadır. Yatırım yapmak için ise finansman kaynaklarına ihtiyaç duyulmaktadır. Firma açısından borçlanmanın uygun olmadığı, yeni hisse senedi çıkarımının ise hissedarlar tarafından uygun karşılanmayacağı durumlarda, elde edilen kârlar dağıtılmayarak firma bünyesinde bırakılır.

Firma gelirlerini çok yüksek kâr vaat eden yeni yatırımlarda kullanma olanağına sahipse, gelirlerini kâr payı olarak ortaklara dağıtılması yerine yatırım amacıyla firmada bırakılması yerinde bir karar olacaktır. Yatırım fırsatları özellikle çekici ise, fonların firmada bırakılması ve yüksek gelir getirecek alanlara yatırılması ortakların uzun vadeli çıkarlarına da uygundur. Bu tür yatırım fırsatlarının değerlendirilmesi firmanın piyasa değerini, gelirlerin kâr payı olarak dağıtılacağı duruma göre daha fazla artırır (Büker vd., 1997: 285-286).

1.5.6. Vergi Faktörü

Hissedarların gelir vergisi oranları yüksek olan firmalar, kârların firmada alıkonmasından yanadırlar. Ayrıca gelir ve kurumlar vergisi oranlarının düzeyine göre kârlar dağıtılarak firma ortakları yeniden sermaye artırımına katılmaya çağrılabilir. Cari gelirler için yüksek oranda vergi uygulanırken, sermaye kazançlarının düşük oranda ya da hiç vergilendirilmediği durumlarda, firma yöneticileri kârların alıkonmasına yönelik karar alır. Bu durumda yatırımcıların belli bir süre kâr payı alamamaları nedeniyle gelirlerinde bir düşme görülür. Ancak söz konusu pay senedinin satılması halinde yüksek kazançlar elde edilebilir. Sermaye kazançlarının vergilendirildiği durumlarda, firma yönetimi vergi dışındaki diğer faktörlerin etkisini de göz önünde bulundurarak karar alacaktır.

Ülkemizde cari Gelir Vergisi Kanununa göre, borsaya kote olunanlar dışında pay senetlerinin edinme tarihinden önce veya sonra bir yıl içinde elden çıkarılmasından sağlanan bir takvim yılında belli tutarı aşan kazançlar, gelir vergisine tabidir. Pay senetlerindeki değer artışı, gelir vergisi sistemimizde fiilen vergilendirilmemektedir. Kişisel vergi oranları yüksek ortakların kontrolü altında bulunan işletmelerde, aile şirketlerinde, aile firmalarında, kâr payı dağıtmak yerine, pay senedinin değer artışından yararlanmak, vergi açısından daha çekici olabilir. Ancak firmanın pay senetleri geniş kitlelere yayılmış ise, firma ortaklarının verecekleri kararlar verginin kâr dağıtımına olan etkisi yönünden zayıflamaktadır (İnci, Bülent Ecevit Üniversitesi, 2014: 115-116).

1.5.7. Kârların İstikrarı

Firmalarda kâr payı dağıtım oranlarını belirleyen etmenlerden birisi de firma kârlarının istikrarlı olma durumudur. Kârların istikrarlı olması demek geçmiş dönemlerde satış ve kârların düzenli bir seyir izlemesi demektir. Dolayısıyla bu tür firmalar kârları düzenli olmayan firmalara göre kârlarının daha büyük bir bölümünü kâr payı olarak dağıtabilirler. Örneğin elektrik üretimi gibi kamu hizmeti veren firmalar, gelirleri düzenli olduğundan yüksek kâr payı ödeme politikası izleyebilirler (Canbaş, S., G. Vural, 2010: 333).

Firmaların elde ettikleri kârlar ne kadar istikrarlı ve öngörülebilir ise kâr payı ödemelerinin yapılmasında o kadar istikrarlı olabilmektedir. Kârları geçmiş dönemler itibarıyla istikrarlı olan firmalar, gelecek dönemlerde elde edecekleri kârları daha sağlıklı bir şekilde tahmin edebileceklerinden düzenli ve büyük oranlarda kâr payı dağıtma imkânına sahiptirler. Kârları yıllar içinde istikrarsızlık olan firmalar, kâr paylarını da bu dalgalanmalara paralel olarak dağıtırlarsa, kâr payı dağıtımında istikrar sağlama imkânını da kaybetmiş olurlar (Kaba, Sakarya Üniversitesi, 2009: 59).

Kârları istikrarsız olan firmalar, yüksek kâr elde ettikleri dönemlerde kârın tümünü dağıtmayarak yedek akçe olarak ayırmakta, az kâr olan dönemlerde ise ayrılan yedek akçeleri kullanarak kâr dağıtımını yapabileceklerdir (Akgüç, 2010: 786).

1.5.8. Enflasyon

Firmaların çalışma sermayesi gereksinimi fiyat artışlarına bağılı olarak artar. Bilançoda maliyet bedeli ile gösterilen sabit varlıklar için ayrılan amortismanlar, sabit varlıkların yenilenmesi durumunda fiyat artışlarından dolayı yetmeyebilir. Çalışma sermayesi için gerekli olan finansman ihtiyacı firma tarafından elde edilen kârların dağıtılmayarak işletmede alıkonulması ile karşılanabilir. Bu durumda enflasyon, kâr payı dağıtım politikasını etkileyen en önemli faktörlerden birisi olmaktadır (Ceylan, A., ve T. Korkmaz, 2013: 219-220).

1.5.9. Firma Büyüklüğü

Büyük firmaların likidite durumu küçük firmalara göre daha yüksektir. Faaliyetlerin sorunsuz bir şekilde yürütülmesi için firmaların nakit girişlerinde bir sorun olmaması, finansal sıkıntıya düşmemeleri gerekmektedir. Firmalarda kâr dağıtım sonucunda nakit çıkışı olacaktır. Bu nakit akışı duyarlılığı küçük firmalarda daha yüksektir. Ek fonlara ihtiyaç olduğunda büyük firmalar küçük firmalara nazaran daha fazla olanaklara sahip olurlar. Bu yüzden büyük firmalar küçük firmalara nazaran daha yüksek kâr payı dağıtma eğiliminde bulunurlar (Yıldız vd., 2014: 189).

1.5.10. Kaldıraç

Toplam borçların toplam aktiflere oranı ve aynı zamanda finansal riskin bir ölçüsü olan finansal kaldıraç oranı, faiz ve vergiden önceki kârlarda meydana gelen değişikliğin hisse başına karlarda yaratacağı etkinin göstergesidir. Yüksek kaldıraç oranına sahip olan firmalar, gelirlerinde oluşan dalgalanmalar sonucunda bazı dönemlerde istenilen oranda kâr payı dağıtmayabilirler. Bu yüzden bu tür firmalar hissedar ve yatırımcılara olumsuz sinyal vermemek için düşük oranda bir kâr dağıtım politikası belirlemeyi tercih ederler (Yıldız vd., 2014: 189-190).

1.5.11. Kredi Sözleşmelerinde Yer Alan Hükümler

Özellikle, uzun vadeli borçlanmalarda, borç sözleşmelerinde yer alan hükümler, firmaların kâr payı ödeme güçlerini sınırlamaktadır. Firmaya borç verenin durumunu korumak amacıyla hazırlanmış olan sözleşmelerde yer alabilecek sınırlamalar şunlar olabilir:

- Kâr payı ödemeleri her yılın kârından yapılır. Kâr payı ödemelerinin yapılabilmesi için firmanın sadece kâr elde etmesi yeterli değildir. Aynı zamanda yönetim kurulunun bu kârların dağıtılması yönünde karar almış olması gerekmektedir.
- Net firma sermayesi belirli bir tutarın altına düştüğü zaman, kâr payı ödenmez.

Söz konusu sözleşmelerde başka hükümler de yer alabilir. Örneğin, anlaşmalarda imtiyazlı hisse senetleri için kâr payı ödenmeden, adi hisse senetlerine kâr payı ödemesi yapılmaması şeklinde bir hüküm yer alabilir (Ceylan, A., ve T. Korkmaz, 2010: 267-268).

1.6. Kâr Payı Dağıtımını İle İlgili Yasal Mevzuat

Dönem kârlarının bir bölümünü devlet; kurumlar vergisi, gelir vergisi ve çeşitli vergi ve fonlar adı altında alır. Geriye kalan kâr ise firma bünyesinde dağıtılmayan kârlar olarak yedek akçe ve fonlar adı altında tutulur. Bütün bunların dışında kalan pay ise, firma ortaklarına kâr payı olarak dağıtılır. Bu işlemler, kâr dağıtım tablosuna göre düzenlenir. Kâr dağıtım tablosu, zorunlu olmadığı halde ödenecek vergi ve fonların, ayrılan yedek akçelerin ve ortaklara verilecek olan kâr payının gösterilmesi nedeniyle, özellikle sermaye şirketleri açısından önem arz ettiğinden düzenlenmektedir.

Kâr dağıtımında önemli konulardan birisi de, kâr dağıtımında uygulanacak olan vergi yükümlülükleri, kâr dağıtımına etki eden hukuk kuralları ve bunlara dair kısıtlamalardır. Çünkü tabi olduğu özellikler bakımından her şirketin kar dağıtımında uygulaması gereken farklı yaptırımlar bulunmaktadır. Örneğin, bir sermaye şirketinin kâr dağıtımında uygulaması gereken kurallar ile bir şahıs şirketin uygulaması gereken kurallar farklıdır. Çünkü bunlar farklı kanun hükümlerine tabidir. Tüzel kişiliği olan anonim şirketler kurumlar vergisi öderken, şahıs şirketlerinin ortakları gelir vergisi

kapsamında değerlendirilir ve buna göre vergi öderler (Sandıkcı, Selçuk Üniversitesi, 2014: 29).

Halka açık olan şirketler Yeni Türk Ticaret Kanunu hükümleri saklı kalmakla beraber Sermaye Piyasası Kanunu hükümlerine tabidirler. Halka kapalı olan şirketler ise YTTK hükümlerine tabidirler. Bu nedenle, halka açık anonim şirketler ile halka kapalı anonim şirketlerin kâr dağıtımı ile ilgili mevzuatın karşılaştırılması aşağıda tablo halinde sunulmuştur.

Tablo 1.1: Halka Açık ve Halka Kapalı Olan Anonim Şirketlerde Kâr Dağıtımı İle İlgili Mevzuatının Karşılaştırılması:

YTTK'na Tabi Anonim Şirketlerde Kâr Dağıtımı	Sermaye Piyasası Kanunu'na Tabi Anonim Şirketlerde Kâr Dağıtımı
<p>Kâr payı ancak net dönem karından ve serbest yedek akçelerden dağıtılabilir.</p> <p>Kâr payı avansı, Sermaye Piyasası Kanununa tabi olmayan şirketlerde, Gümrük ve Ticaret Bakanlığı'nın tebliği ile düzenlenir.</p>	<p>Halka açık anonim şirketlerde dağıtılabilir kâr, hesap dönemi kârından kanunlar çerçevesinde ayrılan yedek akçeler ile vergi, fon ve mali ödemeler ve geçmiş yıl zararları çıkarıldıktan sonra elde edilmektedir.</p>
<p>Anonim şirketlerde bilanço kârının dağıtımı konusunda YTTK bazı esaslar belirlemiştir. YTTK'nun 509. maddesinde kâr payının dönem kârı ve geçmiş yıl yedek akçelerinden yapılacağını belirtmiştir.</p> <p>Ayrıca 511. maddede yönetim kurulu üyelerine verilecek olan kâr payının yasal yükümlükler karşılandıktan sonra ödenmiş sermayenin %5 oranında</p>	<p>Sermaye Piyasası Kanunu birinci kâr payının dağıtımı ile ilgili olarak iki farklı seçenek sunmaktadır.</p> <p>İlk seçeneğe göre, hisse senetleri borsada işlem görmeyen anonim şirketler için birinci kâr payının nakden dağıtılması zorunluluğu söz konusudur. Fakat Seri IV No 9. sayılı ihraççıların Muafiyet Şartlarına ve Kurul Kaydından Çıkarılmalarına İlişkin Esaslar Tebliği'nde</p>

<p>ya da genel kurul tarafından belirlenen daha yüksek oranda yapılabileceğini öngörmüştür. Ayrıca YTTK'nun 519. maddesine göre yıllık kârın %5'ine ödenmiş sermayenin %20'sine ulaşınca yasal yedek akçe ayrılması zorunludur.</p>	<p>bulunan bağımsız denetim muafiyetinden yararlanmayan ortaklıkların birinci kâr payını nakden, hisse senedi veya her iki biçimde de ödemeleri söz konusu olmaktadır.</p> <p>İkinci seçeneğe göre, hisse senetleri borsada alınıp satılan anonim şirketler, genel kurullarının kararları çerçevesinde birinci kâr payını, nakden, hisse senedi olarak, belli oranda nakit belli oranda hisse senedi olarak dağıtarak kalanını ortaklık bünyesinde bırakma veya hiç dağıtmadan ortaklık bünyesinde bırakma seçeneklerine sahiptirler</p>
<p>Her iki şirket türünde de kâr dağıtımında söz edebilmek için bilançoda kâr olması gerekir.</p>	<p>Halka açık anonim ortaklıklar, sermaye piyasası mevzuatına uygun olarak kâr payı avansı dağıtabilirler.</p>

Kaynak: (YTTK; Sermaye Piyasası Kanunu).

Sermaye Piyasası Kanunu'na tabi şirketler halka açık şirketler olup, bu şirketlerin ortak sayısı eski Sermaye Piyasası Kanunu'nun 11 maddesine göre 250'yi aşınca; yeni Sermaye Piyasası Kanunu'nun 16. maddesine göre ise 500 kişiyi aşınca halka arz olunmuş kabul edilir ve SPK hükümlerine tabi olurlar. Bu hüküm ile kanun hem genel kurulun yetkilerini artırmış, hem de kâr dağıtımında daha serbest bir yaklaşım benimsemiştir.

YTTK'nun 509/2'e göre kâr payı ancak dönem kârından ve serbest yedek akçelerden dağıtılabılır hükmü getirilmiştir. Bu maddeye göre TTK'da ödenecek asgari kâr payı oranını belirlemiş, şirketin daha fazla kâr payı dağıtılıp dağıtılmayacağı konusunda genel kurulu serbest bırakmıştır.

Eski TTK ve YTTK şirketin finansal yapısını güçlendirmek, belirli oranlarda kâr payı dağıtımını yaparak ortakları korumak yönünde bir takım kararlar içerir. Bu amaçla YTTK'da finansal olanaklar yaratabilmek için dönem kârının üzerinden yasal ve ihtiyari

yedek akçelerin ayrılması mümkün kılınmış ve yedek akçelerle ilgili düzenlemeler kanunun ilgili maddelerinde yer almıştır. Gerek eski gerekse yeni TTK'na göre yıllık kârın %5'i ödenmiş sermayenin %20'sine ulaşınca kadar yasal yedek akçe ayırımın yapılması gerektiği belirtilmiştir. Sermaye Piyasası Kurulu'nun 27.01.2014 tarih ve 2/39 sayılı kararı ile 01.02.2014 tarihi itibarıyla yürürlüğe giren II-19.1 sayılı Kâr Payı Tebliğ'in 13 üncü maddesi uyarınca hazırlanan "Kâr Payı Rehberi" yürürlüğe girmiştir. Rehberde kâr payı dağıtımına ilişkin genel esaslar belirtilmiştir.



İKİNCİ BÖLÜM

SERMAYE MALİYETİ VE SERMAYE YAPISI

2. SERMAYE MALİYETİ VE SERMAYE YAPISI

İster borç olarak alınsın, isterse işletmenin ortakları tarafından firmaya bırakılsın, firmanın kullanmış olduğu her türlü kaynakların bir maliyeti vardır. Bu yüzden firma kullandığı bu kaynakların bedelini ödemek zorundadır (Özdemir, 1997: 430). Sermaye maliyeti, firmanın kaynak maliyeti anlamında kullanılan bir kavramdır. Diğer bir ifadeyle firmanın sahip olduğu kaynakların maliyetidir (Akın vd., 2015: 189). Sermaye maliyeti, kullanılan ve kullanılması planlanan her çeşit kaynağın toplam maliyetinden oluşur. Sermaye maliyeti, öz kaynak maliyeti ve yabancı kaynakların maliyeti tarafından belirlenir. Sermaye maliyeti, gerek öz kaynak, gerek yabancı kaynak olarak yapılan hesaplama ile belirlenir. Kaynakların toplam sermaye içindeki oranları, ortalama sermaye maliyeti üzerinde etkili olur (Usta, 2008: 57).

Dolayısıyla, eğer ihtiyaç duyulan sermaye öz kaynaklardan öz sermaye olarak sağlanıyorsa farklı, buna karşılık yabancı kaynaklardan sağlanıyorsa farklı bir maliyeti olacaktır. Eğer sermaye öz ve yabancı kaynaklardan birlikte sağlanıyorsa ortalama bir sermaye maliyeti söz konusu olacaktır (Sarıaslan, H., C. Erol 2014: 177).

Bir firmada fon ihtiyacının ne kadarlık kısmının öz sermaye ne kadarlık kısmının yabancı kaynak ile karşılanacağına karar verilirken borç ve öz kaynak ile finansmanın kıyaslaması yapılabilir. Yabancı kaynak ile finansmanın üstünlükleri ve öz kaynak ile finansmanın üstünlükleri ve sakıncaları değerlendirilir (Gereklioğlu Düzakın, 2013: 273).

2.1. Sermaye Maliyeti

Sermaye maliyeti, finans yönetiminde özellikle sermaye bütçelemesi kararlarında kullanılan temel bir veridir. Yatırım net işletme sermayesi ve duran varlıkların toplamıdır. Bunların finansmanı uzun vadeli yabancı kaynaklar ile öz kaynaklarla yapılmaktadır. Bunların toplam kaynaklar içerisindeki ağırlıkları dikkate alınarak

hesaplanan kaynak maliyeti ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti veya sermaye maliyeti olarak adlandırılmaktadır. Sermaye maliyetinin hesaplanmasında uzun vadeli yabancı kaynakların ve öz kaynakların toplam içindeki ağırlıkları piyasa değerine göre yapılmaktadır. Burada dikkat edilmesi gereken önemli bir durum kısa vadeli yabancı kaynakların dikkate alınmamakta olmasıdır (Ercan, M.K., ve Ü. Ban, 2009: 209).

Sermaye yapısı kararları birçok değişkene bağlı olarak ülkeden ülkeye, sektörden sektöre hatta firmadan firmaya değişebilmektedir. Ayrıca bu kararlar sermaye maliyeti ve firma değeri üzerinde doğrudan etkiye sahiptir. Firma büyüklüğü, firma risk düzeyi, büyüme oranı, varlık yapısı, finansal piyasalardan fon sağlama olanakları, sektördeki gelenekler, ekonomik konjonktür, firmaların ortaklık yapısı, işletmenin faaliyet konusu, yöneticilerin tercihleri gibi değişkenler sermaye yapısı kararlarına etki ederler (Burucu ve Öndeş, 2016: 202).

Finansman kaynağının açık maliyeti, işlem ve diğer giderlerin dışında işletmenin elde ettiği fonların şimdiki değerini, beklenen fon çıkışlarına eşit kılan iskonto oranı olarak tanımlanmaktadır (Berk, 2003: 269).

Bir firma yatırım kararlarını değerlendirirken sermaye maliyeti kavramından yararlanmakta, bir projenin, ortalama sermaye maliyeti kullanılarak hesaplanan net bugünkü değeri pozitifse, ya da hesaplanan iç verim oranı ortalama sermaye maliyetinin üzerindeyse proje kabul edilebilecektir (Bolak, 2010: 245).

Sermaye maliyetinin hesaplanması genel ekonomi açısından da büyük önem taşımaktadır. Nitekim sermaye maliyetinin yanlış veya gerektiği gibi hesaplanmaması, ülke ekonomisi açısından verimsiz yatırımlara yönelme gibi olumsuz sonuçlar doğurabilmektedir. Bundan dolayı da sermaye maliyetinin hesaplanması gerekli ve önemli olmaktadır (Özdemir, 1997: 431).

Gerek iş hayatındaki belirsizlik ve gerekse belirsizlik yüzünden ortaya çıkan çeşitli finanslama alternatifleri sermaye maliyetinin ölçülmesini güç bir konu haline getirmektedir. Şayet fonların sağlayacağı çıkarlar kesinlikle bilinebilseydi, başka bir ifade ile belirlilik şartları geçerli olsaydı, hem gelecekte elde edilecek çıkarlar için paranın zaman değerini ölçen faiz oranını iskonto oranı olarak kullanmak mümkün olacaktı, hem de fonların hangi finanslama alternatifinden karşılanmış olduğu önemli olmayacaktı. Yani yabancı kaynakla öz kaynak sermayesi arasında bir ayırım yapılmayacaktı. Bununla beraber belirlilik şartlarında iskonto oranı olarak kullanılan

faiz oranı, sermayenin maliyetini ifade ettiğine göre, şayet belirsizlik şartlarında da sermaye maliyeti tespit edilebilirse mesele halledilebilir (Erdoğan, 2009: 229-230).

2.1.1. Öz Sermaye Maliyeti

Bir firmanın öz sermaye maliyeti, aslında bu kaynakların fırsat maliyetidir. Fırsat maliyeti, alternatif kullanım alanı olan bir kaynağın, belli bir alana tahsisi nedeniyle, diğer alanlardan vazgeçilmesi sonucunda, katlanılan kayıp yani vazgeçilen gelir demektir. Dolayısıyla bir firmanın ortakları açısından öz sermayenin maliyeti, ortakların diğer yatırım alanlarından vazgeçmeleri sonucu uğradıkları kayıptır. Firma ortakları öz sermayelerini mümkün olan diğer yatırım alanlarında kullanmış olsalardı ne kazanacaklardı. Vazgeçilen bu alternatif kazanç fırsat maliyetidir. Firmanın öz sermaye maliyeti, firmanın halka açık ya da kapalı olmasına göre farklı şekilde hesaplanır.

Hisse senetleri halka arz edilmemiş olan ve borsada işlem görmeyen halka kapalı bir firmanın öz sermaye maliyetini hesaplamak, piyasa değeri olan açık bir bilginin olmaması nedeniyle tamamen firma yönetiminin sübjektif yargısına göre değişir. Halka kapalı bir firmanın öz sermaye maliyeti, firma sahiplerinin sahip oldukları alternatif yatırım alanlarına göre, firmadan firmaya değişir ve her hangi bir standart hesaplama yaklaşımı yoktur. Halka açık firmalarda, firmanın gerçek değeri, piyasa koşullarına göre açıkça belirlenir ve piyasaya bir bilgi olarak verilir. Bu piyasa değerinden hareketle, firmanın öz sermaye maliyetini hesaplamak mümkündür (Gereklioğlu Düzakın, 2013: 283-284).

Öz sermaye maliyeti, bir firmanın piyasa değerinin sabit kalması için firmanın öz sermaye ile finanse edilen yatırım projelerinin kazanması gerekli minimum kârlılık oranı olarak ifade edilebilir. Öz sermaye maliyeti üzerinden kâr sağlayan yatırım projeleri firmanın piyasa değerini artırırken, bu oranın altında kâr sağlayan yatırım projeleri firmanın piyasa değerini düşürür. Örneğin, firmanın öz sermaye maliyeti %40 olduğunda, öz sermaye ile finanse edilen yatırımların iç kârlılık oranı eğer %40 ise firma değeri sabit kalır. Şayet yatırımın iç kârlılık oranı %30 olursa firmanın piyasa değeri düşer, oran %50 olursa firmanın piyasa değeri yükselecektir (Türko, 2002: 463-464).

2.1.1.1. İmtiyazlı Hisse Senedinin Maliyeti

İmtiyazlı hisse senetleri, tahvil ve adi pay senedi arasında melez özellik taşırlar. Firmaya periyodik olarak ödenmesi gereken sabit bir yük getirmesi, firmanın tasfiyesi halinde adi hisse senetleri sahiplerine kıyasla firma varlıkları üzerinde öncelik hakkı bulunması, imtiyazlı hisse senetlerinin tahvile benzer yanlarını oluşturur. Ancak, firma kâr etmedikçe, imtiyazlı pay senedi sahiplerine kâr payı dağıtmaması, kâr payı dağıtılmaması halinde yasal yollara başvurulamaması, iflasın istenememesi yönlerinden adi hisse senetlerine benzemektedir. Firma açısından imtiyazlı hisse senedi ihracı, tahvil ihracına kıyasla az riskli, fakat hisse senedi ihracına seçeneğine göre daha risklidir.

İmtiyazlı hisse senedi sahiplerine ödenen kâr payı gider niteliği taşımadığından, söz konusu hisse senedinin maliyeti hesaplanırken vergi dikkate alınmaz. İmtiyazlı hisse senetlerinin vadesinin olmaması ve kâr paylarının sabit olması durumunda maliyetleri aşağıdaki gibi hesaplanmaktadır (Gereklioğlu Düzakın, 2013: 284-285):

$$\dot{I}p = \frac{Dp}{P_o - F} \quad (2.1)$$

$\dot{I}p$ = İmtiyazlı hisse senedinin maliyeti

Dp = İmtiyazlı hisse senetlerine ödeneceği belirlenmiş yıllık kâr payı

P_o = İmtiyazlı hisse senedi ihracı yolu ile firmanın eline geçecek net para girişi

F = İhraç ve satış giderleri

Örnek: Yıllık kâr payı olarak 7 TL kâr payı dağıtılacak imtiyazlı hisse senedinin fiyatı 50 TL. dir. İmtiyazlı hisse senedi ihraç gideri ise 4 TL.dir. Bu imtiyazlı hisse senedinin maliyeti nedir?

$$\dot{I}p = \frac{7}{50 - 4} = 0.152$$

İmtiyazlı hisse senetleri hem tahvil hem de adi hisse senedinin bazı özelliklerini taşır. Dolayısıyla imtiyazlı hisse senedi ihracı yoluyla elde edilen kaynakların maliyetinin hesaplanması, tahvil ve adi hisse senedi ihracı yoluyla sağlanan kaynakların maliyetlerinin hesaplanmasına benzemektedir. Tahvildeki gibi sabit faiz ödemeleri, hisse senedindeki gibi kâr payları söz konusudur. Ancak, ödemeler dönem net kârı üzerinden yapıldığı için vergi avantajı yoktur. Bunun yanında bu menkul kıymetlerde tahvillerdeki gibi vade bulunmamaktadır. İmtiyazlı hisse senetlerinin maliyeti, senet

üzerinde yazılı olan kâr payı veya kâr payı dağıtım oranının doğuracağı beklenen nakit çıkışlarının bugünkü değerini, imtiyazlı hisse senedi ihracı ile sağlanan kaynak tutarına eşitleyen iskonto tutarıdır (Sayılğan, 2011: 277).

2.1.1.2. Adi Hisse Senedinin Maliyeti

Adi hisse senetlerinin değerini belirleyen en önemli iki etken; kâr payı ile hisse senedi değerindeki artıştır. Yani fertlerin hisse senetlerine yaptıkları yatırımdan bekledikleri olan kâr payı ile hisse senedi değerindeki artış, hisse senetleri ihracıyla elde edilen fonun maliyetidir (Erdoğan, 2009: 233).

Hisse senedi çıkarılması yoluyla sağlanan fonların maliyetinin hesaplanması tahvil ve imtiyazlı hisse senedi ihracı yoluyla temin edilen fonların maliyetinin hesaplanmasına kıyasla daha zordur. Çünkü hisse senedi sahiplerine dağıtılacak kâr payı tutarı, önceden belirli olmadığı gibi, dağıtılan kâr payı çoğu zaman sabit değildir (Gereklioğlu Düzakın, 2013: 285).

Adi hisse senedinin maliyetinin hesaplanmasında kullanılan formül aşağıdaki gibidir (Erdoğan, 2009: 233-234):

$$k_s = \frac{d_1}{P_0} + g \quad (2.2)$$

Bu formülde yer alan sembollerin anlamı ise:

k_s : Adi hisse senedi ile sağlanan sermayenin maliyeti

d_1 : Adi hisse senedi sahiplerine dağıtılan kâr payı

P_0 : Adi hisse senedinin piyasa değeri

g : Gelişme oranıdır.

Örneğin, 100 TL nominal değerli adi hisse senedi karşılığında 5 TL lik kâr payı dağıtılacaktır. Hisse senedinin piyasa değeri 125 TL olduğuna ve ekonominin içinde bulunduğu şartlar ve beklenen gelişme seyrine göre kâr paylarında %3 artış tahmin edildiğine dayanarak, adi hisse senedinin temsil ettiği sermaye maliyeti;

$$k_s = \frac{5}{125} + 0,03 = 0,04 + 0,03 = 0,07 \text{ veya } \%7' \text{ dir.}$$

2.1.1.3. Dağıtılmayan Kârların Maliyeti

Dağıtılmayan kârların maliyeti, firmanın şimdiki adi hisse senetlerinin maliyeti ile yakından ilgilidir. Alıkonulan kârlarla finanse edilen yatırımların kârlılığının, firmanın ve ortakların servetlerini artıracığı için kârların işletmede alıkonularak, maliyeti yüksek dış kaynaklara tercih edilmesi gerekir. Oto finansman maliyeti olarak da adlandırılan söz konusu maliyetin hesaplanmasında ortakların ödediği gelir vergisi oranından hareket edilir ve aşağıdaki formül ile hesaplanır (Berk, 2003: 275).

$$k_y = \left(\frac{d_1}{P_0} + g \right) (1 - gv) \quad (2.3)$$

k_y : Dağıtılmayan kârların maliyeti

gv : Gelir vergisi oranı

Dağıtılmayan kârlar veya oto finansman şirket hissedarlarına gelir vergisi ve komisyon giderleri anlamında bir avantaj sağlamaktadır. Dağıtılmayan kârların da bir fırsat maliyeti vardır ve bu da hisse senedi maliyetinden gelir vergisi ve komisyon gideri düşülmesi durumunda elde edilecek orana eşittir. Burada her bir ortağın yatırımı farklı boyutlarda ve türlerde olacağından ödeyecekleri komisyon giderleri de farklı olacaktır. Bu anlamda ortakların ödeyecekleri komisyon giderlerini hesaplamak çok zordur. Benzer durum marjinal gelir vergisi oranı içinde geçerlidir.

Sonuç olarak, firmada dağıtılmayarak alıkonan kârların maliyeti hisse senedi maliyetinden daha düşüktür (Günay, 2012: 84).

2.1.1.4. Yeni Hisse Senedi İhracının Maliyeti

Gordon yaklaşımına göre yeni çıkarılan adi hisse senetlerinin ya da dışsal öz sermayenin maliyeti mevcut adi hisse senetlerine oranla daha yüksektir. Çünkü yeni hisse senetlerinin satışında dağıtım giderleri de maliyete yansır (Baraçlı, H., ve M., İme, 2013: 321).

İhraç giderleri hisse başına her hisseden elde edilen fon girişinin bir yüzdesi olarak ifade edilir ve formülde f sembolü ile gösterilirse formül;

$$k_e = \frac{d_1}{P_0(1-f)} + g \quad (2.4)$$

k_e = Yeni ihraç edilecek adi hisse senedi ile sağlanacak sermayenin maliyeti

f = İhraç giderleri yüzdesidir.

Örneğin, 100 TL. nominal değerli adi hisse senedi karşılığında 5 TL.lik kâr payı dağıtılacaktır. Hisse senedinin piyasa değeri 125 TL olduğuna ve ekonominin içinde bulunduğu şartlar ve beklenen gelişme seyrine göre kâr paylarında %3 artış tahmin edilmektedir. Buna ilave olarak %10 ihraç gideri yapılacağı bilinmektedir. Yeni ihraç edilecek hisse senediyle sağlanacak sermayenin maliyeti;

$k_e : \frac{5}{125(1-0.10)} + 0,03 = : \frac{5}{112,50} + 0,03 = 0,044 + 0,030 = 0,074$ veya %7,4
olacak demektir (Erdoğan, 2009; 235).

2.1.2. Borçlanma Maliyeti

Firmalar tarafından kullanılan yabancı kaynaklar kısa ve uzun vadeli banka kredileri, satıcı kredileri, finansman bonoları, tahvil ve biraz farklı biçimde finansal kiralama biçiminde olabilir. Dolayısıyla, hangi biçimde olursa olsun yabancı kaynaklar yani borçlar için ödenen faizi yabancı kaynak maliyeti olarak kabul edebiliriz. Ancak faiz giderleri vergi tasarrufu sağladığı için bir firmanın gerçek borç maliyeti vergi sonrası borç maliyeti olarak hesaplanmalıdır. Çünkü borç için ödenen faiz firmanın vergi matrahından mahsup edilmekte ve firmanın daha az vergi vermesini sağlamaktadır. Buna göre;

Vergi Sonrası Yabancı Kaynak Maliyeti = Faiz Oranı (1-Vergi Oranı) olacaktır.

Eğer borcun faiz oranını (k_d) ve vergi oranını da (V) ile gösterirsek, formül olarak aşağıdaki gibi yazabiliriz:

$$\text{Vergi Sonrası Yabancı Kaynak Maliyeti} = (k_d) (1-V) \quad (2.5)$$

Örneğin, %18 faizle alınan bir borcun gerçek maliyeti, eğer vergi oranı %20 ise;

$$\text{Borç Maliyeti} = 0,18 (1 - 0,20) = 0,144 \text{ yani}$$

Borç Maliyeti = %14,4 olacaktır (Sarıaslan, H., C. Erol 2014: 183).

Borçlanma sonucu ortaya çıkan faiz giderlerinin, vergi matrahından indirilebilmesi sonucunda vergi matrahı küçülmekte dolayısıyla işletme daha az vergi ödemektedir. Buna karşın, öz kaynak sahiplerinin işletmeye getirdikleri sermaye karşılığında işletmenin ortaklarına dağıttığı kâr payının vergi matrahından indirilme olanağı yoktur. Zaten kâr payları, dönem net kârı (kârın vergisi ödendikten veya tahakkuk ettirildikten sonra) belirlendikten sonra dağıtılmaktadır (Sayılğan, 2011: 275).

2.1.3. Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti

Ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti (AOSM), (Weighted Average Cost of Capital=WACC), firmanın belirli bir tarihte bilançonun pasifinde bulunan (uzun vadeli yabancı kaynak + öz sermaye) kaynaklarının maliyetlerinin ağırlıklı ortalamasıdır (Sayılğan, 2011: 270).

Aşağıdaki şekilde hesaplanabilir:

$$k_a = k_e W_e + k_d (1 - T) W_d \quad (2.6)$$

Burada;

k_a : Ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti,

k_d : Borcun maliyeti,

k_e : Öz sermaye maliyeti,

W_d : Borcun toplam içerisindeki oranı,

T = Vergi oranı,

W_e : Öz sermayenin toplam içerisindeki oranı,

$W_d + W_e = 1$ dir.

AOSM' de asıl olan borcun toplam içerisindeki oranı (W_d) ve öz sermayenin toplam içerisindeki oranı (W_e)' nin cari değerler üzerinden hesaplanmasıdır. Burada öz sermayenin cari değeri olarak firmanın borsadaki hisse senedi fiyatı ile toplam hisse senedi sayısının çarpımı kullanılabilir.

Örneğin, AOSM hesaplanmak istenildiğinde firmaya ait mevcut bilgiler aşağıdaki gibi olsun;

$$k_d = \%14.27$$

Borçların piyasa değeri = 1.603.380 TL

$$k_e = \%15$$

$P_0 = 182$ TL dir. Eğer firmanın vergi oranı %35 ve toplam 5.873 adet hisse senedi bulunmakta ise firmanın ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti;

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

$$\begin{aligned} \text{Öz sermayenin piyasa değeri} &= \text{Hisse Senedi Fiyatı} \times \text{Toplam Hisse Senedi Sayısı} \\ &= 182 \text{ TL} \times 5.873 \text{ adet} \\ &= 1.068.886 \text{ TL} \text{ olmaktadır.} \end{aligned}$$

$$V = \text{Borç} + \text{Öz sermaye}$$

$$V = 1.603.380 + 1.068.886$$

$$V = 2.672.300 \text{ TL} \text{ toplam borç ve öz sermaye tutarıdır.}$$

Buradan bu kaynakların toplam içerisindeki payları $\text{Borçlar} / \text{Toplam} = \%60$,

$\text{Öz sermaye} / \text{Toplam} = \%40$ olmaktadır. Değerler yerine konulduğunda;

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

$$k_a = \%11,56 \text{ olarak bulunmaktadır (Ercan, M.K., ve Ü. Ban, 2009: 214-215).}$$

2.2. Sermaye Yapısı

Sermaye yapısı oluşumunda önemli olan konu, borçlardan oluşan fonlarla, öz sermayenin miktarıdır. Toplam sermaye içindeki borç ve öz sermaye oranının ne şekilde olacağını belirlemesidir. Bu yönde verilecek karar firmanın finansal yapısını etkileyecektir. Amaç borç ve öz sermayenin en uygun karışımını bulmaktır. Gelir ve risk, finansal yapının optimum olarak belirlenmesinde iki anahtar değişkendir.

Sermaye yapısı kararlarının başlıca amacı, uzun vadeli finansman kaynaklarının optimal bir bileşimini sağlayarak, firmanın piyasa değerini en yükseğe çıkarmaktır. Optimal Sermaye Yapısı olarak da ifade edilen bu kaynakların karışımı, firmanın toplam sermaye maliyetini de minimum kılmaktadır (Usta, 2008: 65-66).

Finansmana ilişkin alınacak kararlarda kaynaklar arasında seçimde bulunurken uygunluk, maliyet, risk ve esneklik ilkeleri göz önünde bulundurulur. Kaynak seçiminde etkili olan faktörleri;

- 1-Ülkenin genel ekonomik durumu
- 2-Sanayi sektöründeki gelişmeler ve sektörün niteliği
- 3-Firmanın niteliği
- 4-Para ve maliye politikaları, bu konuda ortaya konan yasal hükümler
- 5- Kredi verenlerin davranışları olarak, sayabiliriz (Özdemir, 1997: 403-406).

2.2.1. Sermaye Yapısı İle İlgili Yaklaşımlar

Optimal sermaye yapısı ağırlıklı ortalama sermaye maliyetinin (AOSM) minimum ve firma değerinin maksimum olduğu yapı olarak tanımlanır. Optimal sermaye yapısı risk ve getiri oranları arasında denge kuran, sermaye maliyetini en aza indirmeye çalışan ve bu şekilde hisse senedi fiyatının ve firma değerinin maksimum olduğu yapı olarak tanımlanır. Bir başka deyişle, işletmeler fon gereksinimlerinin ne kadarını öz kaynak ve ne kadarını yabancı kaynak ile karşılaşırsa sermaye maliyetlerini azaltıp piyasa değerini yükseltebilirler (Günay, 2012: 100).

Optimal sermaye yapısı konusunda, geçmişten günümüze kadar çeşitli görüşler ortaya atılmış ve önemli tartışmalar yaşanmıştır. Bu görüşlerin odak noktasını kullanılan fonların bileşiminin değiştirilmesiyle bir firmanın gerçek değerinin ve sermaye maliyetinin bundan nasıl etkileneceğini saptamak oluşturmaktadır. Bu konu ile ilgili finans literatüründe dört farklı yaklaşım ortaya atılmıştır.

Bunlar sırasıyla;

- Net Gelir Yaklaşımı
- Net Faaliyet Geliri Yaklaşımı
- Geleneksel Yaklaşım
- M-M (Modigliani- Miler) Yaklaşımıdır.

Bu yaklaşımların dayandığı temel varsayımlar şunlardır:

- İşlemlerin maliyeti yoktur.
- İşlemlerin faiz ve vergi öncesi kârları değişmeden kalmaktadır.
- Firma elde ettiği kârın tamamını kâr payı olarak dağıtmaktadır.
- Firmanın faaliyet veya firma riski değişmemektedir.
- Vergi söz konusu değildir. (Bu varsayım daha sonraları ortadan kaldırılmıştır.)

Yukarıda sayılan varsayımlara göre bir firmanın üç adet kazanç (veya maliyet) oranı dikkate alınmaktadır. Bunlar k_i , k_e , k_o ' dir.

Bu oranları kısaca formüle edecek olursak;

$$k_i = \frac{I \text{ (Yıllık Faiz Giderleri Toplamı)}}{B \text{ (Borçların Cari Piyasa Değeri)}} \text{ olarak ifade edilir.} \quad (2.7)$$

k_i = Borç fon sağlayanların (kreditörler) getirisi olarak adlandırılır.

$$k_e = \frac{PBK \text{ (Hisse Senedi Başına Düşen Kâr)}}{S \text{ (Dolaşımdaki Hisse Senedi Piyasa Değeri)}} \text{ olarak ifade edilir.} \quad (2.8)$$

k_e = Sermaye sahiplerinin (firma ortaklarının) getirisi olarak adlandırılır.

$$k_o = \frac{FVÖK \text{ (Faiz ve Vergi Öncesi Kâr)}}{V \text{ (B+S=Firmanın Cari Piyasa Değeri)}} \text{ olarak ifade edilir.} \quad (2.9)$$

k_o = Kapitalizasyon oranı veya firmanın toplam sermaye maliyeti olarak adlandırılır.

Daha önce söz edilen her dört yaklaşım, sermaye yapısını belirlerken bu yukarıdaki üç faktörle ilgilenmekte ve kaldıraç oranı (borç/öz sermaye) artarken k_i , k_e , k_o 'nun alacağı değerle ilgilenmektedir (Özdemir, 1997: 406-408 ; Usta, 2008: 65-66-67).

2.2.1.1. Net Gelir Yaklaşımı

Bu yaklaşıma göre yabancı kaynak (borç) payının sermaye yapısı içinde artış göstermesi AOSM'nin düşmesine ve firma değerinin artmasına neden olacaktır. Yabancı kaynakların riski öz kaynaklara göre daha az olduğu için daha düşük maliyete sahiptirler. Bu yaklaşıma göre gerek öz kaynak gerekse yabancı kaynak maliyetleri sermaye yapısı değişse bile sabit kaldıklarından daha yüksek miktarda yabancı kaynak

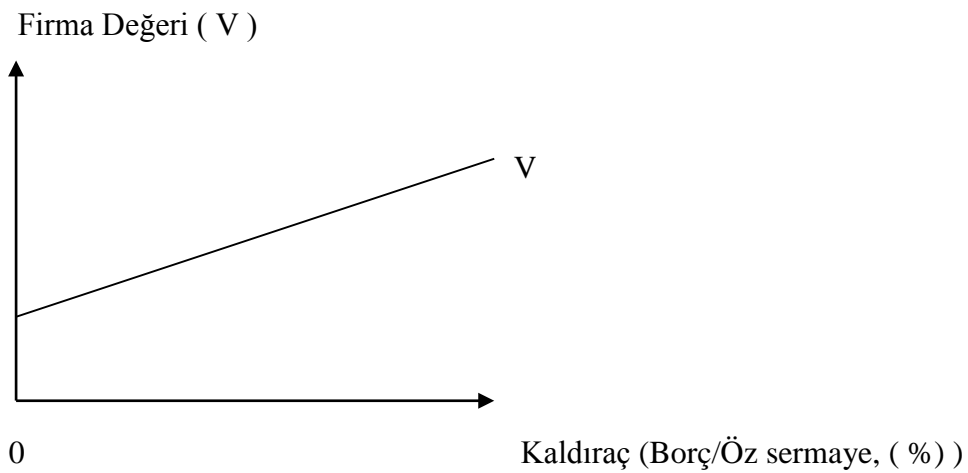
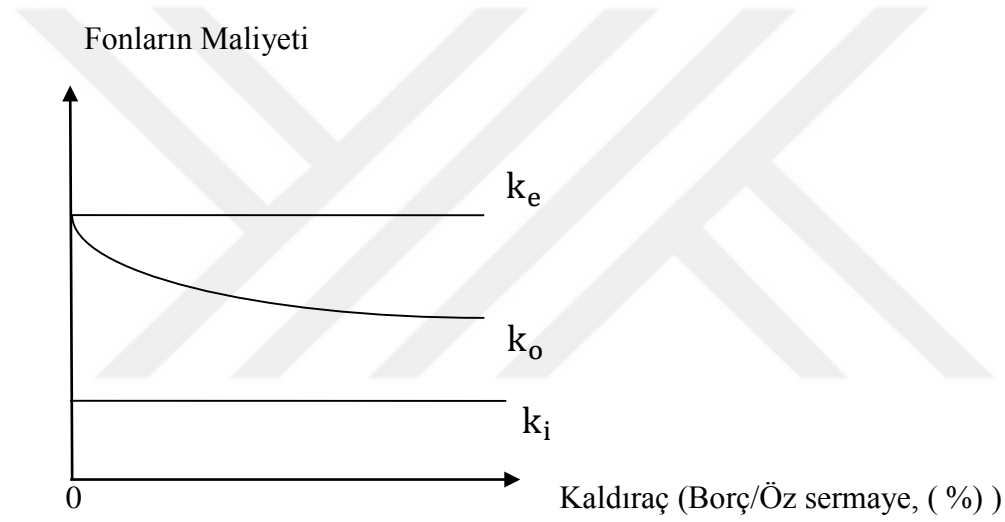
veya borç kullanmak AOSM'nin düşmesine neden olacaktır. AOSM'nin düşmesi de firma değerinin artmasına neden olacaktır (Günay, 2012: 102).

Net Gelir Yaklaşımı, hem firmanın toplam sermaye maliyetinin hem de firmanın piyasa değerinin kaldıraç oranından etkileneceğini ileri sürmektedir. Bu yaklaşımın kritik olan yönü kaldıraç oranı artarken k_i ve k_e 'nin değişmediği varsayımdır.

Yabancı kaynak sağlayanların kârlılığının değişmeden kalması durumunda, sermaye yapısındaki bir değişiklik, bir bütün olarak işletmenin sermaye maliyetini etkileyebilmektedir (Özdemir, 1997: 409 ; Usta, 2008: 68).

Bu yaklaşım ile ilgili durum aşağıdaki şekil yardımıyla gösterilmiştir.

Şekil 2.1: Net Gelir Yaklaşımı



Kaynak: (Akgüç, 1998: 487-488)

Şekil 2.1’de görüldüğü üzere borç oranındaki artış ortalama sermaye maliyetinde (k_o) düşüğe, firma değerinde artışa neden olmaktadır. Bu yaklaşıma göre sermaye yapısındaki bir değişiklik öz sermaye (k_e) ve borçlanma maliyetlerinde (k_i) değişikliğe neden olmaz.

Öz sermaye maliyetinin borç maliyetinden daha yüksek olduğu ve öz sermaye maliyetinin ve yabancı kaynak maliyetinin firmaların çeşitli sermaye yapıları için sabit kalması bu yaklaşımın dayandığı iki temel varsayımdır (Yakar, Selçuk Üniversitesi, 2011: 6).

Firma bu varsayıma göre, kaldıraç oranını artırmak suretiyle piyasa değerini artırabilir ve toplam maliyetini azaltabilir (Özdemir, 1997: 409 ; Usta, 2008: 68).

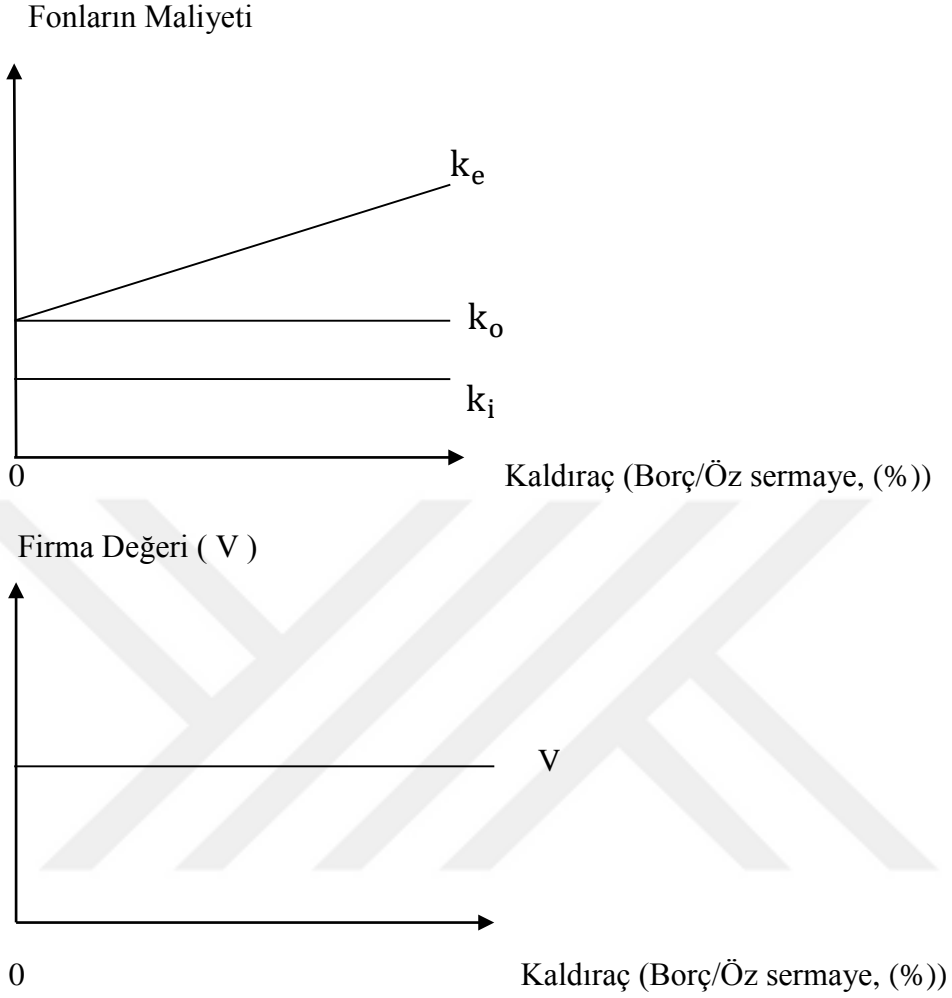
2.2.1.2. Net Faaliyet Geliri Yaklaşımı

David Durand tarafından 1952 yılında yazılan makalede net faaliyet geliri yaklaşımı tanımlanmıştır. Bu yaklaşım, net gelir yaklaşımının tersine sermaye yapısı ile firmanın piyasa değeri arasında bir ilişki olmadığını ve firmanın sermaye yapısındaki değişmelerin firma değerini (V) etkilemediğini öngörür (Ercan, M.K., ve Ü. Ban, 2009: 231; Yakar, Selçuk Üniversitesi, 2011: 7).

Firma yabancı kaynak kullanımına ağırlık verdikçe öz kaynak maliyeti artacaktır. Ancak öz kaynaklardaki söz konusu maliyet artışı AOSM ‘yi etkilemeyecektir. Daha düşük maliyetli olan yabancı kaynakların kullanımını artırmak öz kaynakların maliyetindeki artış ile dengelenecek ve AOSM ve ona bağlı firma değeri değişmeyecektir (Günay, 2012: 106).

Bu görüşün savunucuları, teorilerini etkin bir sermaye piyasasındaki arbitraj olanaklarına dayandırır. Net faaliyet geliri yaklaşımını savunan iki önemli yazar, Modliagni-Miller (M-M), piyasanın etkin, yatırımcıların akılcı oldukları bir ortamda finansal yapının firma değerini ve ortalama sermaye maliyetini etkilemeyeceğini belirtmişlerdir. Ancak bu durum, vergi oranının “0” olduğu bir ortam için geçerlidir. Vergi oranı göz önüne alındığında, M-M’ e göre, borçlanma oranı arttıkça ortalama sermaye maliyeti de düşecektir (Bolak, 2010: 260).

Şekil 2.2: Net Faaliyet Geliri Yaklaşımı



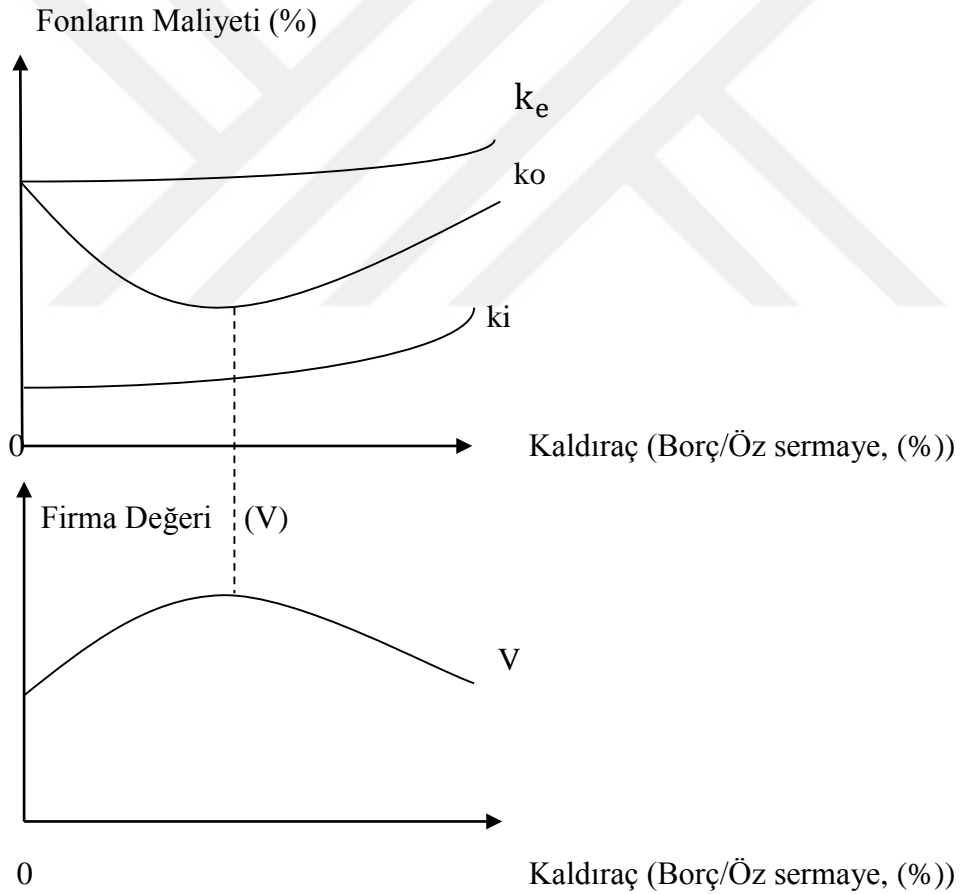
Kaynak: (Akgüç, 1998: 490)

Şekil 2.2’de görüldüğü üzere bu yaklaşım firmanın ortalama sermaye maliyetinin (k_o) tüm sermaye yapılarında aynı kaldığını belirtir. Ayrıca firmanın, ortalama sermaye maliyetinden düşük maliyetli kaynak sağlaması halinde firmanın öz sermaye maliyetinin (k_e) yükseleceğini varsayar. Firmanın borç oranı arttıkça firmanın riski de artar. Bundan dolayı ortaklar yatırmış oldukları sermayeye, yüksek risk seviyesinde yüksek getiri oranı isteyeceklerinden firmanın borç seviyesi arttıkça, öz sermayenin maliyeti (k_e) de artar (Yakar, Selçuk Üniversitesi, 2011: 8).

2.2.1.3. Geleneksel Yaklaşım

Geleneksel yaklaşıma göre firma için bir optimal sermaye yapısı vardır. Firma finansal kaldıraçtan yararlanarak ortalama sermaye maliyetini düşürebilir ve böylece piyasa değerini yükseltebilir. Firma daha az maliyetli olan borcu sermaye yapısına katarak ortalama sermaye maliyetini düşürebilir. Ortalama sermaye maliyetinin en düşük olduğu nokta firmanın optimal sermaye yapısı olmaktadır. Bu noktaya ulaşıldıktan sonra firmanın borçlanmaya devam etmesi gerek öz sermaye, gerekse borç maliyetlerini artıracığından ortalama sermaye maliyeti yükselmeye başlayacaktır (Türko, 2002: 500-501).

Şekil 2.3: Geleneksel Yaklaşım



Kaynak: (Yakar, Selçuk Üniversitesi, 2011: 10)

Şekil 2.3'de görüleceği üzere; bu yaklaşımda da firma öz sermaye maliyeti (k_e) borçlanma maliyetinden (k_i) yüksektir. İstenilen yüksek kâr payları yüzünden özsermaye maliyeti yükselir. Yabancı kaynaklara daha düşük maliyetli olduğu için

sermaye yapısı içerisinde yer vererek firma, ortalama sermaye maliyetini (k_o) düşürebilir. Firma optimal sermaye yapısına ortalama sermaye maliyetinin en düşük olduğu noktada ulaşır. Bu noktada firma değeri de (V) maksimumdur. Optimal sermaye noktasından sonra borçlanmaya devam edildiğinde piyasa değeri de düşer. Bununla birlikte hem borçların maliyeti hem de öz sermayenin maliyeti artar (Yakar, Selçuk Üniversitesi, 2011: 10).

2.2.1.4. Modigliani-Miller Yaklaşımı

Modigliani-Miller yaklaşımı, firma borçlarının maliyetinin borç yapısına bağlı olarak artmayacağını söylemektedir. Başka bir ifade ile firmaya kredi verenler, firmanın sermaye yapısının borcun lehine artması durumunda faiz oranlarını artırmayacaktır (Ercan, M.K., ve Ü. Ban, 2009: 236).

Finans teorisinde sansasyonel bir biçimde ortaya atılan yaklaşım, net gelir yaklaşımına tepki olarak formüle edilmiştir. M-M teoremi, toplam sermaye maliyetinin apsis eksenine eşit uzaklıkta bir doğru şeklinde seyrettiğini, buna göre optimum bir sermaye yapısının söz konusu olmadığını ya da firma değerinin finansman biçiminden bağımsız olduğunu savunur. Bu teoremin değerlendirilmesi için teoremin dayandığı varsayımları şöyledir;

- Eksiksiz bir sermaye piyasası söz konusudur. İşlem maliyetleri sıfır, bilgiler eşit olarak dağılmakta ve değerlendirilmekte, yatırımcılar rasyonel davranmaktadır. Tek başına bir yatırımcının menkul kıymet fiyatları üzerinde bir etkisi bulunmamakta ve tüm yatırımcılar aynı faiz oranı ile borçlanabilmekte ve borç verebilmektedir. Bireysel yatırımcılar firmalarla bir sınırlama olmaksızın aynı şartlarda borçlanabilirler.
- Beklenen gelirler sabittir. Firmalar eşit varlık riskine sahiptir. Benzer operasyonel koşullarda faaliyet gösteren, aynı risk grubuna giren tüm firmalar için iş riski aynıdır ve gelecek için beklenen gelirlerin elde edilme olasılığı aynıdır.
- Vergi analize dahil edilmemiştir (Bu varsayım daha sonra kaldırılmıştır). İflas maliyetleri yoktur.

- Yatırımcılar firmaların gelecekteki getirileri ile ilgili olarak homojen beklentilere sahiptir.
- Gelecekteki nakit akımlarında bir büyüme söz konusu değildir.

Bu varsayımlarda hareket eden M-M' göre, aynı risk grubunda yer alan gelir beklentileri aynı olan firmalar homojen varlıklardır. Zira firma değerini belirleyen faktörler varlık riski ve kârdır. Homojen malların, eksiksiz sermaye piyasası koşulları altında fiyatları eşit ya da toplam sermaye maliyet oranları aynıdır. Farklı sermaye yapısı nedeniyle, fiyat farklılaşmaları ortaya çıkarsa, tam rekabet piyasasında arbitraj süreci harekete geçerek fiyatları yeniden dengeye getirir. Arbitrajcular, rasyonel davranan yatırımcılardır ve firmanın kaldıraç politikasına kişisel kaldıraç politikaları ile cevap verirler (Akın vd., 2015: 205-206 ; Baraçlı, H., ve M., İme, 2013: 359-360).

Yukarıda belirtilen varsayımlar altında 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 sermaye yapısını 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. Yatırım kararının alınmasında kullanılacak iskonto oranı, yani yatırımlarda beklenen minimum kârlılık oranı, yatırımın finansman şeklinden tamamen bağımsızdır (Türko, 2002: 505-506).

Modele kurumlar vergisi dâhil edilince sağlanan vergi tasarrufu etkisi ile borç, öz sermayeye göre daha avantajlı hale gelir. Çünkü faiz giderleri vergi matrahından indirim konusu yapılabilirken, temettü ödemeleri için böyle bir avantaj söz konusu değildir. Sermaye yapısında borç oranı arttıkça, ortalama sermaye maliyeti (k_o) düşer ve firma değeri artar. Düzeltilmiş modelde, faizin vergi tasarrufu etkisi nedeniyle borcun maliyeti (k_i) azalırken, vergi tasarrufunun etkisi ile hissedarlar daha az risk primi talep ederler. Bu da öz sermaye maliyetini (k_e) düşürür. M-M yaklaşımına getirilen en temel eleştiri yaklaşımın dayandığı varsayımların gerçekçi olmayışıdır. Bir diğer eleştiri noktası ise sermaye piyasasında arbitrajın yazarların savunduğu şekilde gerçekleşmeyeceği ileri sürülmektedir (Akgüç, 1998: 498).

ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

BORÇLANMA ARAÇLARI

3. 1. KISA VE ORTA VADELİ BORÇLANMA ARAÇLARI

Firma için önemli olan, finansman kaynaklarının ihtiyaç olduğu zamanda ve uygun maliyet ile elde edilebilmesidir. Elde edilen kaynakların firma değerine katkı sağlayacak şekilde kullanılması, optimal finansman kullanımı için tüm seçeneklerin risk ve getiri açısından analiz edilmesi gerekmektedir.

Firmaların kullanabilecekleri fonlar kaynaklarına ve vadelerine göre incelenebilir. Kaynağına göre öz kaynak, yabancı kaynak ve oto finansman olarak sınıflandırmak mümkündür. Vadelerine göre bir ayırım yapılmak istenirse kısa, orta ve uzun vadeli kaynaklar olarak sınıflandırılabilir.

Kısa vadeli fonlar firmaların, en fazla 1 yıl içerisinde veya yılsonunda geri ödenmek suretiyle kullandıkları borçları ifade etmektedir. Genellikle döner varlıkların finansmanı için kullanılır. Kısa vadeli fon tutarı, mevsimlik değişimler, firma varlıklarının yapısı, kaynakların maliyeti, ekonomik koşullar, kısa süreli borçların vadesinin uzatılması, faiz oranlarındaki değişimlere ilişkin tahminler, kurumsal yapı ve işletmenin hukuki yapısı, başka seçeneklerin yokluğu ve benzeri faktörler tarafından belirlenir (Ceylan, A., ve T. Korkmaz, 2010: 150-151 ; Poyraz, 2008: 362).

Geri ödenmesi bir yıl içinde yapılacak olan bu borçlanma türlerini sürekli hale getirmenin önemli sakıncaları vardır. Firmanın risk derecesini etkileyen kısa süreli kaynak kullanımının sınırları ekonominin durumu ve iş kolunun özelliğine bağlıdır. Kısa süreli kaynakların faiz oranı ile uzun süreli kaynakların faiz oranı arasında bulunan fark ve uzun vadeli fon kaynaklarının kıtlığı firma yönetimini aşırı kısa süreli finansman kaynakları kullanımına yönelterek hatalı karar almaya yol açar (Pamukçu, 1999: 238).

Türkiye'de Merkez Bankası, vadeleri 5 yıla kadar olan senetleri reeskonta kabul ettiğinden, uygulamada vadeleri 1-5 yıl arasında olan kredileri orta vadeli krediler olarak değerlendirme eğilimi vardır. Kiralamayla sağlanan fonlar orta vadeli kredilerin içinde düşünülür (Ceylan, A., ve T. Korkmaz, 2010: 186).

Orta vadeli banka kredilerini, diğer kredilerden ayıran iki temel özellik vardır. Birincisi, vadenin 1 yıldan uzun olması, ikincisi ise verilen kredinin bir borç anlaşmasına bağlı olmasıdır. Orta vadeli borçların ödenmesi, ödeme planına uygun olarak üç aylık, altı aylık veya yıllık olarak yapılır. Ödeme planı, genellikle borçlunun nakit girişlerine uygun olarak hazırlanır. Ödemeler, genellikle eşit taksitler halinde yapılır. Orta vadeli kredi veren bir banka, verdiği krediyi garantiye almak için firmanın, anlaşmanın yapıldığı zamandaki finansal durumunun devam etmesini isterler ve anlaşmalarda kendi lehlerine koruyucu hükümlere yer verirler (Ceylan, A., T. Korkmaz, 2013: 146-147).

Firmanın kısa vadeli kredi kaynakları; kendiliğinden oluşan krediler ile finansal kredilerden oluşur. Bunlardan birincisine örnek ticari krediler ile tahakkuk eden borçlar, diğerine örnekse kısa vadeli bank kredileri yani finansal kredilerdir. Kısa vadeli kredilerin başlıcaları şunlardır:

- Kısa vadeli ticari (satıcı) krediler,
- Kısa süreli banka kredileri (finansal krediler),
- Finansman bonoları,
- Faktöring
- Varlığa dayalı menkul kıymetler,
- Diğer kısa vadeli krediler,
- Alacak ve stok finansmanı,
- Hazine bonosu,
- Repo işlemleri
- Dış ticarete yararlanılan kısa vadeli finansman imkânları (Okka, 2015: 218 ;

Poyraz, 2008: 364).

Kısa vadeli krediler genellikle firmanın çalışma sermayesinin finansmanı için kullanıldığından, bu kredilerin ödenmesi, döner varlıkların paraya çevrilmesi ile sağlanır. Kısa vadeli krediler kendisini ödeyen krediler olarak düşünülür. Bu tür krediler döner varlıkları özellikle, alacak ve stokları finanse etmek için kullanılır. Alacaklar tahsil edildiğinde ya da stoklar paraya çevrildiğinde, alınan krediler ödenecektir. Kısa vadeli kredileri ödeyecek fonların sağlanması bu bakımdan ek bir çaba gerektirmeyecektir (Büker vd., 1997: 304).

3.1.1. Kısa Vadeli Banka Kredileri

Firmalar için kısa vadeli borçlanma kaynaklarının büyük bir bölümünü kısa vadeli banka kredileri oluşturur. Nerdeyse tüm firmalar ticari kredi kullanırken, tüm firmaların banka kredisi kullanma gerekliliği bulunmamaktadır. Kısa vadeli teminatsız banka kredileri firma yatırımları içinde mevsimsel yatırımların finansmanında kullanılır. Kısa vadeli banka kredileri, kredi sınırı ve işlem kredisi olmak üzere iki şekilde kullanılabilir (Rao, 1987: 592-593).

Kısa süreli banka kredilerinden yararlanan firmaların genel özellikleri:

- Nispeten yeni kurulmuş (genç) firmalar
- Orta çaplı firmalar
- Fon ihtiyaçları mevsimlik olan firmalar
- İhracata yönelmiş firmalar
- İthalatı yüksek boyutta olan firmalar
- Kârlılığı genel ortalamadan düşük olan firmalar
- Kârlılığı çok yüksek olan firmalar

Firmaların finansman kaynağı olarak kullandıkları banka kredilerinin bir takım sakıncalı yönleri bulunmaktadır.

- Banka kredilerinden ancak belirli niteliklere sahip firmaların yararlanabilmesi
- Banka kredileri için genellikle güvence istenmesi
- Banka kredilerinin bazı hallerde maliyetinin yüksek oluşu
- Kredilerin süresinde ödenmemesi halinde bazı bankaların katı, zorlayıcı tasfiye yollarına başvurması

Firmaların, çalışacakları banka veya bankaları seçmede dikkate alacakları etmenler bulunmaktadır. Çalışılacak banka veya bankaların seçimi, özellikle gelişmekte olan firmaların verecekleri en önemli kararlardan biridir. Banka ilişkileri, firmaların kaynak maliyetini etkilediği gibi, zor zamanlarda firmanın varlığını sürdürmesinin belirleyen önemli etmenlerden bir olmaktadır. Gerçekten banka desteği, firmaların varlıklarını düşürmeden zor zaman atlattıklarına olanak vermektedir. Ayrıca, bankalarla plâsman müşterileri olan firmalar arasında çoğu kez, kişisel olarak nitelendirilebilecek bir ilişki mevcut olup; bankaların plâsman müşterilerinin bir tür finansman ve yönetim

danışmanı olma işlevleri de bulunmaktadır. Gerçekten bankalar arasında, izledikleri politikalar, kaynak yapıları, kredi olanakları yönünden önemli farklılıklar olabilir.

Bankalar arasında yapılacak seçimde dikkate alınabilecek etmenler şu noktalarda toplanabilir:

-Bankaların risk alma konusundaki temel politikaları farklı olabilir. Tutucu, ihtiyatlı politika izleyen bankaların yanı sıra yaratıcı bankacılık uygulamasına ağırlık veren bankalar olabilir. Bankaların kredi politikalarındaki farklılık mevduat ve şube sayılarına göre değişkenlik gösterir.

-Bazı bankalar firmalara danışmanlık hizmeti ve destekleyici kredilerde etkin iken, bazı bankalar belirli sayıda olan eski kredi müşterileriyle çalışmayı tercih ederler.

-Firmaların mali açıdan güç duruma düşmesi halinde bankaların tutumları birbirinden farklı olabilir. Güç duruma düşülmesi halinde, destekleyici bir politika izleyecek bankalarla çalışmak, kuşkusuz, firmalar açısından emniyeti artıracak bir etmendir.

-Bankalar, mevduatın istikrarı açısından da farklılık gösterebilirler. Bankaların en önemli kaynağını mevduat oluşturduğundan, mevduatın istikrarlı bir gelişim gösterip göstermemesi, bankaların izleyecekleri kredi politikasını ve müşterilerin güç duruma hatta krize düşmeleri halinde gösterecekleri tutumu etkileyen hatta belirleyen bir etmen olmaktadır.

-Bazı bankalar, belirli sektörlerin, belirli endüstrilerin finansmanında uzmanlaşmışlardır. Bankanın uzmanlaştığı alanda faaliyet gösteren bir firma, bankadan daha yakın bir işbirliği, destek, danışmanlık, hizmet ve yaratıcı öneriler sağlayabilir.

-Büyüklik, bankaların diğer önemli bir karakteristiğini oluşturur. Bir bankanın verebileceği en fazla kredi limitinin öz kaynağının belli bir oranı ile sınırlı olması nedeniyle büyük firmalar, genellikle büyük bankalar ile çalışmayı isterler. Küçük çaplı bankaların, yasal kredi sınırları nedeniyle büyük firmaların kredi gereksinimlerini karşılamak olanakları ya yoktur ya da çok sınırlıdır.

-Bankaların sundukları hizmetlerin çeşitliliği ve kalitesi, bankalar arası rekabet, bankaları yeni hizmetler sunmaya itmektedir. Bu konuda bazı bankalar, daha yaratıcı hizmetler geliştirdikleri halde, bazı bankaların sundukları hizmetler sınırlı kalmaktadır.

-Bankaların telafi edici balans politikaları da (verdikleri kredilere karşı, müşterilerden mevduat bulundurma istemleri) farklı olabilir.

Ülkemizde genellikle kredi istemi, kredi sunumunu aştığından, özellikle küçük hatta orta çaplı firmaların, banka seçimi konusunda serbestileri sınırlıdır. Genellikle hangi bankalar kredi veriyorsa, bu tür firmalar o bankalarla çalışmak durumundadır.

Bununla beraber, bankalarla ilişki kurmak, iyi ilişkiler geliştirmek, önem taşır. Bir finans yöneticisi açısından, bankalarla ilişki kurmakta belki en elverişsiz zaman, tam krediye gereksinim olduğu zamandır. Finans yöneticisinin, kredi başvurusundan önce, banka yöneticileri ile ilişki kurması, onları ziyaret etmesi, firmayı tanıtıcı bilgiler vermesi, işyerine davet etmesi yararlı olabilir. İş ilişkisi kurulmadan, ilk kez, kredi talebi nedeniyle firmanın banka yöneticileriyle karşılaşması, kredi kararları üzerinde olumsuz etki yapabilir (Akgüç, 2010: 534-544).

Uygulamada bankaların firmalara açtıkları kısa vadeli krediler; avans kredisi, cari hesap kredisi, senet iskontosu, açık kredi, kefalet karşılığı kredi, teminat karşılığı kredi, akreditif kredisi, teminat ve kefalet mektuplarıdır (Ceylan, A., ve T. Korkmaz, 2010: 152-153).

Firmaların kısa süreli banka kredilerinden yararlanabilmesi için gereken işlemleri yerine getirmesi, banka açısından da kredi değerinin tespit edilmesi gerekir. Banka tarafından kredi verilebilir firmalar belirli bir faizi ödemek suretiyle bu kredilerden yararlanabilir (Büker vd., 1997: 309).

3.1.2. Finansman Bonosu

Finansman bonosu esas itibariyle piyasada iyi bir izlenim sağlamış, güvenilirliği yüksek büyük firmaların belirli bir teminat göstermeden belli bir vadeyle ihraç etmiş oldukları kısa vadeli ve bu borçlanma aracıdır. Firma, kısa vadeli kaynak ihtiyacını finansman bonosu ihraç ederek temin edebilir. Ancak belli bir hukuki yapıya sahip ve güvenilirlikleri yüksek olan firmaların bu yöntem ile kaynak sağlama olanakları mevcuttur. Finansman bonosu ilk kez 1920 yıllarında ABD' de banka kredilerine karşı başvurulacak bir seçenek olarak kullanılmaya başlanmıştır. O dönemdeki mevcut yasaların banka kredileri üzerindeki yoğun baskısı bu aracın ortaya çıkmasında etkin rol oynamıştır. Daha sonraki zamanlarda yasal kısıtlamalar kaldırılmasına rağmen finansman bonosu piyasada ABD ve diğer batı ülkelerinde artan bir şekilde önemini devam ettirmiştir.

Türkiye’de gerekli yasal düzenlemelerin ardından firmaların finansman bonosu ihracına ilk kez 1986 yılında izin verilmiştir. Finansman bonosunda satış şekli ya doğrudan halka arz ya da blok satış şeklinde olur. Bu yüzden, finansman bonosunu ihraç eden firma vade sonunda finansman bonosunu satın alan yatırımcılara üzerinde yazılı nominal değeri ödemekle sorumludur. Dolayısıyla finansman bonosunu ihraç eden firmanın kredi notu ihracın başarısında önemli bir rol oynar. Bu kaynak kredibilitesi yüksek olan firmalar için geçerlidir (Dağlı, 1999: 250-251).

Sermaye Piyasası Kurulu tarafından 7 Haziran 2013 tarih ve 28670 sayılı Resmi Gazetede yayımlanan Borçlanma Araçları Tebliği’nde 18 Şubat 2017 tarih ve 29983 sayılı Resmi Gazetede yapılan değişiklik ile finansman bonosu ‘İhraççıların bu Tebliğ hükümlerine göre borçlu sıfatıyla düzenleyip sattığı ve nominal değerinin vade tarihinde veya vade tarihine kadar taksitler halinde yatırımcıya geri ödenmesi taahhüdünü içeren, vadesi 30 günden az 364 günden fazla olmayan borçlanma aracı’ olarak tanımlanmıştır.

Finansman bonoları, ihraç eden firma tarafından belirlenen vadeye uygun iskonto oranları ile iskonto edilerek bulunan fiyat üzerinden satılır. Aynı zamanda finansman bonolarının kupon ödemeli olarak ihracı da olabilmektedir.

Borç senedi olarak da adlandırılan Finansman Bonoları teminat türü farklılıkları sebebiyle aşağıdaki gibi 5 farklı kategoriye ayrılır:

A Tipi; Hiç bir garanti kaydı taşımayan finansman bonolarıdır.

B Tipi; Bankanın ihraççıya sağladığı, finansman bonosu bedellerinin ödenmesi için bankanın kısmen veya tamamen kullanılmayı taahhüt ettiği kredi desteği ile çıkarılan finansman bonolarıdır.

C Tipi; Banka garantisi ile çıkarılan finansman bonolarıdır.

E Tipi; Hazine garantisi ile çıkarılan finansman bonolarıdır.

F Tipi; Başka bir anonim şirketin müşterek borçlu ve müteselsil kefil sıfatıyla ödeme garantisi ile çıkarılan finansman bonolarıdır.

Finansman bonolarının satış fiyatı formülü aşağıda yer almaktadır.

$$SF = ND / (1 + r)^{a/b} \quad (3.1)$$

SF= Satış Fiyatı; ND = Nominal Değer; r = İskonto Oranı; a = Vadeye Kalan Süre; b = Vade

Finansman bonoları, kısa vadeli borç kaynakları içinde maliyeti en düşük olan menkul kıymet olduğu için, firmalar tarafından tercih edilmektedir. Ancak; finansman bonusu çıkaracak olan firmanın, sektörün önde gelen ve kârlı firmalarından biri olmaması durumunda finansman bonolarına yeterli talep olmayacaktır (Kaykusuz, 2012: 97-98).

Finansman bonusu esas itibarıyla teminatsız ihraç edilmesine rağmen seyrek de olsa bazen çeşitli şekillerde teminata bağlanabilmektedir. Banka destek kredili finansman bonusu, banka garantili finansman bonusu, devlet garantili finansman bonusu, portföy garantili finansman bonusu ve başka bir firma garantili finansman bonusu buna örnek olarak gösterilebilir. Finansman bonolarına iskonto faiz uygulanır. Satış fiyatı ile nominal değer arasındaki fark finansman bonusunun iskonto faizini oluşturur.

Finansman bonusunun firmalar için en önemli dezavantajı, her istenildiği an bu yolla güvenilir şekilde kaynak temininin güç olmasıdır. Finansman bonusu ihraç ederek kaynak temini zaman alabilir. Çünkü öncelikle firmanın söz konusu bonoları satın alacak yatırımcıları bulması gerekecektir. Ayrıca bu yol ile temin edilebilecek fon miktarı piyasadaki potansiyel yatırımcıların tasarruflarıyla sınırlı kaldığından mevcut piyasadan firmanın fon ihtiyacını karşılayabilecek miktarda fon bulunmayabilir.

Diğer bir dezavantaj ise finansman bonusunun vadesinden önce geri ödenememesidir. Örneğin finansman bonusu ihracından sağlanan kaynağa firmanın belli bir zamandan sonra ihtiyacı kalmasa bile vadesi dolana kadar faiz giderine katlanmak zorundadır. Faizin yanında satışla ilgili yerine getirdikleri çeşitli hizmetlerinden dolayı aracılar satış komisyonu da ödenebilir (Dağlı, 1999: 251-252).

Finansman bonusu çıkarılması yoluyla fon sağlamanın sakıncalı yönlerini aşağıdaki gibi sıralamak mümkündür:

- Piyasada tanınmış, kredibilitesi yüksek ve büyük firmalar ancak bu olanaktan yararlanabilmektedir. Bu sayılan niteliklere sahip olmayan firmalar için kısa süreli bono çıkarılması yoluyla fon sağlanması olanağı fiilen kapalıdır.

- Kısa süreli bonoların alıcıları sınırlı ve geniş bir piyasaları yoktur. Kısa süreli bonolar, genellikle kısa bir süre için ellerinde atıl fon bulunan firmalar, hayat sigorta firmaları, tasarruf sandıkları gibi tasarrufçu kurumlar tarafından satın alınmaktadır.

- Bu işlemde bono çıkaranlar ile bonoları ellerinde bulunduranlar arasında belirli bir ilişki olmadığından bonoların sürelerinde kesinlikle ödenmesi zorunludur (Poyraz, 2008: 370).

Yatırım fonlarının para piyasalarında hızla gelişmesi, yatırımlar için kısa süreli bonolara gereksinim duyulması, diğer faktörlerinin yanı sıra finansman bonolarının gelişmesi için avantaj olarak ele alınabilir. Finansman bonolarının gelişmesinde ikinci avantaj ise firmaların diğer kredi taleplerinde bankalar ile iletişim halinde iken, finansman bonolarının ihracında böyle bir gereksinim olmamasıdır. Nihayetinde firmalar finansman bonusu ihracını bir prestij olarak görmektedirler (Block, S.B., ve G.A., Hirt, 1996: 211).

3.1.3. Finansal Kiralama

Finansal kiralama veya leasing, işletmelerin kuruluş veya büyüme dönemine geçtiklerinde, yatırımlarını gerçekleştirmek için ihtiyaç duydukları orta vadeli finansman yöntemlerinden birisidir. Yatırımların gerçekleşmesinde banka kredileri ve öz kaynakların kullanılmasına alternatif bir finansal yöntemdir. Leasing, özellikle Küçük ve Orta Ölçekli İşletmeler için alternatif bir finansman ve yatırım yöntemlerinden birisidir.

Finansal kiralama firmalar tarafından özellikle yatırım mallarının finansmanında kullanıldıklarında ekonomiye kazandırdığı katma değeri daha da artmaktadır. Bu anlamda firmaların yatırım mallarının finansmanında finansal kiralama yoluna gitmesi yatırım mallarına olan talebi teşvik etmektedir. Finansal kiralama ekonomiye yeni bir boyut getirerek üretimin artmasına katkıda bulunmaktadır. Ayrıca, teknolojinin yenilenmesine aracılık ederek firmaların gelişmesine ve toplumun refah seviyesini arttırmada önemli bir yeri mevcuttur (Devlet Planlama Teşkilatı, 2007: 111).

Finansal kiralama ile malların kiralanarak kullanılması firmaların çalışma sermayelerini diğer ihtiyaçlarının karşılanmasında kullanılması ile verimliliğin ve kârlılığın artmasında önemli rol üstlenir.

3.1.3.1. Finansal Kiralama Tanımı

Enflasyon ve büyüme, firmaların sermaye ihtiyaçlarını her geçen gün artırmaktadır. Öte yandan, sermayenin sabit varlıklara bağlı kalması ve kıt olması çalışma sermayesine gereksinim duyan firmaları finansman ve likidite güçlüğüne itmektedir. Bir firmanın, yaşamını ve gelişini sürdürebilmesi için, ihtiyaç duyduğu fonları, tümüyle özkaynaklardan karşılaması hem zor, hem de ekonomik değildir. Bu nedenle, firma varlıklarının orta ve uzun vadeli yabancı kaynaklar ile finanse edilmesi söz konusudur. Amaç; sabit varlıklara yatırım yapmak olduğuna göre; firma satın almak veya kiralamak alternatiflerinden biri ile amacına ulaşabilir.

Leasing veya finansal kiralamanın tanımı, tüm özelliklerini içine alacak şekilde Avrupa Leasing Birliği tarafından yapılmıştır. Bu tanıma göre; " Finansal kiralama, belirli bir süre içinde kiralayan (lessor) ve kiracı (lessee) arasında imzalanan ve üreticiden kiracı tarafından seçilip, kiralayan tarafından satın alınan bir malın, mülkiyetini kiralayanda, kullanımını ise kiracıda bırakan bir sözleşme olup, malın kullanımı belirli bir kira ödemesi karşılığında kiracıya bırakılmaktadır " (Ceylan,1995: 55 ; Ceylan, A., T. Korkmaz, 2014: 90-91).

Çeşitli tanımlamalara göre finansal kiralama birçok şekilde olur. Fakat bütün durumlarda kiracı (lessee), belirlenen zaman periyodunda kullanılan varlığa istinaden kiraya verene (lessor) belirlenen zamanlarda seri ödeme vaadinde bulunur. Kiraya veren banka veya finans kurumu olabilir. Kiracı ise sanayii kuruluşları, ulaştırma firmaları ve servis-hizmet işletmelerinden oluşur. Finansal kiralama sonucunda firmalar genel olarak kiralama firmalarına aylık, üç aylık, altı aylık veya yıllık ödemelerde bulunurlar (Karabulut, University of Bradford, U.K., 1995: 3).

Finansal kiralama sözleşmesinin konusu taşınır ve taşınmaz mallar olabilir. Buna karşılık, patent gibi fikri ve sınaî haklar finansal kiralamanın konusuna girmez ve bunlar için finansal kiralama sözleşmesi düzenlenemez.

Yeni veya kullanılmış mallar finansal kiralamaya konu olabilir. Finansal kiralamaya konu olan malların ithal edilmesi durumunda, düşük kaliteli, kullanılmış veya eski mallar için Hazine ve Maliye Bakanlığının ön izni gerekir.

Türkiye’de finansal kiralamaya konu olan mallar:

Kara ulaşım taşıtları, hava ulaşım taşıtları, deniz ulaşım taşıtları, inşaat ve iş makineleri, laboratuvar donanımları, ses ve görüntü ekipmanları, turizm ekipmanları, metal işleme makineleri, basın- yayın donanımları, elektronik ve optik cihazlar, tekstil makineleri, paketleme makineleri, büro ekipmanları, üretim makineleri, gayrimenkuller ve tıbbi cihazlar olarak sıralanabilir (Şit ve Şit, 2013: 40-41).

3.1.3.1.1. Finansal Kiralamannın Tarihsel Gelişimi

Gelişmiş ekonomilerde doğrudan satın alma alternatifi olarak kullanılmaya başlanmasına rağmen Leasing’in ortaya çıkışı çok eski tarihlere dayanmaktadır. Finansal kiralama ilk olarak beş bin yıl önce Sümerler tarafından kullanılmıştır.

Modern finansal kiralama Amerika Birleşik Devletlerinde 1950' li yılların başında, toprak ve ev kiralama, endüstriyel ekipmanlar ve demiryolu ekipmanlarının kiralanması ile başlamış ve tüm dünya genelinde yayılmıştır. 1960'lı yılların ortasında finansal kiralama birçok Batı Avrupa ülkelerinde ve Japonya' da kullanılmaya başlanmıştır. 1970'ler de tüm dünyada gelişen ekonomilerde artık finansal kiralama kullanılmaktadır. 1980'li yıllara kadar gelişen ekonomilerde finansal kiralama kullanılmadı. Bu dönemden sonara finansal kiralama uluslararası boyutta oldukça önemli gelişme kaydetti. Uluslararası Finansman Kurumu (IFC) , Brezilya, Türkiye, Kore Tayland ve Endonezya gibi ülkelerde finansal kiralamanın gelişmesinde önemli bir rol oynamıştır (Karabulut, University of Bradford, U.K., 1995: 1-2).

Finansal kiralama uygulamalarının ve finansal kiralama firmalarının gelişmiş ülkelerde yaygınlaşmasının nedeni, bu ülkelerde pazarlama ve sermaye olanaklarının fazla artışıdır. Rekabetin de etkisiyle, gelişmiş ülkelerdeki finansal kiralama firmaları, nakit sıkıntısı çeken işletmelerin cazip sloganlarla uyarmaya ve kendi pazarlama güçlerini arttırmaya yönelmişlerdir. Gelişmiş ülkelerde finansal kiralamanın gelişmesinde etken olan ortak özellikler; sermaye yatırımlarını özendirilmesi, yani girişimci dinamizmine sahip bir ortam ve güçlü bir mali yapı sağlamasıdır.

Japonya’da ilk kiralama firması, 1963 yılında kurulmuş ve Japon finansal kiralama firmalarının uluslararası faaliyetleri 1980’li yıllarda başlamıştır. Dünya’da 1970’li yıllarda finansal kiralama pazarı oldukça büyümüştür. Avrupa ve Japonya’da kiralama

hacmi 1970-1979 yılları arasında %800 artmıştır. Finansal kiralama firmaları, 1980’li yıllarda önemli bir tecrübe birikimine ulaşmıştır. Günümüzde fon kaynağı sağlama açısından, kiralama firmaları , gelişmiş ülkelerde önemli bir yere sahiptir (Ceylan, A., T. Korkmaz, 2014: 93-94).

3.1.3.1.2. Türkiye’ de Finansal Kiralama

Türkiye’de orta vadeli bir finansman aracı olarak finansal kiralamanın hukuki altyapısı 28/06/1985 yılında çıkan bir 3226 sayılı kanun ile oluşturulmuş ve ilk finansal kiralama firması 1986 yılında kurulmuştur.

2012 yılında ise 3226 sayılı kanun yürürlükten kaldırılmış, 13 Aralık 2012 tarihli 28496 sayılı Resmi Gazetede yayımlanan 6361 Sayılı “Finansal Kiralama, Faktoring ve Finansman Şirketleri Kanunu” doğrultusunda bu yöntem uygulanmaya devam edilmektedir.

1986 yılında IFC’nin desteğiyle Türkiye’nin ilk finansal kiralama firması olan, İktisat Finansal Kiralama A.Ş kurulmuştur. Daha sonra Yapı Kredi Leasing kurulmuş ve bunu diğer leasing firmaları izlemiştir.

Banka dışı mali kuruluşların düzenleme ve denetleme yetkisi 2006 yılından itibaren Hazine Müsteşarlığından alınarak Bankacılık Düzenleme ve Denetleme Kurumu’na devredilmiştir (Çakan, İnönü Üniversitesi, 2006: 36).

Bankalar, Bankalar Kanunu’nun 49. maddesinde özel yasak nedeniyle finansal kiralama faaliyetinde bulunamazlar. Ancak; bankalar kuracakları finansal kiralama ortaklıkları ile kiralama faaliyetinde bulunabilirler. Kurulacak finansal kiralama ortaklığının anonim şirket şeklinde olması gerekmektedir.

Türkiye’de finansal kiralama işlemleri, bu amaçla kurulmuş finansal kiralama firmaları, Özel Finans Kurumları ile Yatırım ve Kalkınma Bankaları tarafından yapılmaktadır.

Türkiye’de finansal kiralama işlemlerinin yeterince gelişmemesinin en belirgin nedenleri aşağıda açıklanmıştır (Ceylan, A., T. Korkmaz, 2014: 133-135):

- Psikolojik Nedenler: Toplumumuzda geleneklerden gelen mülkiyet duygusunun varlığı, bir malın kiracısı olmak yerine sahibi olmayı çekici kılmaktadır.

- Hukuki Nedenler: Türkiye’de finansal kiralamanın gelişmeme nedenlerinden birisi de mevzuattan doğan aksaklıklardır.

- Ekonomik Nedenler: Bütün bu faktörlere, enflasyon, sermaye piyasasının gelişmemiş olması, istikrarsız ekonomi politikaları, döviz kurlarındaki dalgalanmalar gibi faktörler de leasing yoluyla finansmanı engellemektedir.

3.1.3.2. Finansal Kiralama Avantajları

3.1.3.2.1. Kiracı Tarafından Avantajları

Finansal kiralamanın kiracı açısından avantajları aşağıda sıralanmıştır.

- Yatırımcılar için asıl önemli olan ekipmandan elde edilecek gelir olduğundan, finansman kaynaklarını kullanıp ekipmanı almak yerine finansal kiralama ile ekipmanı satın almak daha avantajlıdır.

- Finansal kiralama sözleşmesi ile şartlar sözleşmenin yapıldığı tarihte belirlendiğinden, firmalar finansal kiralama ile piyasada oluşacak olumsuz durumlardan etkilenmeyeceklerdir.

- Finansal kiralama sözleşmesinde finansal kiralamaya konu olan malın maliyeti finansal kiralama süreci sonunda amorti olduğundan, kiralama sonunda malın mülkiyetine sembolik bir bedel ile sahip olunabilir.

- Finansal kiralama işlemi kısa sürede sonuçlanır, işlemleri azdır. Şekil şartları ve ödeme koşulları iki taraf arasında belirlenir.

- Finansal kiralamanın vergisel avantajları vardır. Kira gelirlerinin kurumlar ve gelir vergisinde gider olarak gösterilmesi ve finansal kiralama sözleşmelerinin damga vergisi ve harçlardan muaf olması buna örnek gösterilebilir.

- Kısa sürede iptal edilebilecek sözleşmelerle, teknolojinin gerisinde kalınan varlık kiralamaları iptal edilebilir.

- Finansal kiralama yoluyla firmalar uzun vadeli kaynak ihtiyaçlarını sağlarlar. Dönen varlıklar öz kaynaklar ile karşılanır. Bundan dolayı aktif devir hızının artması sonucu kârlılık oranı artar.

- Finansal kiralama ile enflasyonun olumsuz etkilerinden korunur. Finansal kiralama sözleşmesi ile vade, süre ve ödenecek kiralama miktarları önceden belirlendiği için firma enflasyondan kaynaklı faiz artışlarına karşı korunmuş olur.

- Finansal kiralamaya konu olan malın mülkiyeti kiraya verenin mülkiyetinde olduğundan yatırımcının iflası durumunda finansal kiralamaya konu olan mal haciz edilemez. Böylece yatırımcı firma iflas etse bile faaliyetlerine devam eder (Kurtaran, 2013: 389 ; Usta, 2008: 212-214).

3.1.3.2.2. Kiralayan Tarafından Avantajları

Finansal kiralamanın kiralayan açısından avantajları aşağıda sıralanmıştır.

- Finansal kiralama sonucunda finansal kiralamaya konu varlığın kirası alınmadığı zaman, malın mülkiyeti kiralayan firmaya ait olduğu için, kiralayan şirket malı geri alabilir.

- Finansal kiralama firması teşviklerden yararlanabilir. Finansal kiralama sözleşmeleri her türlü damga vergisi, resim ve harçtan muaftır.

- Finansal kiralama firması sözleşmede aksi hüküm belirtilmediyse, finansal kiralamaya konu olan varlığı başka yatırımcılara kiralayarak yeniden kazanç sağlayabilir.

- Kiracının iflası durumunda, kiralayan finansal kiralamaya konu olan varlığın sahibi olduğundan finansal açıdan bir kaybı olmaktadır (Toroslu, 1999: 20-21 ; Usta, 2008: 214-217).

3.1.3.2.3. Ülke Ekonomisine Avantajları

Finansal kiralamanın ülke ekonomisine yararları aşağıda belirtilmiştir:

- Finansman maliyetlerinin düşmesini ve yatırımların artmasını sağlar.
- İşsizliğin azalmasını sağlar.
- Kaynakların rasyonel kullanımını sağlar.
- Yabancı sermayeden yararlanılmasını sağlar.
- Yeni teknolojilerin ithalini sağlar.
- Rekabetin gelişmesini sağlar (Usta, 2008: 217-218).

3.1.3.3. Finansal Kiralama Dezavantajları

Finansal kiralamanın dezavantajları aşağıda sıralanmıştır.

- Firmalar finansal kiralama ile ilgili yapmış oldukları işlemleri bilanço aktiflerinde kayıt edemediklerinden amortisman ayıramazlar.

- Yapılan finansal kiralama sözleşmesinde, kiralama sonunda malın geri verilmesi yer almıyorsa malın hurda değerinden yararlanılamaz.

- Kiracı finansal kiralamaya konu varlık üzerinde bir değişiklik yapmak istediğinde kiralayanın iznini alması gerekir (Yalçiner vd., 2008: 85 ; Süer, Marmara Üniversitesi, 2007: 88).

- Firma varlıklarının büyük bir kısmını finansal kiralama yöntemi ile sağlamışsa, başvuracağı kredi taleplerinde yeteri kadar teminat gösteremez.

- Finansal kiralama ile yapılan işlemler bilançoda gösterilmediğinden firma aktifleri denetim dışı kalır ve bu da firmanın verimliliğini azaltır (Kurtaran, 2013: 389).

- Finansal kiralama, bütçe ve öz kaynak sınırlaması olmadığından bu yola çok sık başvurulması durumunda firmalar geri ödeme sorunu ile karşı karşıya kalırlar.

<http://www.muhasabedersleri.com/dis-ticaret/leasing-2.html> (04.07.2017).

- Hem kiracı hem de kiralayan açısından söz konusu olabilecek en büyük dezavantaj kur riskidir. Dövizle yurt dışında yapılan finansal kiralamalarda, kur riskinin kiracı üzerinde kalmasından dolayı maliyet artışına yol açar.

- Finansal kiralamaya konu olan malların teknolojik olarak kısa zamanda eskime ve demode olma riski taşınması kiralanan varlığın değerinin düşmesine neden olur.

- Uluslar arası finansal kiralama işlemlerinde, ülkeler arasında vergi anlaşmaları olmadığı takdirde, finansal kiralamaya konu olan mal ithalat aşamasında farklı vergilendirme oranlarına tabi tutulabilir (Karabulut, 2010: 62-63).

3.2. UZUN VADELİ BORÇLANMA ARAÇLARI

Uzun vadeli borçlanmanın daha geniş bir şekilde kullanılmasının üç ana nedeni bulunmaktadır. Birincisi öz sermayeye kıyasla, faiz maliyetleri vergiden düşüldüğü için borçlanma maliyetinin daha düşük olmasıdır. Borçlanma maliyeti vergilendirmeden kazanılan payla azalmaktadır. İkincisi borçlanma finansal kaldıraç ile kârlılığı artırır.

Üçüncüsü kısa vadeli borçlanma araçlarına kıyasla uzun vadeli borçlanma daha esnek bir geri ödeme imkânı sağlar (Rao, 1987: 607).

Bir yıldan uzun vadeli fon kaynakları; uzun vadeli krediler ile öz sermaye kaynaklarından oluşur. Uzun vadeli krediler sanayi, ulaşım, enerji sektörlerindeki firmaların bilançolarında diğer sektörlerde (gıda, tarım, konfeksiyon vb.) bulunan firmaların bilançolarına göre daha ağırlıklı olarak yer almaktadır ve pasifin önemli bir oranını oluşturmaktadır.

Firmaların kullandıkları başlıca uzun vadeli krediler şunlardır:

- Uzun vadeli satıcı kredileri,
- Uzun vadeli banka kredileri,
- Taksitli donatım (teçhizat) kredileri,
- Dönen (rotatif) krediler,
- Kiralama (leasing),
- Forfaiting,
- İpoteğe dayalı uzun vadeli krediler,
- Tahvil ihracı,
- Uluslararası uzun vadeli krediler,
- Diğer uzun vadeli krediler.

Uzun vadeli kredilerin genel özelliklerini şöyle sıralayabiliriz:

- Uzun vadeli kredilerin vadeleri bir yılın ötesine uzanır. Bu sebeple 1 yıla kadar olan krediler kısa, 1-10 yıl vadeli krediler orta, 11 ve yukarı vadeli kredilerse uzun vadeli krediler denilmektedir.

- Uzun vadeli kredilerin geri ödenmesinde çeşitli itfa usulleri uygulanmaktadır. Ödenecek taksitler firmanın finansal gücüne ve nakit akımına göre aylık, üç aylık, altı aylık, yıllık taksitler şeklinde düzenlenmektedir. Genellikle ülkemizdeki taksit düzenlemesi aylık veya üç aylık şeklinde yapılmaktadır. Böylece firmalar borçlarını daha rahat bir tarzda ödemiş olmaktadır.

- Uzun vadeli kredilerde kredinin güvencesi olarak genellikle arazi, arsa, makine-teçhizat, devlet tahvilleri, altın, hisse senetleri ve tahviller gibi menkul değerler ipotek olarak verilmektedir.

- Uzun vadeli kredilerde kredi sözleşmeleri kısa vadeli kredilere göre ek şartlar taşımaktadır. Oranlarla ilgili şartlar, borçlanmayla ilgili şartlar, öz sermayenin belirli bir miktarın veya oranın altına düşmemesi, kâr payı dağıtılmaması veya belli bir oranı geçmemesi, iktisadi varlıkların sigorta ettirilmesi, firmanın borçlarının sınırlandırılması gibi şartlar örnek gösterilebilir. Ülkemizde bankalar genellikle bütün krediler için tek tip kredi sözleşmesi hazırlamaktadırlar. Gerekli ilaveler ve eklemeler bu sözleşmeler üzerinde yapılmaktadır.

- Uzun vadeli krediler sabit varlıkların sağlanması ve dönen değerlerin sabitleşen kısımlarının finansmanı için kullanılır. Buna karşılık kısa vadeli krediler dönemsel nakit ihtiyacının karşılanması için kullanılır ve dönemin sonunda dönen değerlerin nakde dönüşmesiyle kendisini geri öderler. Uzun vadeli kredilerin geri ödenmesi uzun bir süreç içinde gerçekleşir. Uzun vadeli kredilerin ödenmesi için firmanın fon kaynağı; firmanın net kârı ile amortismanları ve eğer gerçekleşirse bir kısım sabit varlıkların satışı suretiyle paraya dönüşme ve yeni kredilerdir. Yani uzun vadeli nakit girişleridir.

- Uzun vadeli kredilere firmalar, sabit sermaye yatırımlarını finanse etmek, tevsii ve modernizasyon projelerini gerçekleştirmek, finansal yatırımlarda bulunmak ve mevcut bir borcu ödemek için başvururlar.

- Uzun vadeli krediler firmanın ek fonlara ihtiyaç duyduğu süre ile uyum içinde bulunur. Firmanın kârlılığını artırdığı gibi nakit girişi sağlaması likidite riskini azaltır.

- Uzun vadeli kredilerin hisse senedi ihracından daha avantajlı yönleri vardır. Birinci olarak kredi sahipleri, hisse senedi sahipleri ortaklar gibi firmanın yönetimini paylaşmazlar, ikincisi uzun vadeli kredilerin vergiden sonraki maliyeti hisse senedi ihraç etmekten daha düşüktür, üçüncüsü firma uygun finansal kaldıraç seviyesini kullanarak hisse başına kârlarını artırabilir.

- Firma yatırımlarının önemli bir bölümünü uzun vadeli kredilerle finanse ediyorsa borçlarını oluşacak kârlarla ve amortismanlarla dilim dilim ödeyeceği için firmanın likidite yapısı bozulmaz ve firmanın güçlenmesine sebep olur (Okka, 2015: 235-237).

Uzun vadeli kredilerde firma tarafından kredinin nasıl geri ödeneceği önemli bir konudur. Firma gelecekte tahmin ettiği nakit akımlarına uyumlu bir geri ödeme planı hazırlar. Muhtelif geri ödeme planları şöyle olabilir:

- Anapara ve faizlerin vade sonunda ödenmesi,
- Faizlerin yıllık anaparanın vadenin sonunda ödenmesi,
- Anapara ve faizlerin her ay, üç ay, altı ay, yıl eşit taksitler halinde ödenmesi,
- Faizlerin yıllık ve anaparanın yıllık eşit taksitler halinde ödenmesi (Okka, 2015: 237).

3.2.1. Uzun Vadeli Borçlanma Araçlarının Değerlendirilmesi

Uzun vadeli borçların bazı özellikleri vardır. Firma ile kreditorler arasında uzun vadeli borç sözleşmesi yapılmadan bu borçların sağlanması imkânsızdır. Sözleşmede borcun nevi, şartları, faiz oranı ve ödeme şekli borcun vadesi, anaparanın ödeme şekli, teminatları, garanti verenlerin isimleri, vadeden önce itfaya çağırma şartları v.b. yer alır.

Firmayla ilgili bazı sınırlamalar; Firmanın minimum işletme sermayesi miktarı, minimum cari oran rakamı, faiz ödeme gücü oranı, dağıtılacak maksimum kâr payı dağıtım oranı veya miktarı, yeniden borçlanmada uyulacak sınırlar olarak sıralanabilir.

3.2.1.1. Uzun Vadeli Borçlanma Araçlarının Üstünlükleri

Faizler vergi matrahından düşüldüğü için vergiden sonraki borç maliyeti oldukça düşüktür ve firmanın lehinedir.

Finansal kaldıraç ile hisse başına kâr artırılabilir.

Ortakların mülkiyet, yönetim, karar verme hakları borçlanmada kreditorlere geçmez ve firma üzerindeki kontrolleri devam eder. Yeni ortak alınmaması nedeniyle yönetim paylaşılmaz.

Firma yönetimi borcun faizini ve anaparasını zamanında ödeyebilmek için firma faaliyetlerinde daha verimli bir çalışmayı sergileyebilir. Yabancı kaynağa faiz ödemek, hisse senetlerine kâr payı ödemekten daha ucuz olabilir.

3.2.1.2. Uzun Vadeli Borçlanma Araçlarının Sakıncaları

Borç sermaye firma üzerine faiz yükü getirdiğinden ekonominin iyi olmadığı dönemlerde büyük bir risk taşır, finansal riski artırır. Faiz ödemeleri firmanın likiditesini bozabilir. Alınan fonların belli bir tarihte geri ödenmesi söz konusudur.

Kreditörler tarafından firmaya verdikleri kredi sebebiyle koydukları sınırlamalar firma faaliyetlerini etkiler.

Firmanın finansal kaldıraç seviyesi yükseldikçe yeniden sağlanacak fonların maliyeti de artar.

Yatırımcı açısından tahvillerin getirisi sabit olduğundan, hisse senetlerine göre daha düşük riskli yatırımlar olarak kabul edilir. Ekonominin durgunluk ve deflasyon dönemlerinde sabit faiz geliri tercih edilirken, enflasyon dönemlerinde paranın değeri düşeceği için, yatırımcılar hisse senedi yatırımlarını tercih ederler (Okka, 2005: 400-402 ; Ceylan, A., ve T. Korkmaz, 2010: 212-213).

3.2.2. Uzun Vadeli Banka Kredileri

Uzun vadeli banka kredilerinin özelliği kredinin projeye dayanması, kredi sözleşmesi ile kullanım alanının sınırlı olması, geri ödeme koşullarının ve güvencenin önceden tanımlanmış bulunması, diğer borçlanma politikalarının kredi kurumunun denetimi altında yapılmasıdır.

Kesin projeye bağlı olması kullanım yerinin açık olarak tanımlanmasını ve ihtiyaç duyulan tutar ile sürenin tahmin edilmesini gerektirir. Uzun vadeli banka kredilerinin yatırım, donatım ve firma amacına yönelik olarak yerli ve yabancı para üzerinden verilen türleri vardır.

Teşvik edilen projelerin kullanıldığı kredilere tanınan ayrıcalıklar yatırım ve kredi maliyetine önemli etkide bulunur. Bu ayrıcalıklar veya teşvik tedbirleri gümrük muafiyeti, yatırım indirimi, bazı vergi resim ve harçlardan muaf olma veya erteleme hatta teşvik ve destekleme primi gibi çeşitli alanları kapsar. Bir makro-ekonomik politika değişkeni olan teşvik tedbirleri firmanın yatırım maliyetini düşürür ve nakit akışının değişmesine yol açar ve aynı zamanda ekonomik olmayan projelerin de kabul edilmesini sağlar (Pamukçu, 1999: 245).

Uzun vadeli banka kredileri firmanın uzun vadeli fon ihtiyaçları için bankalardan sağlanır. Bunların vadeleri genellikle 1 ilâ 10 yıl arasında değişir. Genellikle uzun vadeli kredileri ticari bankalar vermezler. Dolayısıyla bu krediler yatırım bankalarından veya uluslararası bankalardan sağlanmaktadır.

Firmalar yeni yatırım projeleri ile yenileme, tevsii, modernizasyon projeleri için bu kredileri talep ettikleri gibi uzun vadeli işletme sermayesi ihtiyacı için de talep ederler. Bu kredilerde, normal kredilerde olduğu gibi, devlet Banka ve Sigorta Muameleleri Vergisi (BSMV) ile Kaynak Kullanımı ve Destekleme Fonu almaktadır. Böylece kredi maliyeti de artmaktadır (Okka, 2015: 240).

3.2.3. Özel Sektör Tahvilleri

3.2.3.1. Tahvilin Kapsamı

Tahvil, kanunla tahvil ihracına izin verilen kamu kurum ve kuruluşlarının kamu harcamalarının finansmanında ve anonim ortaklıkların uzun süreli borçlarına karşılık olarak düzenlenen, piyasada dolaşım yeteneği olan, nominal değerleri eşit ve ibareleri aynı olan, nama ve hamiline olarak çıkarılabilen menkul kıymettir. Tahviller, borçlanma senetleridir ve aynı zamanda belirlenen ödeme planına göre faiz ve anapara geri ödeme yükümlülüğü taşıyan finansal varlıklardır. Tahvillerin piyasadaki fiyatı, piyasa faiz oranlarına göre değişmektedir. Tahviller bir sermaye piyasası aracıdır. Vadesi uzadıkça tahvil öz sermaye fonksiyonu üstlenir. Türkiye’de yüksek enflasyon ve faiz oranları nedeniyle firmaların tahvil yolu ile finansmana başvurmadığı daha çok devlet tahvillerinin işlem gördüğü de belirtilmelidir. Buna karşılık tahvile yapılan yatırımlar, hisse senedine yapılan yatırımlara karşılık rizikosuz yatırımlar olarak görülmektedir. Çünkü yatırımcılar tarafından hisse senedine yapılan yatırımların getirisi firmanın elde edeceği kâra ve kâr payı dağıtım politikasına bağlı olurken, tahvillerin geliri önceden belirlenen faiz ödemeleridir (Fettahoğlu, 2014: 71 ; Ercan, M.K., ve Ü. Ban, 2012: 97).

Tahviller ile ilgili olarak kullanılan bazı kavramlar bulunmaktadır. Nominal değer, vade tarihi ve kupon faiz oranı kavramları tahvil terminolojisinde kullanılan genel kavramlardır.

Nominal değer (par value); Tahvilin üzerinde yazılı olan değeridir. Genellikle tahvil ihraç edenler, tahvilin üzerinde yazılı olan değer kadar borçlanıp, gelecekte belirli bir zamanda geri ödeme taahhüdünde bulunurlar. Amerika'da genellikle çoğu firmanın ihraç ettiği tahviller 1.000 \$ nominal değere sahiptir.

Vade tarihi (maturity date); Tahvilin üzerinde yazılı olan nominal değer tahvil sahiplerine ödenilecek olan tarihtir.

Kupon faiz oranı (coupon interest rate); Faiz olarak tahvilin nominal değeri üzerinden tahvil sahiplerine yıllık olarak ödenecek orandır. Birçok firma faiz ödemelerini altı aylık dönemler halinde de öderler (Lee, C.F., J.E., Finnerty, 1990: 83).

Kamu ve özel kesimin, orta ve uzun vadeli finansman ihtiyaçlarını karşılamak için ihraç ettikleri borç senetleri olan tahviller, hisse senetlerinden daha az risk taşıdığından, risk sevmeyen tasarruf sahipleri açısından çekici bir borçlanma aracı olarak görülmektedir. Ayrıca ortaklığın iflası durumunda, tahvil sahiplerinin alacaklarını hisse senetlerine göre öncelikli tahsil etme hakları vardır. Halka açık olarak yapılan ihraçlar itfa fonu aracılığıyla yapılmaktadır. İhraççı şirket her yıl itfa fonu için belirli miktarda para yatırarak ihraç ettiği tahvilleri geri almaktadır. İtfa fonlu tahvillerin riski daha az olduğundan faiz oranları da daha düşüktür (İleri, Maltepe Üniversitesi, 2014: 8).

Tahviller iskontolu, primli ve/veya kupon ödemeli olarak satılabilir. Tahvillerin nominal değeri, vade tarihinde bir defada veya vade içinde taksitler halinde ödenebilir.

İhraç edilmiş tahviller, ihraççı tarafından geri alınabilir. Geri alınan bu tahvillerin vade boyunca satılması, elde tutulması veya vadeden önce Merkezi Kayıt Kurulu Anonim Şirketi (MKK) nezdinde gerekli işlemlerin yapılması suretiyle iptali mümkündür.

İhraç limiti, finansal tablolar esas alınarak aşağıdaki şekilde hesaplanır:

a) Halka açık ortaklıkların ihraç limiti, özkaynak tutarının beş katını geçemez. Ortaklığın konsolide finansal tablo hazırlaması durumunda ana ortaklığa ait özkaynak tutarı dikkate alınır.

b) Halka açık olmayan ortaklıkların ihraç limiti, özkaynak tutarının üç katını geçemez. Ortaklığın konsolide finansal tablo hazırlaması durumunda ana ortaklığa ait özkaynak tutarı dikkate alınır (Borçlanma Araçları Tebliği'nde 18 Şubat 2017 tarih ve 29983 sayılı Resmi Gazete).

Aşağıda tablo 3.1. de 1986-2016 yılları arasında sermaye piyasasında işlem gören özel sektöre ait ihraç edilen tahvillere ait bilgiler yer almaktadır. 1986 yılından 2000 yılına kadar işlem hacmi çok düşük kalmıştır. 2001 -2005 dönemlerinde işlem hacmi sıfır olmuştur. 2010 yılından itibaren işlem hacmi artarak devam etmiş, 2013 yılında en yüksek tahvil ihraç miktarına ulaşmıştır. Yüksek oranda enflasyon, faiz oranlarının volalitesinin yüksek olması, yetersiz altyapıya sahip sermaye piyasası ve kanuni düzenlemelerin eksik olması özel sektör tahvil ihracının yetersiz olmasında rol oynayan etmenlerdir. Zaman içinde özel sektör tahvillerine olan talepte bir canlanma görülmüştür. Sermaye piyasasında yapılan düzenlemeler, ikincil el piyasalarının işlerlik kazanması, tahvillerin çeşitlerinin ve niteliklerinin artması, kredibilitesi yüksek güvenilir firmaların özellikle yurtdışı piyasalarda tahvil ihraç yoluna gitmesi Türkiye’de özel sektör tahvil hacmini artırmıştır.

Tablo 3.1: Özel Sektör Tahvil Stokları (Milyon TL)

TABLO 3.1: ÖZEL SEKTÖR TAHVİL STOKLARI				
	ÖZEL SEKTÖR TAHVİLİ			Milyon TL
	SATIŞ	İTFA	STOK TUTARI	
YIL				
1986	0,08	0,02	0,13	
1987	0,34	0,03	0,44	
1988	0,18	0,07	0,54	
1989	0,55	0,31	0,78	
1990	0,8	0,18	1,39	
1991	0,81	0,56	1,64	
1992	0,78	0,74	1,67	
1993	0,79	0,79	1,67	
1994	0,54	0,8	1,41	
1995	1,73	0,81	2,35	
1996	0,97	0,61	2,72	
1997	2,54	0,72	3,9	
1998	2,53	0,94	5,49	
1999	0	2,96	2,53	
2000	0	2,53	0	
2001	0	0	0	
2002	0	0	0	
2003	0	0	0	
2004	0	0	0	
2005	0	0	0	
2006	220	0	120	
2007	20	0	140	
2008	220	120	240	
2009	140,4	20	360,4	
2010	1.191,00	270	1.281,40	
2011	3.150,04	210	4.221,44	
2012	7.714,61	2.410,04	9.526,01	
2013	23.715,63	5.293,95	14.419,80	
2014	11.726,47	6.751,50	18.953,93	
2015	11.937,86	11.214,06	19.677,73	
2016	9.757,28	10.680,84	18.754,17	

<http://www.spk.gov.tr/SiteApps/Yayin/AylikIstatistikBultenleri>, 10.02.2018.

Türkiye’de 2012-2016 dönemlerine ait toplam menkul kıymet stokları tablo 3.2’de yer almaktadır. 2012-2016 dönemleri toplam menkul kıymet stoklarının %74,56 kamu kesimi menkul kıymetlerden oluşurken özel sektör menkul kıymetlerin payı %25,44 olarak hesaplanmaktadır. Devlet tahvillerinin oranı %74,42 olurken özel sektör tahvillerinin oranı %2,9 dir. Bu oranlar halen ülkemizde tahville borçlanmada özel sektör tahvillerinin çok küçük oranlarda kaldığını göstermektedir.

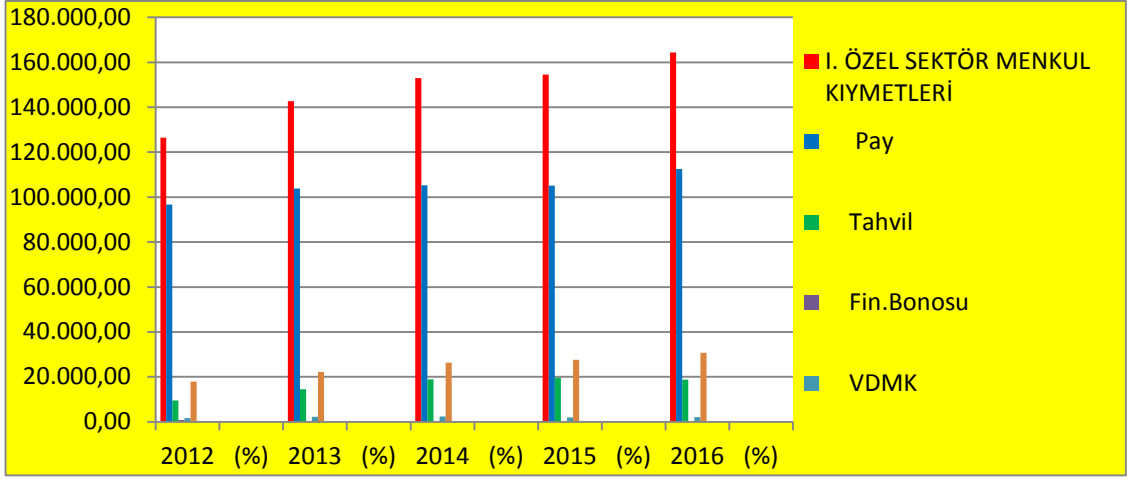
Tablo 3.2: Menkul Kıymet Stokları (Milyon TL)

TABLO 3. 2: MENKUL KIYMET STOKLARI	2012 (%)		2013 (%)		2014 (%)		2015 (%)		2016 (%)		(Milyon TL)
I. ÖZEL SEKTÖR MENKUL KIYMETLERİ	126.406,40	24,6	142.702,30	23,5	153.020,20	26,9	154.567,50	26	164.359,30	26	
Pay	96.634,10	18,8	103.829,10	19,7	105.277,60	18,5	105.172,20	17,7	112.521,80	17,7	
Tahvil	9.526,00	1,9	14.419,80	2,7	18.953,90	3,3	19.677,70	3,3	18.754,20	3,3	
Fin.Bonosu	734,3	0,1	0	0	0	0	0	0	0	0	
VDMK	1.604,90	0,3	2.162,50	0	2.394,60	0,4	1.940,80	0,3	2.055,20	0,3	
BB-BGB	17.847,50	3,5	22.159,80	0,7	26.279,40	4,6	27.549,20	4,6	30.775,70	4,6	
KZOB	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	
Gayrimenkul Sertifikası	0	0	0	0,4	0	0	0	0	0	0	
VARANT	59,6	0	131,1	0	114,8	0	227,6	0	252,5	0	
II. KAMU KESİMİ MENKUL KIYMETLERİ	386.541,68	75,36	403.006,95	76,48	414.648,50	73	440.124,00	74	468.644,30	74	
Devlet Tahvili	382.857,50	74,6	403.007,00	76,5	414.648,50	73	440.124,00	74	467.619,60	74	
Hazine Bonosu	3.684,10	0,7	0	0	0	0	0	0	1.024,70	0	
Gelir Ort.Sen.	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	
Döviz End.Senetler	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	
Özelleştirme Tahvili	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	
TOPLAM	512.948,10	100	545.709,20	100	567.668,80	100	594.691,50	100	633.003,60	100	

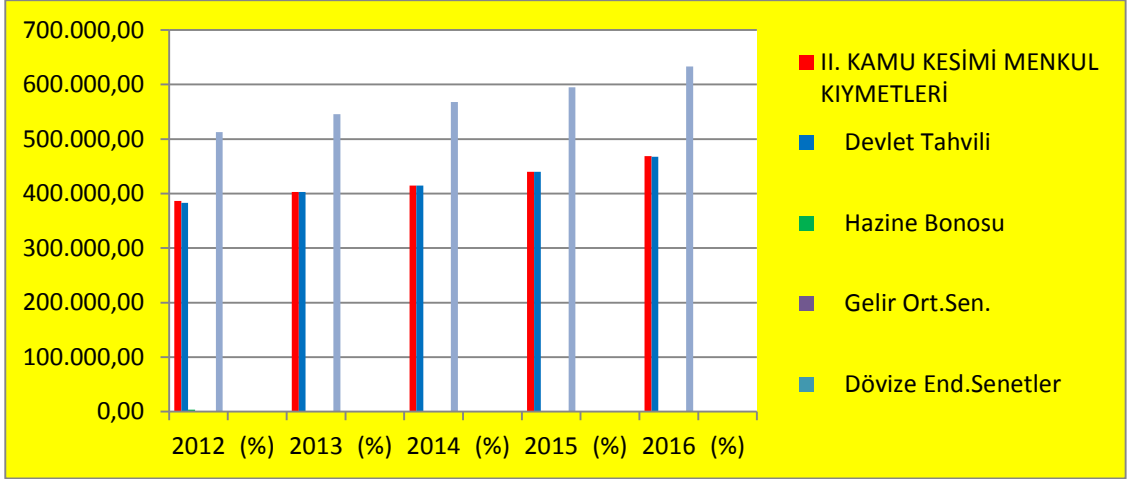
<http://www.sok.gov.tr/SiteApps/Yayin/AvlikIstatistikBultenleri>, 10.02.2018.

Tablo 3.2. verilerinden yararlanılarak elde edilen Grafik 3.1. özel sektör menkul kıymet stokları içinde en yüksek payın hisse senetlerine ait olduğu, 2. Sırada BB-BGB yer aldığı, bunlardan sonra 3. sırada özel sektör tahvillerinin yer aldığı gözlemlenmiştir. Bunların dışında kalan menkul kıymetlerin işlem hacimleri %1 civarındadır.

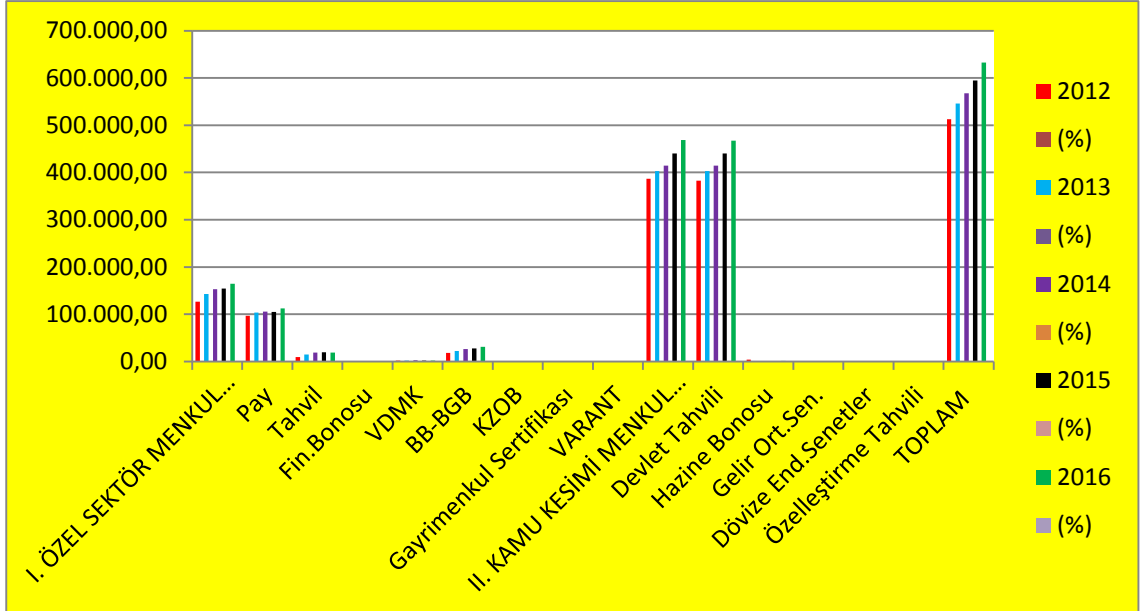
Grafik 3.1: Özel Sektör Menkul Kıymet Stokları (Milyon TL)



Grafik 3.2: Kamu Kesimi Menkul Kıymet Stokları (Milyon TL)



Grafik 3.3: Özel Sektör Ve Kamu Kesimi Menkul Kıymet Stokları Toplamı (Milyon TL)



Tablo 3.2. verilerinden yararlanılarak elde edilen Grafik 3.2. de kamu kesimi menkul kıymetlerin bütününe yakının devlet tahvillerinden oluştuğu, diğer menkul kıymetlerden sadece hazine bonosunun ihraç edildiği gözlemlenmiştir. Grafik 3.3. de 2012-2016 dönemleri özel sektör ve kamu kesimi menkul kıymet stokları oranları yer almaktadır.

3.2.3.2. Tahvil ve Hisse Senedi ile Finansmanın Farklılıkları

Tahvil ve hisse senedi ile finansman arasındaki farklılıkları başlıca dört başlık altında toplamak mümkündür. Bunlar;

- Vade farklılığı Açısından
- Gelir Üzerindeki Haklar Açısından
- Varlıklar Üzerindeki Haklar Açısından
- Yönetimde Söz Sahibi Olma Açısından (Ercan, M.K., ve Ü. Ban, 2009: 98).

3.2.3.2.1. Vade Farklılığı Açısından

Tahvillerin vadesi 1 yıldan az olmamak üzere serbestçe belirlenebilir. Vade başlangıç tarihinin belirlenmesinde satış süresinin son günü vade başlangıç tarihi olarak kabul edilir. Tahviller seriler halinde satışa sunulduğunda, serilerin vadelerinin başlangıç tarihleri, her seri için belirlenen satış sürelerinin son günüdür.

Tahvil, ihraç tarihi ile itfa tarihi arasında tahvil piyasasından alınıp satılmaktadır. Tahvilin fiyatı ile piyasadaki faiz oranları arasında ters yönde bir ilişki bulunmaktadır. Piyasa faiz oranlarının artması ihraç edilmiş tahvillerin bugünkü değerini azaltmakta, tersi durumunda yükselmesine neden olmaktadır. Firmanın sahipliğini temsil eden hisse senetlerinde ise belli bir vade yoktur, hisse senedinin vadesi işletmenin ekonomik ömrü ile doğru orantılıdır ve genelde ömrünün sonsuz olduğu kabul edilir. Piyasa faiz oranları ile hisse senetleri arasındaki ilişki tahvillerdeki kadar belirgin değildir (Ercan, M.K., ve Ü. Ban, 2009: 98).

Borcun süresi ne kadar uzun olursa olsun, firma ile krediyi verenler arasında saptanan belirli bir tarihte geri ödenmesi zorunludur. Öz sermayenin ise belli bir süresi

yoktur. Firma açısından devamlı bir kaynak niteliği taşır. Öz sermayenin özel durumlar dışında belirli bir tarihte geri ödenmesi söz konusu değildir. Özel durumlar sermayenin itfasının öngörüldüğü özel firmalar olabilir (Baraçlı, H., ve M., İme, 2013: 57).

3.2.3.2.2. Gelir Üzerindeki Haklar Açısından

Tahvil ve hisse senedini gelir üzerindeki haklar bakımından, ödemedeki önceliği, gelirin kesinliği ve gelirin tutarı olarak ayırmak mümkündür.

- Ödemedeki önceliği; Borç sahiplerinin alacaklarının ödenmesinde yasal öncelik bulunmaktadır. Firmanın iflası durumunda devletin alacaklarından sonraki ilk sırada tahvil sahipleri bulunmaktadır. Hisse senedinde ise bu öncelik en son sırada gelmektedir.

- Gelirin kesinliği; Tahvilden elde edilecek gelir miktarı kesin olup firmanın faaliyetinden elde ettiği gelir ne olursa olsun tahvil sahibine ödenecek faiz tutarı bellidir. Öz sermaye ile finansmanda ise firmanın elde edeceği hisse başına kâr ve buna bağlı olarak hissedarlara ödenecek kâr tutarı ile ilgili bir kesinlik söz konusu değildir.

- Gelirin tutarı; Tahvil sahiplerine faiz ödemeleri tahvilin ihracında belirlenen tutarla sınırlıdır. Bu tutarın artması ya da azalması söz konusu değildir. Hâlbuki firma kârının artması öz sermaye sahiplerinin alacağı kâr miktarını artırmaktadır. Kâr sağlanamaması veya yetkili organlarca kâr dağıtılmamasına karar verilmesi halinde, ortakların icra yollarına başvurarak kâr payı almalarına olanak yoktur (Baraçlı, H., ve M., İme, 2013: 56-57 ; Ercan, M.K., ve Ü. Ban, 2009: 98-99).

3.2.3.2.3. Varlıklar Üzerindeki Haklar Açısından

Bu haklar firmanın iflası veya tasfiyesi halinde ortaya çıkmaktadır. Tahvil sahiplerinin hakları öncelikli olarak garantiye alınmıştır. Firmanın tasfiyesi halinde önce tüm aktifler nakde çevrilmekte ve pasifteki borçların ödenmesine başlanmaktadır. Borç ödenmesinde öncelik tahvil sahiplerininindir. Firma kredi sağlarken, varlıklarının bir bölümünü teminat olarak göstermişse, yükümlülüklerini yerine getirmemesi halinde kredi verenlerin teminatı paraya çevirme yollarına başvurma hakları mevcuttur. Firmanın hisse senetleri sahipleri ise; firmanın tüm borç ödemeleri tamamlandıktan

sonra geriye kalan kısmı paylaşmaktadır (Ercan, M.K., ve Ü. Ban, 2009: 99 ; Baraçlı, H., ve M., İme, 2013: 57-58).

Tasfiye hâlinde bulunan şirketin borçları ile ilgili düzenlemeler T.T.K 553 Md. de belirtilmiştir.

3.2.3.2.4. Yönetimde Söz Sahibi Olma Açısından

Tahvil sahibi firmanın alacaklısıdır. Tahvil sahibinin firmaya kullandığı kaynak yabancı sermaye, hisse senedi sahibinin kullandığı kaynak ise öz sermayedir. Bu nedenle tahvil sahibi firmanın aktifi üzerinde bir hakka sahip değildir. Firmanın yönetimine katılamaz. Buna karşılık firmanın kârından önce tahvil sahiplerinin alacakları ödenir. Tahvil sahipleri alacaklarını aldıktan sonra firmanın mal varlığı üzerinde hak iddia edemezler.

Hisse senedi sahipleri, firmanın idaresi, statü değişikliği, firmanın fesih, tahvil ihraç edilmesi gibi esasa ait hususlar hakkında alınacak kararlara katılabildikleri halde, tahvil sahiplerinin firmayla ilişkileri alacaklı ve borçlu ilişkilerinden ibarettir (İnam, 2007: 44).

Firmanın yönetim hisse senedi sahiplerine ait olup firmaya borç veren tahvil sahiplerinin yönetimde söz hakkı bulunmamaktadır (Ercan, M.K., ve Ü. Ban, 2009: 99).

3.2.3.3. Tahvil Çeşitleri ve Özellikleri

Bir uzun vadeli borç ya da dış kaynakla finansman aracı olarak halka arz edilen tahviller, arzı gerçekleştirecek firmanın amacı ve genel durumu ile muhtemel yatırımcıların beklentileri göz önünde bulundurularak, sermaye piyasası düzenlemeleri çerçevesinde çeşitli biçimlerde çıkarılabilir (Sarıaslan, H., C. Erol, 2014: 101).

Anonim ortaklıklar, gereksinim duydukları kaynakları tahvil aracılığıyla temin etmede başarılı olabilmek ve çıkarılan tahvillerin satışını gerçekleştirebilmek için tahvil sahiplerine ek yarar ve olanak vererek çeşitli tahvil türlerinin ortaya çıkmasına neden olmuşlardır (Fettahoğlu, 2008: 352). Gelişmiş piyasalarda tahviller, ihraç şekline, teminat durumlarına ve sermayeyi artırma amaçlarına göre çeşitli türlerde

olabilmektedir. Teminatlarına göre tahviller; ipotekli, hisse senedi teminatlı, kefaletli ve teminatsız şekilde çıkarılabilmektedir (Yakar, Selçuk Üniversitesi, 2011: 18-19).

Bir tahvil mutlaka aşağıda açıklanan tür veya biçimlerden yalnızca birisi olmak zorunda değildir. İhtiyaca göre gerekirse aşağıdaki tür ve biçimlerin karma bir özelliğini taşıyan bir tahvil de olabilir (Sarıaslan, H., C. Erol 2014: 101).

3.2.3.3.1. Kamu- Özel Sektör Tahvilleri

Genelde tahvil çıkarma yetkisi anonim ortaklıklara verilmiştir. Anonim ortaklıklar, ortak sayısını artırmadan tahvil çıkararak uzun vadeli kaynak sağlayabilmektedir. Dolayısıyla tahvil uzun süreli kaynak sağlama yoludur. Anonim ortaklıklar yanında Türkiye’ de özel yasalar ile kamu tüzel kişilerinin de tahvil çıkarabileceği hükme bağlanmıştır (Fettahoğlu, 2008: 346-347).

Tahvil ihracı yoluyla borçlanmak isteyen bir Kamu İktisadi Kuruluşu ya da bir devletin hazinesi de halka tahvil arz edebilir. Örneğin Maliye Bakanlığının ve Hazine Müsteşarlığının iç borçlanma amacı ile çıkardığı uzun vadeli devlet tahvilleri ile Hazinesinin çıkardığı kısa vadeli ve para piyasası aracı olan hazine bonoları buna örnek gösterilebilir. Türkiye’de devlet tahvillerinin ve hazine bonolarının halka arzında SPK tarafından kayda almak gerekmemekte, yalnızca SPK’ ya bilgi vermekle yetinilmektedir (Sarıaslan, H., C. Erol 2014: 101).

3.2.3.3.2. Kuponlu Tahviller- Kuponsuz Tahviller

Kuponlu tahviller vadesi boyunca dönem sonlarında faiz ödemesi yaparken, kuponsuz tahviller faiz ödemesi yapmaz ve faizi karşılayacak biçimde tahviller iskontolu satılır.

Genel bir özellik olarak faiz ödemelerini tahvilin vadesi boyunca periyodik aralıklarla (genelde altı ayda ya da yılda bir) yapan ve vade sonunda da anaparayı ödeyen bir tahvil kuponlu tahvil olarak adlandırılır. Kupon ile adlandırmanın nedeni, ilk tahvil ihracı uygulamalarında tahvilin periyodik olarak ödeyeceği faiz miktarı ayrı ayrı kuponlarda bastırılıp tahvile iliştiliyordu. Faiz ödeme zamanı gelince tahvil sahibi

ilgili kuponu söküp karşılığını firmadan alıyordu. Genel olarak uzun vadeli tüm tahviller kuponlu olarak ihraç edilmekte ve faiz ödemeleri de altı aylık ya da yıllık ödenmektedir.

Buna karşılık kuponsuz tahvil ödenecek faizin tahvilin itibari değerinden düşürülerek iskontolu satılan bir tahvildir. Başka bir ifade ile bu tahvillerde vade boyunca periyodik olarak yapılan bir faiz ödemesi yoktur ve vade sonunda iskontolu olarak satılan tahvilin karşılığı itibari değer üzerinden ödenir. Kuponsuz tahvil uygulaması genellikle borçlanarak yatırım yapan ve yeni yatırımdan dolayı nakit girişlerinin düzenli olmayacağını, dolayısıyla tahvil vadesi süresince faiz ödemeleri için nakit sıkışıklığı olabileceğini düşünen firmaların tercih ettiği bir tahvil ihracı biçimidir (Sarıaslan, H., C. Erol 2014: 102).

3.2.3.3.3. Teminatlı ve Teminatsız Tahviller

Firmalar bilançosunda yer alan duran varlıkların tümünü veya belli bir kısmını ilerde doğabilecek ödeyememe riskine karşılık teminat göstererek teminatlı tahviller çıkarabilmektedir. Firmaya karşı alacaklı durumda olan tahvil sahipleri, tahvile ilişkin alacaklarının ödenmemesi durumunda firmanın tahvil karşılığında teminat gösterdiği rehin veya ipotekli malları satarak alacaklarını tahsil yoluna gitme hakları vardır. Teminat olarak gösterilen duran varlıkların tahvil alacaklılarına ilişkin borçların ödenmesinde yetersiz kalması halinde firmanın diğer varlıkları ve ilerde elde edeceği gelirleri de alacaklıların alacaklarının ödenmesinde kullanılır. Firmalar tarafından bu şekilde teminatlı olarak piyasaya arz edilecek tahvillerin talep bulması ve tahvil karşılığında elde edilecek nakit akışlarının firmaya finansman olarak dönüşünün sağlanması süreci başarılı bir şekilde işler. Yatırımcılar teminatlı tahvillere yüksek güvence sağladıklarından dolayı daha çok rağbet ederler.

Teminatlı tahvillerde firma piyasaya arz ettiği tahviller için bilançosunda yer alan duran varlıklarını teminat olarak göstermek zorunda olduğu halde anapara ve faiz ödemeleri için herhangi bir teminat göstermeksizin çıkartılan tahviller teminatsız tahvillerdir. Teminatsız tahviller firmaların piyasadaki konumuna, faaliyet türüne ve itibarına göre çıkartılır. Teminatsız tahviller için firma tarafından herhangi bir varlık veya ekipman teminat olarak gösterilmemesine rağmen, bunların anapara ve faiz ödemelerinin zamanında yapılmaması karşılığında her zaman için aslında firmanın tüm

gayrimenkul ve menkul malları bu tür tahviller için genel bir güvence niteliği taşımaktadır (Akgül, Atılım Üniversitesi, 2005: 8).

Teminatlı tahvillerde, tahvili çıkaran firmalar bazı varlıklarını rehin vererek güvence gösterebileceği gibi, bazı kurumların, örneğin bankaların güvenceleriyle de tahvil çıkarabilmektedir. Bu durumda; teminatlı tahviller, tahvilin geri ödemesi tamamlanıncaya kadar yapılacak anapara ve faiz ödemelerinin bir banka ya da bir holding tarafından teminat altına alınır. Burada teminatın anlamı, tahvilin geri ödenmesi tamamlanıncaya kadar tahvili çıkaran ortaklığın tahvil borcuna ilişkin olarak yapacağı ödemelerde (anapara ve faiz ödemelerinde) yetersiz kalması ve borçlarını ödeyememesi durumunda, teminat veren kuruluş bu borçları üstlenir (Fettahoğlu, 2014: 319-320).

3.2.3.3.4. Sabit Faizli ve Değişken Faizli Tahviller

Genel olarak tahvillerin sabit faizli ya da sabit getirili finansal araçlar olduğu kabul edilmektedir. Vade boyunca değişmeyen, sabit bir kupon faizi üzerinden ihraç edilmiş olan tahvillere sabit faizli tahvil denir. Tahvillerde vadenin uzun olması ve ödenecek faizin vadenin başında sabitleştirilmesi, hem tahvil yatırımcısını, hem de tahvil ihraç eden şirketi, piyasa faiz oranlarındaki değişmeye bağlı olarak faiz riskine maruz bırakmaktadır (Avşar, M., ve A. Avşar, 2010: 96).

Değişken faizli tahviller endeksli tahvillerin bir çeşididir. Enflasyon dönemlerinde sabit oranlı faiz gelirlerinin gerçek değeri düşmekte, tahvil yatırımcıları bundan zarar görmektedir. 1970'li yıllarda uygulanmaya başlayan değişken faizli tahvillerde genellikle hazine borçlarının faizleri değiştirme işleminde baz olarak kullanılmaktadır (Türkiye ve Orta Doğu Amme İdaresi Enstitüsü, 1989: 17-18).

Değişken faizli tahvillerde üzerindeki kupon faizi, faiz ödeme dönemlerinde piyasa faiz oranlarına bağlı olarak ödenir (Avşar, M., ve A. Avşar, 2010: 96).

Özellikle Avrupa ülkelerinde daha sık rastlanan değişken faizli tahvillerde kupon faiz oranı, piyasa faiz oranlarındaki değişimleri izlemektedir. Örneğin %15 kupon faizi ile çıkarılmış bir tahvil piyasa faiz oranlarının düşmesi halinde faiz ödemeleri %13'e düşürülebilir. İleride piyasa faiz oranları tekrar yükselirse aynı tahvil faiz ödemelerini bu kez söz gelişi %16'ya yükseltebilir. Kupon faiz oranı piyasa faiz oranlarına uydurulduğu için, tahvilin pazar değeri daima nominal değer kadar (veya nominal

değere çok yakın) olur. Burada önemli olan iki sorundan birincisi, kupon faiz oranının hangi göstergeye endeksleneceği ve ne sıklıkla değiştirileceğidir. Kupon faiz oranının ilişkilendirileceği göstergelerin başında hazine bonosu faizi gelmektedir. Örneğin hazine bonosu faizi (ROFO) %13 iken %18 kupon faizi ile tahvil ihraç eden bir firma, kupon faiz oranını "ROFO + %5" olarak saptamış demektir. Bu durumda ROFO %8'e düşerse kupon faiz oranı $0.08 + 0.05 = 0.13$ e indirilecek; ROFO, söz gelişi, %15'e yükselirse $0.15 + 0.05 = 0.20$ ye yükseltilecektir.

Bazı değişken faizli tahvillerin kupon faizine alt ve üst sınırlar konabilir. Mesela hazine bonosu faizi ne olursa olsun tahvilin kupon faizinin %8 den az %22 den fazla olmasına izin verilmez. Bu durumda tahvilin pazar fiyatında küçük de olsa bazı değişimler olabilecektir (Gürsoy, 2012: 691-692).

3.2.3.3.5. Çağrılabilir Tahviller

Firmalar ihraç etmiş oldukları tahvillere vade tarihinden önce geri ödeme şartını koyabilirler. Bu özelliklere sahip olarak ihraç edilen tahviller çağrılabilir tahvil olarak adlandırılmaktadır. Bu özellikteki tahvillerde, tahvil ihraç eden firmanın anaparayı vade tarihinden önce geri ödeme hakkı vardır. Faiz oranlarının düştüğü dönemlerde yüksek faizli eski bir borcu, düşük faizli yeni bir borçla yenileme ve gelecek dönemlerde yüksek orandaki kupon faiz ödemelerinden kurtulma olanağı vermesi bu tür tahvillerin sağlayacağı başlıca yarardır. Böylece enflasyonun ve faiz oranlarının tahvilin ihraç edildiği faiz oranının altına düştüğü zamanlarda firma geri çağırma hakkını kullanarak tahvilin geri kalan anapara ve faizlerini ödeyerek yüksek faiz ödemekten kurtulur.

Çağrılabilir tahvil özelliğinden dolayı yatırımcılar için gelir kaybı oluşturacağından olumsuz bir uygulamadır. Bu yüzden yatırımcılar bu şekilde hüküm taşıyan tahvil ihraçlarında çok yüksek bir kazanç seviyesi isteyeceklerdir. Çağrılabilir tahvillere özgü geri çağırma bedeli (call premium) tahvilin nominal bedeline belli bir oranda prim eklenmesidir. Bu şekilde yatırımcıların olası zararları karşılanabilir. Bu prim, ilk birkaç yıl için bir yıllık kupon faiz ödemeleri tutarına eşit olarak öngörülmekte, daha sonraki dönemlerde, vadeye yaklaştıkça düşmektedir (TODAIË, 1989: 18-19).

3.2.3.3.6. Endeksli Tahviller

Firmalar enflasyonun olumsuz etkileri yüzünden tahvil talebinde bulunmak istemeyen yatırımcılar için değeri başka bir yatırım aracının değerine göre belirlenen tahviller ihraç ederler. Bağlı olduğu yatırım aracının değerine göre getirisi değişen tahvillere endeksli tahvil denilmektedir. Endeksli tahvillerde anapara, ihraç tarihi ile itfa tarihi arasındaki dönemde altın fiyatlarında ya da belli bir döviz kurundaki artış yüzdesine göre artırılarak tahvil sahibine ödenmektedir. Endeksli tahviller, değişken faizli tahvillerde olduğu gibi yatırımcıyı enflasyona karşı korumakta aynı zamanda yatırımcı getirisinin cari faiz oranı üzerinde olmasını sağlarlar (Keskin, İstanbul Üniversitesi, 2010: 20 ; Avşar, M., ve A. Avşar, 2010: 96).

3.2.3.3.7. Erken İtfa Edilebilir Tahviller

Tahvil ihracında bulunda firmalar veya tahvil yatırımcıları istemeleri halinde tahvile hüküm ekleyerek kısmen veya tamamen erken itfa edilebilir nitelikte tahvil ihraç edebilmektedirler. Erken itfa edilebilir tahvil ihracı prosedürü yurt içi veya yurtdışında olmasına göre değişiklik göstermektedir. Yurt içinde gerçekleştirilen ihraçlarda erken itfaya ilişkin esaslara izahname veya ihraç belgesinde yer verilir. Yurt dışında gerçekleştirilen ihraçlarda ise erken itfaya ilişkin esaslar, ihracın gerçekleştirildiği ülke mevzuatı saklı kalmak kaydıyla ihraççı ve yatırımcılar arasında serbestçe belirlenebilir (Borçlanma Araçları Tebliği (VII-128.7), 18.02.2017 tarih ve 29983 sayılı Resmi Gazete).

3.2.3.3.8. Paya Dönüştürülebilir Tahvil (PDT)

İşletmelerin uzun vadeli yabancı kaynak temin etme araçlarından biri de, paya dönüştürülebilir tahvillerdir. Bu tür tahviller, sahiplerine önceden belirlenen koşullarda, tahvillerini paya dönüştürebilme hakkı vermektedir. Firmaların paya dönüştürülebilir tahvil kullanmak istemelerinin bir avantajı da faiz oranı ve tercih edilen kâr payı oranlarının adi hisse senedi ve tahvil ihracına göre daha düşük olmasıdır. Firmalar paya

dönüştürülebilir tahvillerin süresi için genellikle kesin bir zaman aralığı belirler (Van Horne, 1971: 353-354).

Paya dönüştürülebilir tahvil (PDT), ihraççı ortaklığın sermaye artırımını suretiyle çıkaracağı paylara veya izahnamede veya ihraç belgesinde belirtilen esaslar çerçevesinde temin edilen ihraççı paylarına dönüştürme hakkı veren borçlanma aracıdır.

PDT'nin vadesi 365 günden az olamaz. PDT'lerin paylara dönüştürülmesi vade başlangıç tarihinden itibaren en erken 365 gün sonra yapılabilir. PDT'lerin paya dönüştürülmesi PDT'nin nominal değeri üzerinden gerçekleştirilir. Dönüştürme gününe kadar işlemiş faizler ise PDT sahiplerine nakden ödenir. Dönüştürme giderlerinin tamamı ortaklığa aittir. Dönüştürme süresinin sonunda, paylarla değiştirilmeyen PDT'ler nedeniyle ortaklığın elinde kalan paylar iptal edilir.

PDT'lerin tamamı veya bir kısmı ortaklığın talebine bağlı olarak vadeden önce paylara dönüştürülebilir. PDT'lerin tamamı veya bir kısmı PDT sahibinin talebine bağlı olarak vadeden önce paylara dönüştürülebilir (Borçlanma Araçları Tebliği (VII-128.8), 06.07.2013 tarih ve 28670 sayılı Resmi Gazete, 18/2/2017 tarihli ve 29983 sayılı Resmi Gazete'de Borçlanma Araçları Tebliği (II-31.1)'nde Değişiklik Yapılmasına Dair Tebliğ yayımlanmıştır).

PDT'ler sahiplerinin firmada bulunan alacaklılık ilişkisini daha sonra ortaklık ilişkisine dönüştüren tahvillerdir. Dolayısıyla, alacaklılık ilişkisini ortaklık ilişkisine dönüştürebilme olanağı, normal tahvillerden farklı olarak yatırımcıları özendirme niteliği taşımaktadır. PDT sahibi, seçim hakkını kullanarak firmanın ortağı olduktan sonra, firma ile olan alacaklılık ilişkisi son bulmaktadır. Yeniden alacaklılık ilişkisine dönmek mümkün değildir.

PDT'ler, sahiplerine normal tahvillerin sahip oldukları haklara ek olarak pay elde etmeyi; aynı zamanda, iyi bir gelir ve kur farkından yararlanma olanağı sağlamaktadır. Yabancı sermayenin bu şekilde sağlanması firmaya da çeşitli üstünlükler sağlamaktadır. Olağandışı koşulların hakim olduğu durumlarda örneğin sermaye yetersizliğinin bulunduğu, kâr payının dağıtılamadığı ve sermaye artırımının yeni pay senedi çıkarılarak sağlanamadığı durumlarda PDT çıkarma firmaya çeşitli yararlar sağlamaktadır. Ayrıca yüksek enflasyonun etkisi sonucu değişmez faizli alacaklılık ilişkisi yaratan değerlerinin erimesi, pay senedine dönüştürme hakkı ile giderilmekte ve hatta tahvillerin çekiciliğini artırabilmektedir.

Uzun süreli kaynak ihtiyacı duyan firmalar aşağıdaki koşulların oluşması durumunda PDT ihraç etmeyi tercih etmektedirler:

- Firma pay senetlerinin, geçici de olsa, yetersiz gelirlere bağlı olarak düşük değerlendirilmesi,
- Sermaye piyasasında yüksek faiz oranının egemen olması ve pay senetlerinin düşük fiyatlanması.

Bu durumlarda, yeni pay senedi çıkararak sermaye artırımının gerçekleştirmek oldukça güçtür. Bu gibi koşullarda; PDT daha sonra pay senedine dönüştürme olanağına sahip olması nedeniyle sermaye piyasası faiz oranının altında çıkarılabilmektedir. Dönüştürme koşulları, gelecekteki kur beklentilerine göre belirlenmektedir.

PDT'lerinde diğer normal tahvil çıkarma özelliklerine ve ek olarak satın alma ve dönüştürme koşullarının belirlenmesi gerekmektedir. Ayrıca normal tahvil çıkarımına ek olarak PDT'lerin ihracında satın alma oranı, değiştirilme oranı, değiştirilme fiyatı ve değiştirilme süresi özelliklerinin de belirlenmesi gerekmektedir. Firmalar, tahvil satışını özendirme, düşük maliyetli kaynak temin etme, daha yüksek bir bedelle pay senedi satma olanağına sahip olma ve yeni yatırımların tesis döneminde finanse edilmesini sağlamak için PDT ihraç etmeyi tercih etmektedirler.

PDT'lerin pay senedine dönüştürülmesi, zaman içinde olacağından bazı belirsizlikler taşımaktadır. Dolayısıyla bu belirsizlikler firmayı olumsuz yönde etkileyebilir. Doğabilecek olumsuzluklardan biri, firma yeteri kadar kâr payı dağıtmazsa PDT sahipleri dönüşümü istemeyeceklerinden finansal açıdan firmayı riskli yapıya dönüştürebilir. Diğer ise yapılacak bu dönüşüm işlemi sonucunda sulandırma etkisiyle pay başına düşecek gelirin azalmasıdır (Fettahoğlu, 2014: 322-328).

3.2.3.3.9. Değiştirilebilir Tahvil (DET)

Değiştirilebilir tahvil (DET), ihraççı tarafından çıkarılan ve payları borsalarda işlem gören diğer ortaklıklara ait paylarla değiştirme hakkı veren borçlanma aracıdır.

DET'in vadesi 365 günden az olamaz. DET'lerin paylarla değiştirilmesi vade başlangıç tarihinden itibaren en erken 365 gün sonra yapılabilir. DET'lerin paylarla

değiştirilmesi nominal değer üzerinden gerçekleştirilir. Değiştirme gününe kadar işlemiş faizler ise DET sahiplerine nakden ödenir.

DET'lerin tamamı veya bir kısmı ihraççının talebine bağlı olarak paylar ile değiştirilebilir. Talep toplama süresi içerisinde talepte bulunmayan DET sahiplerinin iradeleri DET anapara ve işlemiş faiz tutarının nakden ödenmesi şeklinde değerlendirilir. DET'lerin tamamı veya bir kısmı DET sahibinin talebine bağlı olarak paylarla değiştirilebilir (Borçlanma Araçları Tebliği (VII-128.8), 06.07.2013 tarih ve 28670 sayılı Resmi Gazete).

3.2.3.3.10. Kâra Katımlı Tahviller

Anonim şirketler, satışta kolaylık sağlamak amacıyla şirket kârına iştirak etmek olanağını sağlayan tahviller de çıkarabilirler.

Kâra iştirakli tahvillerde, belirli bir faiz getirisi sağlanması garanti edilmek suretiyle, bu tür menkul değerlerin riski, yatırımcılar açısından azaltılabilir. Tahvil gelirinin belirli bir sınırın altına düşmemesi sağlanır.

Ülkemizde tahvillere ilişkin temel hükümleri düzenleyen TTK'nda, kâra iştirakli tahvil çıkarılmasını önleyici açık ya da kapalı bir hüküm bulunmamaktadır. Anonim şirketlerin, ana sözleşmelerine bu hususta hüküm koymak suretiyle, kâra iştirakli tahvil ihraç etmeleri olanaklıdır (Akgüç, 2010: 650).

Kâra katımlı tahvillerin sabit gelirli olması, tahvilin sabit gelirlerinden farklı bir anlam taşımaktadır. Çünkü tercihli pay senetleri sahipleri firma yöneticileri kâr payı ödeme kararı verdikleri zaman, belirli bir sabit tutar üzerinden paylarını alabilirler. Tahvil sahipleri ise firma kâr etsin etmesin sabit bir faiz alırlar (Baraçlı, H., ve M., İme, 2013: 272).

Tahvillere ödenecek kâr payı, Kurulun sermaye piyasası araçları bir borsada işlem gören ortaklıklar için belirlediği finansal tablo ve raporlamaya ilişkin düzenlemeleri çerçevesinde hazırlanmış yıllık finansal tablolarının ve kâr payı dağıtım kararının ihraççı genel kurulunca onaylanmasını müteakip dağıtılır (Borçlanma Araçları Tebliği (VII-128.8), 06.07.2013 tarih ve 28670 sayılı Resmi Gazete, 18/2/2017 tarihli ve 29983 sayılı Resmi Gazete'de Borçlanma Araçları Tebliği (II-31.1)'nde Değişiklik Yapılmasına Dair Tebliğ yayımlanmıştır).

3.2.3.3.11. İkramiyeli Tahviller

Tahvillerin satışını çekici kılabilmek, talebi artırmak amacıyla yatırımcılara faiz yanında ikramiye de verilebilmektedir. Bu ikramiyeler, bütün tahvil sahiplerinin katılacağı bir kura ile dağıtılmaktadır.

TTK'nın 421. Maddesine göre anonim ortaklıklar ikramiyeli tahvil çıkarabilme olanaklarına sahip olmasına karşın, Türkiye'de bu tür tahvillere pek rastlanmamaktadır (Fettahoğlu, 2014: 319).

3.2.3.3.12. Primli Tahviller

Tahviller, genelde, itibari (nominal) değerleri üzerinden geri ödendiğinden (itfa edildiğinden), primler çıkarma primi niteliğindedir. Tahvilin itibari değerinin altında satışı ile yatırımcıya sağlanan prim, peşin ödenmiş bir faiz niteliğinde olup, tahvilin efektif faizini nominal (itibari) faiz oranı üstüne yükseltmektedir (Akgüç, 2010: 649).

Uzun vadeli kaynak sunumunun kısıtlı, buna karşılık uzun süreli kaynağa gereksinim duyan firma sayısının çok olması durumunda çıkartılan tahvillerin alıcı bulabilmesi için başvuru önlemlerinden biri de prim uygulamasıdır. Primli tahvillerde, bunları çıkaran firma tahvile yatırım yapan birikimcilere faize ek olarak prim ödemeyi öngörmektedir. Bu prim ödemesi tahvillerin satışı anında yapılabileceği gibi, geri ödeme tarihinde de yapılabilir. Çıkarım anında tahvilin nominal değerinin altında satışa sunulması ve nominal değerle geri ödeneceğinin belirtilmesi durumunda “çıkarım primi” söz konusu olur. Buna karşılık, geri ödeme anında tahvilin nominal değerinin üzerinde ve satışa sunulduğu tarihte belirlenen bir bedel ile geri ödeneceğinin belirtilmesi durumunda “geri ödeme primi” söz konusudur.

Geri ödeme primli tahviller, genellikle, vade tarihinden önce tahvili geri ödeme hakkını firmaya vermek amacıyla yönelik olarak çıkarılır. Gelecekte faiz oranlarının düşeceğini tahmin eden firma bu ortaklıktan yararlanarak geri ödeme primini saptayarak tahvili önceden ödeyeceğini duyurur ve sermaye maliyetinde tasarruf yapma olanağına sahip olur (Fettahoğlu, 2014: 319).

3.2.3.4. Tahvillerde Değerleme

Tahvil, anonim şirketlerin, kanunla tahvil ihracına izin verilen kamu kurum ve kuruluşlarının uzun vadeli borçlanmak amacıyla ihraç etmiş olduğu nominal değerleri eşit ve ibareleri aynı olan, nama ve hamiline yazılı olarak çıkarılabilen menkul kıymettir. Tahvilde esas olan vadenin 1 yıldan uzun olmasıdır. Uzun vadeli borçlanma enstrümanı olan tahvilin üzerinde yazılı olan tutar nominal değer (face value), tahvilin üzerinde yazılı olan faiz oranı da kupon faiz oranı (coupon rate) olarak adlandırılmaktadır. Tahvilin piyasadaki fiyatı piyasa faiz oranlarına göre değişmektedir (Ercan, M.K., ve Ü. Ban, 2012: 97).

Tahvil değerlemesinde, tahvil getirisi üç farklı şekilde olur. Kupon faiz oranı getirisi, piyasada geçerli tahvil fiyatı getirisi ve tahvilin vadeye kadar olan getirisidir (Block, S.B., ve G.A., Hirt, 1996: 462).

Tahviller belli bir faiz oranıyla ihraç edildiğinden, kupon tarihlerinde ve vade sonunda elde edilecek faiz gelirleri ile anapara ödemesi bellidir. Bu nedenle söz konusu gelirlerin elde edileceği tarihlerdeki tutarların uygun bir iskonto oranı ile indirgenmesi sonucunda tahvilin bugünkü değeri hesaplanabilir. Burada önemli olan iskonto oranı olarak hangi oranın kullanılacağıdır. Tahvilin ilk ihracında bu oran tahvilin üzerinde yazılı olan faiz oranıdır. Ancak tahvil ihraç edildikten sonra, ekonomideki ve ihraççı firmanın mali yapısındaki gelişmelere bağlı olarak iskonto oranı, tahvilin üzerinde yazılı olan orandan farklı olarak piyasa tarafından belirlenecektir. Böylece tahvilin itfa tarihine kadar olan değeri, faiz oranlarındaki değişikliklere paralel olarak değişecektir. Başka bir deyişle, ekonominin veya ihraççı firmanın riski azaldığında faiz oranları düşecek ve tahvilin değeri yükselecektir. Tersine durumda, yani ekonominin veya ihraççı firmanın riski arttığında, faiz oranları yükselecek tahvillerin fiyatı düşecektir. Ancak bu faiz oranındaki azalış ya da artışlar, ihraççının ödeyeceği faiz tutarında bir değişikliğe neden olmayacaktır. İşte bu nedenle başta enflasyon olmak üzere, genel olarak ekonominin veya ihraççı firmanın riskliliğini artıran bilgiler tahvilin değerini düşürecek, tersi bilgiler tahvilin değerini artıracaktır (Aydın vd., 2014: 202).

Tahvillerin değerini belirleyen etmenler aşağıda açıklanmıştır:

1) Tahvilin nominal değeri; tahvilin üzerinde yazılı olan değerdir. Tahvilin ihraççısı tarafından vade sonunda tahvili elinde bulunduranlara ödenecek tutardır.

2) Kupon faizi; tahvilin nominal değeri üzerinden ödenen faiz oranıdır. Tahvil ihraççısı tarafından, tahvilin vadesi süresince yapılacak ödemelere esas teşkil edecek orandır.

3) Vadesi; tahvilin nominal değerinin ödeneceği zamanı belirtmektedir.

4) Piyasa faiz oranı; tahvilin ikincil piyasadaki işlem yapılmak istenildiği anda oluşan fiyattır.

Bu dört faktör içinde en önemlisi piyasa faiz oranı olup, piyasa faiz oranı ile tahvil değeri arasında ters ilişki vardır. Piyasa faiz oranının artması ile tahvilin değeri azalmaktadır. Bu ilişki tahvil fiyatı değişkenliği veya tahvil volatilitesi olarak adlandırılmaktadır. Piyasa faiz oranının (veya tahvilden elde edilmesi beklenen verim, vadeye kadar verim) artmasıyla tahvil değeri azalmaktadır. Aynı zamanda piyasa faiz oranının düşmesiyle tahvil değeri artmaktadır (Rao, 1987: 102-103).

Bir menkul kıymet olan tahvile yapılacak yatırım, hisse senedine yapılan yatırım gibi değerlendirilmekte ve gerektirmektedir. Sabit getirili menkul kıymet olan tahvile yapılan yatırımlarda yatırımcının beklentisi yatırım değerinin üzerinden sabit bir getiri elde etmek ve anaparasını geri almaktır. Tahvil yatırımcısı hangi piyasa koşullarında tahvil satın aldı ise o anki getiri oranını vade sonuna kadar kabul edecektir. Piyasa koşulları değişse de tahvil yatırımcısının getirisi değişmeyecektir (Ercan, M.K., ve Ü. Ban, 2012: 102).

3.2.3.4.1. Tahvilde Değer Kavramı

Genelde bir tahvilde üç tür değerden söz etmek mümkündür. Bunlar nominal değer, tahvilin ihraç değeri ve tahvilin piyasa değeridir.

Bunlardan nominal değer, tahvilin üzerinde yazılı değer olup ülkedeki yasal düzenlemelere göre buna sınır getirilebilmektedir.

İhraç değeri, yatırımcının tahvil alırken ödediği değer olup Türkiye’de tahvil ihraçlarında nominal değerinden en fazla % 5 oranında indirim yapılabilmektedir.

Tahvilin piyasa değeri de, tahvilin ikincil piyasadaki değeridir. Piyasa değeri nominal değerinin altında ya da üzerinde olabilmektedir. Bunu belirleyen piyasadaki faiz oranı, risk ve süre gibi çeşitli faktörlerden oluşmaktadır. Bu değerinin hesaplanmasında firmanın sermaye yapısı, likiditesi, borç ödeme gücü incelenir.

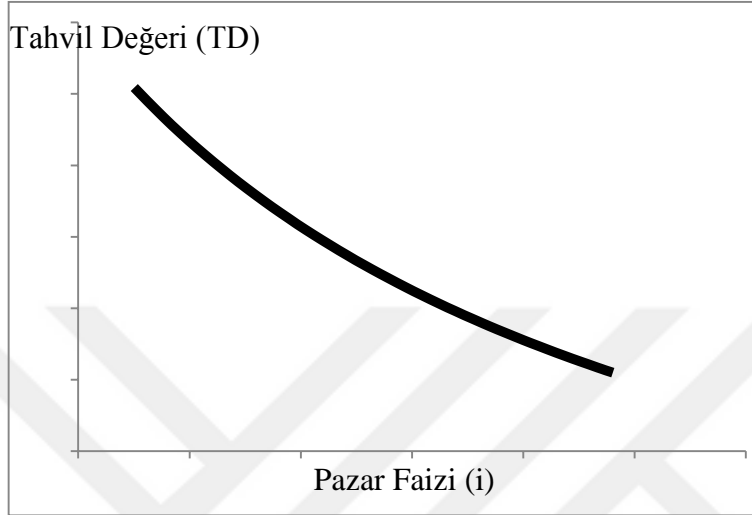
Ülkelerin gelişmişlikleri ile sermaye piyasasının gelişmişliği arasında doğrudan bir ilişki bulunmaktadır. Firmalar yatırımlarını uzun vadeli yabancı kaynaklar ve öz sermaye ile yapmaları gerektiğinden; firma yeni öz sermayeye ihtiyaç duyduğunda hisse senedi ihraç ediyorsa, uzun vadeli borca ihtiyaç duyduğunda da sermaye piyasasından tahvil ihracı yolu ile kaynak temin etme imkânı bulabilecektir.

Serbest piyasa ekonomisinde fiyat piyasada oluşmaktadır. Başka bir ifadeyle firmalar üretim maliyetlerine belirli bir kâr ekleyip fiyatı oluşturma şansına genellikle sahip olamamaktadır. Fiyatı, piyasa belirlediğinde firmaların yoğunlaştığı konu da maliyetleri düşürerek piyasada rekabet edebilmektir. Tahvil yatırımcısı hangi piyasa koşullarında tahvil almakta ise o anki getiri oranı tahvilin vadesi sonuna kadar geçerli olacaktır. Piyasada faiz oranlarının yükselmesi durumunda tahvilin piyasa değeri düşecek, piyasadaki faiz oranlarının düşmesi halinde de tahvilin piyasa değeri artacaktır. Tüm bu işlemler tahvil piyasalarında gerçekleşecektir.

Tahvilin değeri, tahvilden elde edilecek nakit akımlarının tahvile ait piyasa faiz oranı ile bugüne indirgenmesiyle bulunmaktadır. Genelde bir tahvilin üzerinde kaç kere faiz ödemesi var ise o sayıda kuponun olması söz konusudur. Her bir faiz ödemesinden sonra ilgili kupon geçersiz hale gelmektedir. Tahvil yatırımcıları tüm özellikleri aynı olan iki tahvilden vadesi kısa olanı tercih ederler. Aynı şekilde tüm özellikleri aynı olan iki tahvilden de kupon faiz oranı yüksek olanı tercih ederler. Başka bir ifade ile süresi kısa ve kupon faizi yüksek olan tahviller tercih edilmektedir. Eğer iki tahvilin vade bakımından biri; kupon faizi bakımından da diğerinin avantajlı olması durumunda hangi tahvile yatırım yapılacağı kararı bu tahvillere ilişkin süre (duration) hesaplaması yapılarak bulunur (Ercan, M.K., ve Ü. Ban, 2012: 98-102).

Şekil 3.1. de tahvil değeri ile pazar faizi arasındaki ilişki gösterilmektedir. Pazar faizinin (veya tahvilden elde edilmesi beklenen verim, vadeye kadar verim) artmasıyla tahvil değeri azalmaktadır. Tahvil değeri ile tahvil pazar faizi arasında negatif yönlü bir korelasyon bulunmaktadır.

Şekil 3.1: Tahvil Değeri - Pazar Faizi



Kaynak: (Tekbaş vd., 2016: 180).

Vadenin uzaması faiz oranındaki değişmeye duyarlılığı artırır. Uzun vadeli tahviller, kısa vadeli tahvillerden daha fazla faiz oranlarındaki değişmelerden etkilenirler. Vadeye kadar kalan süre uzadıkça tahvilin faiz oranı riski azalarak artar. Faiz oranındaki aynı mutlak değişim tahvil fiyatında simetrik bir değişime yol açmaz. Faiz oranındaki bir azalmanın fiyat üzerindeki etkisi, faiz oranındaki aynı mutlak artış sonucu ortaya çıkacak fiyat düşüşünden daha fazla olur.

Tahvilin kupon faizi oranı ile tahvilin faiz oranı riski arasında negatif bir ilişki bulunmaktadır. Yüksek kupon faizli tahviller faiz oranındaki belli bir değişime daha az tepki verir (Tekbaş vd., 2016: 180-181).

Tablo 3.3: 10 –Yıl Vadeli Tahvilin Değeri (Nominal Değer: 1.000 TL)

	%6 kupon faizi		%9 kupon faizi		%12 kupon faizi	
	8%	10%	8%	10%	8%	10%
İskonto Oranı						
Faizlerin Bugünkü Değeri	406.21	368.68	609.31	553.01	812.41	737.35
Anaparanın Bugünkü Değeri	463.20	385.50	463.20	385.50	463.20	385.50
Tahvil Değeri	869.41	754.18	1072.51	938.51	1275.61	1122.85
Tahvil Değerinde % Değişim		-0.13		-0.12		-0.12

Kaynak: (Tekbaş vd., 2016: 180).

3.2.3.4.2. Tahvilin Bugünkü Değeri

Değerleme; varlıkların değerini risk ve getirilerine göre belirleme sürecidir. Tahvillerden, hisse senetlerinden ve gelir getirici diğer enstrümanlardan beklenen nakit akışlarının belirlenebilmesi için yapılan süreç değerlendirme işlemidir. Varlıkların verilen belli bir zamanda değerine karar verilirken, finans yöneticileri paranın zaman değeri ile risk ve getiri kavramlarından faydalanırlar. Değerleme işleminde üç tane veri bulunmaktadır. Nakit akışları, süre ve risk ölçüsü değerlendirme sürecini oluşturmaktadır.

Basit bir ifadeyle herhangi bir varlığın değeri gelecekte sağlayacağı nakit akımlarının bugünkü değeridir. Zaman süresi belli bir uzunlukta hatta sonsuz olabilir. Bir varlığın şu andaki değeri, bu varlığın gelecekte sağlayacağı nakit akımlarının bugünkü değerine eşittir (Gitman, L.J., ve C.J., Zutter, 2015: 291-292).

Tahvillerde gelecekte sağlanacak nakit akımları, periyodik olarak ödenen faiz tutarları ile vade sonunda ödenen anapara ibarettir. Tahviller, gelecek yıllar sağlayacağı faiz gelirleri ve anapara ödemelerinin bugünkü değeri üzerinden değerlendirilir. Bu bağlamda bir tahvilin piyasa değeri, tahvilin vadesine kadar ödeyeceği faizlerle vade sonunda ödeyeceği anapara tutarının (nominal değer) şimdiki değerleri toplamına eşittir (Avşar, M., ve A. Avşar, 2010: 180-181).

Tahvilin değeri aşağıdaki formülle gösterilebilir;

$$P_o = \sum_{t=1}^n \frac{I}{(1 + k_d)^t} + \frac{MV}{(1 + k_d)^n} \quad (3.1)$$

P_o = tahvilin Pazar değeri

MV = anapara

I = faiz ödemeleri

t = dönem

n = vade

k_d = vadeye kadar getiri

Formülden de anlaşılacağı gibi, iskonto oranı ya da beklenen verimlik değeri (piyasa faiz oranı), tahvilin nominal faiz oranına (kupon faiz oranına eşit olduğu durumda, piyasa değeri (fiyatı) ile tahvilin nominal değeri birbirine eşit olmaktadır. Zaman içinde iskonto oranı ile kupon faizi oranının arasında ortaya çıkan farklılıklar,

tahvilin piyasa değerinin nominal değerinden farklı olması sonucunu doğurmaktadır. Tahvil değerlemesine ilişkin genel formül tablolar yardımıyla da ortaya konabilir. Bu durumda formül aşağıdaki gibi olacaktır:

$$V = I \times (PVIFA_{k_d, n}) + MV \times (PVIF_{k_d, n}) \quad (3.2)$$

$PVIFA_{k_d, n}$ = Seri şimdiki değer katsayıları (n dönem için i iskonto oranında, her bir dönem için 1 TL lik anüitenin bugünkü değeridir.) $= \sum_{t=1}^n \frac{1}{(1+i)^t} = \frac{1 - [1/(1+i)^n]}{i}$ (3.3)

$PVIF_{k_d, n}$ = Tek ödemenin şimdiki değer katsayıları (i iskonto oranından, n dönem sonundaki 1 TL'nin bugünkü değeridir.) $= \frac{1}{(1+i)^n}$ (3.4)

(Van Horne, J.C ve J.M. Wachowicz, 2008: 76 ; Avşar, M., ve A. Avşar, 2010: 181-182).

Piyasa değeri nominal değere eşit olan bir tahvile başa baştan işlem gören tahvil, piyasa değeri nominal değerden fazla olan bir tahvile primli işlem gören tahvil, piyasa değeri nominal değer altındaki tahvile ise iskontolu işlem gören tahvil denir.

Tahvilin piyasa fiyatlarındaki değişimler, istenen getiri oranlarının değişmesinden ve tahvili vade değişmelerinden kaynaklanır. Bilindiği gibi tahviller sabit getirili finansal araçlardır. Tahvillerde faiz getirileri ve vade sonunda ödenecek anapara tutarı belli ve sabit olduğuna göre, tahvilin piyasa fiyatını belirleyecek olan en önemli faktör iskonto (istenen getiri oranı) oranıdır. İstenen getiri oranında zaman içinde ortaya çıkan değişmelerin temelde iki nedeni olabilir. Bunlar; makroekonomik etmenlerle faiz oranlarının genel düzeyindeki değişimler (enflasyon oranı değişimleri) ve yatırımcıların risk tercihlerindeki değişimler nedeniyle riskin pazar fiyatındaki değişimlerdir (Avşar, M., ve A. Avşar, 2010: 182).

Tahviller hisse senetleri kadar riskli olmamakla birlikte, yatırımcı geri ödenmeme riskini göz önünde bulundurarak, razı olacağı asgari kazanç oranını belirleyecek ve tahvile ödeyebileceği bedelin mertebesini saptayacaktır.

Tahvil değerlendirmede uygulanacak yöntemler; değerlendirmenin faiz döneminin başlangıç tarihi itibarıyla yapılması, yılda birden fazla ödeme olması halinde değerlendirme ve faiz dönemleri arasında değerlendirmedir (Bolak, 2010: 187-189).

Tahvil ihraçlarında, genellikle dikkati çeken nokta kupon faiz ödemelerinin belirli aralıklarla ve eşit tutarlarda olmasıdır. Kupon faiz ödemelerinin eşit olması durumunda

anüite formülü kullanılarak faizlerin bugünkü değeri hesaplanabilmektedir. Faiz ödemelerinin farklı farklı olması durumunda ise anüite formülünü kullanma imkânı olmayıp her bir faiz ödemesinin bugünkü değerinin ayrı ayrı hesaplanması gerekmektedir. Dolayısıyla tahvilin değeri hesaplanırken aşağıdaki gibi iki aşamalı bir hesaplama yapılmaktadır.

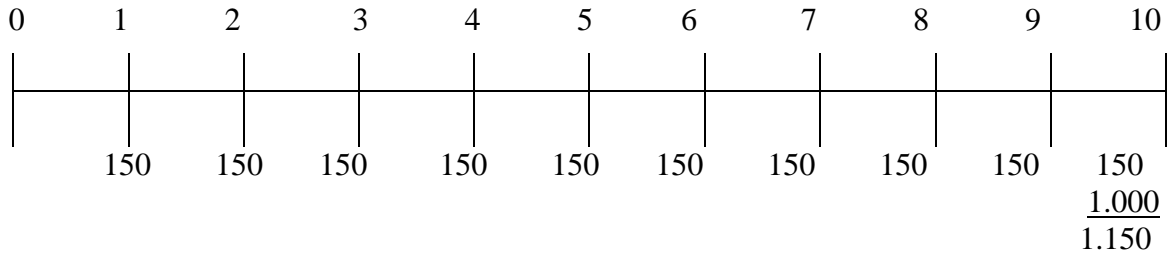
$$\mathbf{TD} \quad : \quad \mathbf{BD}_{\text{Nominal}} + \mathbf{BD}_{\text{Kupon}} \quad (3.5)$$

TD : Tahvilin Değeri

BD_{Nominal} : Tahvilin nominal değerinin bugünkü değeri

BD_{Kupon} : Kupon faiz ödemelerinin bugünkü değeri

Örneğin, bir firmanın 10 yıl vadeli 1.000 TL nominal bedelli tahvil ihraç ettiği ve yılda bir kez yıllık %15 kupon faizi ödeyeceği ve anapara ödemesinin de vade sonunda yapılacağı kabul edildiğinde, nominal değer $\%15$ 'i olan 150 TL ($1.000 \text{ TL} \times 0.15$) gelecek 10 yıl boyunca her yıl ödenecek faiz tutarını ifade etmektedir. 10.yılın sonunda son yıla ait kupon faiz tutarı 150 TL ile birlikte tahvilin nominal değeri olan 1.000 TL de denecektir. Tahvilin piyasa değeri, piyasa faiz oranının $\%15$ olması durumunda aşağıdaki gibi hesap edilebilir.



$$\begin{aligned} \mathbf{BD}_{\text{Nominal}} &= \text{Nominal Değer} \times \text{BDF}(n,i) \\ &= 1.000 \text{ TL} \times \text{BDF}(10, \%15) \\ &= 247,18 \text{ olmaktadır.} \end{aligned}$$

Tahvilin nominal tutarının bugünkü değeri, tahvilin bugünkü değerini bulabilmek için nominal değer bugüne indirgenmesinde olduğu gibi kupon faizlerinin de piyasa faiz oranı ile iskonto edilmesi gerekmektedir.

$$\begin{aligned} \text{Kupon Faizlerinin Bugünkü Değeri} &= \text{Kupon Faizi} \times \text{BDF}(10, \%15), \\ \text{Kupon Faizlerinin Bugünkü Değeri} &= 150 \times 5.0187 = 752,82 \text{ TL,} \end{aligned}$$

Tahvilin Piyasa Değeri = 247,18 + 752,82 = 1.000 TL olmaktadır.

Bu durumda hesaplana tahvilin piyasa değeri ile nominal aynı olmaktadır. Çünkü kupon faiz oranı ile piyasa faiz oranı aynıdır. Tahvilin piyasa değeri piyasa faiz oranlarındaki değişmeye göre farklılık göstermektedir. Aşağıda olduğu gibi piyasa faiz oranının 1 yıl sonra da aynı kalması halinde tahvilin piyasa değeri yine;

Piyasa Faiz Oranının %15 olması durumunda;

$$BD_{\text{Nominal}} = 1.000 \text{ TL} \times BDF(9, \%15)$$

$$BD_{\text{Nominal}} = 284,26 \text{ TL}$$

$$BD_{\text{Kupon}} = 150 \times BDF(9, \%15)$$

$$BD_{\text{Kupon}} = 715,24 \text{ TL dolayısıyla}$$

$$= 284,62 + 715,24 = 1.000 \text{ TL}$$

Piyasa faiz oranının %20'ye çıkması durumunda vadesine 9 yıl kalmış olan tahvilin değeri de aşağıdaki gibi 798,45 TL olmaktadır.

Piyasa Faiz Oranının %20'ye yükselmesi halinde ise;

$$BD_{\text{Nominal}} = 1.000 \text{ TL} \times BDF(9, \%15)$$

$$BD_{\text{Nominal}} = 193,80 \text{ TL}$$

Kupon ödemelerinin bugünkü değeri ise;

$$BD_{\text{Kupon}} = 150 \times BDF(9, \%20)$$

$$BD_{\text{Kupon}} = 604,65 \text{ TL}$$

Bu durumda;

$$\text{Tahvil Piyasa Değeri (TD)} = 193,80 + 604,65 = 798,45 \text{ TL}$$

Firmanın muhasebe kayıtlarında uzun vadeli borç 1.000 TL nominal değerle görünürken borcun cari değeri 798,45 TL olmaktadır. Finans yönetimi ve firma değeri açısından da borcun cari değeri daha anlamlı olmakta ve hesaplamalarda da cari değer dikkate alınmaktadır (Ercan, M.K., ve Ü. Ban, 2012: 103-104; Avşar, M., ve A. Avşar, 2010: 181-186).

3.2.3.4.3. Tahvil Getirisi Oranı (Yield to Maturity)

Piyasada tahvilin istenen getiri oranı, daha genel bir şekilde vadeye kadarki getiri oranı olarak ifade edilmektedir. Vadeye kadar getiri, tahvilden beklenen getirilerin bugünkü değerini tahvilin piyasa fiyatına eşit kılan iskonto oranıdır. Ayrıca iç verim oranı (IRR) olarak da bilinir. Matematiksel olarak iskonto oranı, beklenen nakit girişlerinin bugünkü değeri ile tahvilin nominal değerinin toplamını tahvilin bugünkü piyasa değerine eşitleyen orandır. Tahvilin pazar değeri formülünden diğer veriler yerine konularak k_d yani vadeye kadar getiri oranı bulunabilir (Van Horne, J.C ve J.M. Wachowicz, 2008: 83-84).

$$P_o = \sum_{t=1}^n \frac{I}{(1 + k_d)^t} + \frac{MV}{(1 + k_d)^n} \quad (3.6)$$

Örneğin; bir tahvilin vadesi 3 yıl, kupon faiz oranı yıllık %30 ve tahvilin nominal değeri 1.000 TL' dir. Bu tahvilin piyasa değeri eğer 1.210 TL ise tahvilin getiri oranı aşağıdaki gibi hesaplanabilir.

0	1	2	3
1.yıl	2.yıl	3.yıl	
Kupon Ödemeleri			
	300	300	300 TL
Anapara Ödemesi			
			$\frac{1.000 \text{ TL}}{1.300 \text{ TL}}$

$$1.210 = \frac{300}{(1+k_d)} + \frac{300}{(1+k_d)^2} + \frac{1.300}{(1+k_d)^3}$$

Bu denklemde faiz tutarlarını ve son yılın nominal anapara ödemesinin bugünkü değerini tahvilin piyasa değerine eşitleyen (k_d) tahvilin getiri oranı olup bu eşitlik için çözüldüğünde %20 olmaktadır. Dolayısıyla 1.210 TL fiyatla alınan bu tahvilin getiri oranı %20 olacaktır (Ercan, M.K., ve Ü. Ban, 2012:105).

Nominal faiz oranı, nakit akımlarını indirgemedeki kullanılan faiz oranının altında kalıyorsa tahvilin değeri nominal değerinin altında olur. Tahvilin piyasa faiz oranına eşit

bir getiri sağlayabilmesi için satış fiyatının nominal değerinin altında olması gerekir. Böylece piyasa faiz oranından daha düşük olan nominal faiz telafi edilir. Buna göre tahvilin piyasa değerinin altında olması, tahvilin iskontolu olarak satılması olarak adlandırılır. Tahvilin piyasa değeri nominal değerinin üzerinde olduğu zaman primli tahvil olarak adlandırılır. Tahvilin primli satılması tahvilin piyasa faiz oranının tahvilin nominal faiz oranının altında kalmasıdır. Piyasa faiz oranının üstünde bir nominal faiz ödeyen tahvile talep artar, yapacağı prim tahvilin getirisi piyasa faiz oranına eşitleninceye kadar devam eder. Piyasa faiz oranı ile nominal faiz oranının eşit olması ise tahvilin piyasa değerinin nominal değerle aynı olduğunu gösterir (Berk, 2013: 73).

Tahvile yatırım yapmak isteyen bir yatırımcı, yatırım kararını tahvilin vadeye kadar verimi k_d ile Pazar faizi veya yatırımdan elde etmek istediği verim (i) in karşılaştırılması sonucunda verir (Tekbaş vd., 2016: 177-178).

Tablo 3.4: Tahvil Alım – Satım Kararı

	Karar	Gerekçe
$k_d = i$	Kayıtsız Kal	Tahvil Gerçek Değerindedir
$k_d < i$	Satın Al	Tahvil Düşük Değerlenmiştir
$k_d > i$	Satın Alma	Tahvil Yüksek Değerlenmiştir

Kaynak: (Tekbaş vd., 2016: 178).

Tahvil getirisi oranı hesaplamaları, her dönem aynı faiz ödemesinde bulunmayan, ödediği faiz tutarları dönemler boyunca değişen, tahvilin vadesine kalan dönemler boyunca anaparasını parça parça faizlerle birlikte ödeyen bir tahvilin sağladığı ortalama getiriyi hesaplamak bakımından gerekli olmaktadır.

Ayrıca, her tahvil yatırımcısı tahvili ilk ihraç edildiği zaman (birincil piyasadan) almak zorunda değildir. İkincil piyasadan alınan tahviller, nominal fiyattan daha yüksek bir fiyattan (önerilen faiz oranları, piyasa faiz oranlarından daha yüksek olduğu koşullarda) veya daha düşük bir fiyatta (önerilen faiz oranları, piyasa faiz oranlarından daha düşük olduğu koşullarda) alınabilir. Bu durumda tahvil yatırımın tutarı nominal değerden farklı olacaktır. Dolayısıyla tahvili nominal değerden farklı bir fiyattan satın alan yatırımcının getiri oranı yaptığı yatırım tutarının büyüklüğüne bağlı olarak değişecektir (Sayılğan, 2011: 406).

3.2.3.4.4. Tahvil Değeri ile Faiz Oranı Arasındaki İlişki

Tahviller güvenli yatırım araçları arasında olmasına rağmen, tamamen risksiz değildirler. Birincil risk, tahvil yatırımcıları piyasa faiz oranlarının dalgalanması ile karşı karşıyadırlar. Bu dalgalanmalar tahvil fiyatlarında değişimlere yol açar ve tahvil sahiplerinin kazanacakları gelirleri etkiler.

Yatırımcılar genellikle risksiz yatırım araçlarına kıyasla riskli yatırım araçlarından yüksek oranda getiri talep ederler. Eğer küçük getiriler var ise geleneksel risklere katlanırlar. Bu yüzden yatırımcılar riskli yatırımlardan yüksek düzeyde nominal getiri talep edeceklerdir.

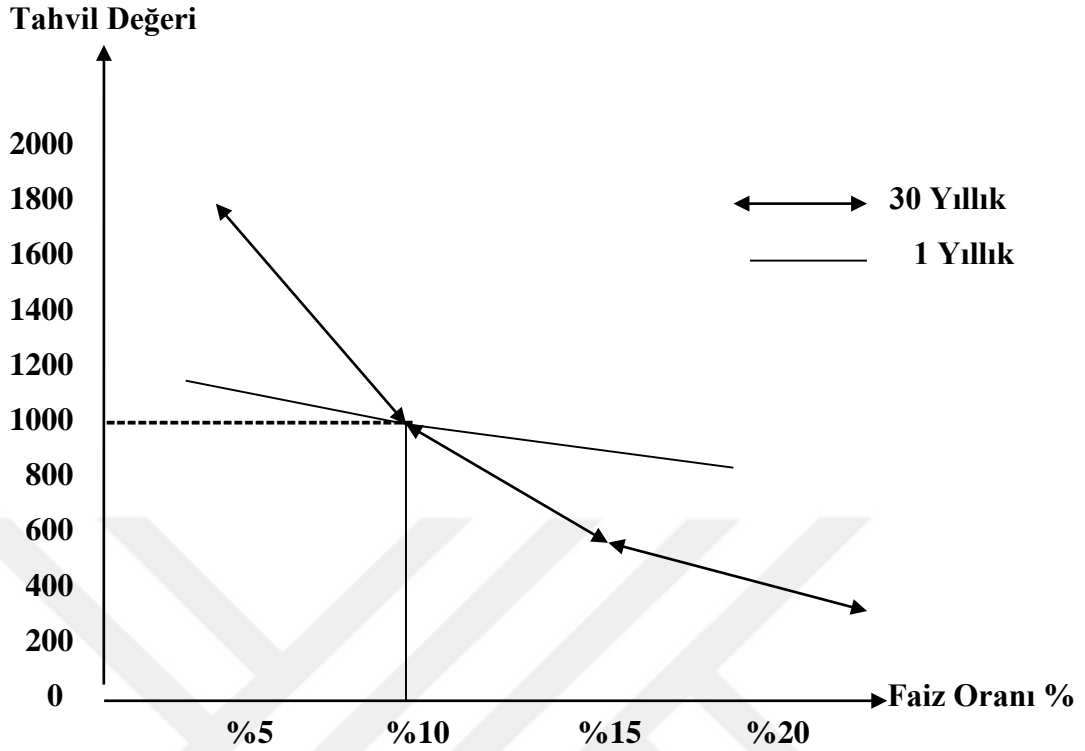
Faiz oranları veya beklenen getiriler paranın maliyetini temsil eder. Fonları arz ve talep edenler karşılıklı olarak bir getiri beklerler. Faiz oranı dengesine çeşitli faktörler etki eder. Enflasyon ve likidite tercihi bu faktörlerin başında gelir. Diğer bir etki yatırımcılar kısa vadeli tahvilleri uzun vadeli tahvillere tercih ederler (Gitman, L.J., ve C.J., Zutter, 2015: 273-274).

Tahvilin piyasa değeri ile faiz oranları arasındaki ilişki ters yönlüdür. Faiz oranı arttıkça tahvilin bugünkü değeri azalmaktadır. Tahvilin bütün ödemelerinin kupon faizi üzerinde ödenme garantisi, yatırımcıya sürekli değişmeyen bir tutarda nakit girişi sağlama imkânı vermektedir. Değişen piyasa faiz oranı tahvilin bugünkü değerini etkilemektedir. 1 yıl ve 30 yıl vadeli %10 kupon faiz oranlı ve 1.000 TL nominal değerli iki tahvilin değişen piyasa faiz oranlarına göre bugünkü değerleri aşağıda şekil 3.2. de görülmektedir.

Faiz oranındaki değişmelerle tahvilin piyasa fiyatının değiştiği görülmektedir. Belli bir piyasa faiz oranında alınan tahvilin piyasa faiz oranlarının yükselmesi durumunda piyasa değeri düşmekte, faiz oranlarının düşmesi halinde de tahvilin piyasa değeri yükselmektedir.

Tahvilin piyasa değerinin piyasa faiz oranındaki dalgalanmalarından etkilenmesinin temelinde vade esası yatmaktadır. Vadesi kısa olan tahvilde piyasa faiz oranındaki değişimin tahvilin piyasa değeri üzerindeki etkisi daha az, uzun vadeli tahvilin piyasa faiz oranındaki değişimden tahvilin piyasa değeri üzerindeki etkisi daha fazla olmaktadır.

Şekil 3.2: Tahvil Değeri ile Faiz Oranı Arasındaki İlişki



Kaynak: (Ercan, M.K., ve Ü. Ban, 2012: 106).

Burada duyarlılık doğrudan iki duruma bağlı olmaktadır.

Vadeleri ve nominal tutarları aynı iki tahvilden kupon faiz oranı yüksek olanın seçilmesi tahvil yatırımcısı açısından daha uygun olmaktadır.

Nominal değerleri ve kupon faiz oranları aynı olan iki tahvilden vadesi kısa olanın seçilmesi yine tahvil yatırımcısı açısından daha uygun olmaktadır.

Dolayısıyla 10 yıllık ve 1 yıllık tahviller karşılaştırıldığında, faiz oranındaki değişimleri dikkate alarak 10 yıllık tahvilin karşılaşılabileceği faiz oranı riskinin yüksek olacağı, benzer bir şekilde de 30 yıllık tahvilin maruz kalabileceği faiz oranı riskinin de 10 yıllık tahvilinkinden daha yüksek olabileceği söylenebilir.

Aynı vadede devlet tahvili de dahil farklı firmaların tahvilleri arasında kupon faiz oranlarında farklılık olması doğaldır.

Borsalarda büyük ve istikrarlı firmalara verilen isim blue-chip firmalar olup, bunların ihraç edecekleri tahvillerin kupon faiz oranları diğer özel firmaların tahvillerine göre daha düşük olmaktadır.

Dolayısıyla Junk-bond diye adlandırılan düşük kalitedeki ve riskli firmalara ait tahvillerin kupon faiz oranları, blue-chip firma tahvilleri kupon faiz oranlarından daha yüksek olmaktadır.

Devlet tahvili faiz oranı diğer tür tahvillerin faiz oranından daha düşük olup, devlet tahvili ile blue-chip ve junk-bond gibi tahvillerin kupon faizleri arasındaki fark risk primi olarak açıklanmaktadır. Devlet tahvillerinin veya aynı firmanın farklı vadelerdeki tahvilleri arasındaki kupon faizi oranı farklılıkları da vade primi olarak açıklanmaktadır (Örneğin 5 yıl vadeli devlet tahvili ile 25 yıl vadeli devlet tahvili kupon faiz oranları arasındaki farklılık gibi).

Vade, tahvilin üzerinde yazılı değer tahvil sahibine geri ödeneceği zamanı ifade eder. Tahvil sahibi ile firma arasındaki hukuki ilişki vade sonunda sona erer. Faizlerin vade yapısı ise risksiz bonoların getirileri ile bu getirilere karşılık gelen vadeler arasındaki ilişkiyi ortaya koyan bir fonksiyondur.

Tahvil değerlendirilmesinde tek bir faiz oranından ziyade spot oranlarla ifade edilen faizlerin vade yapısı kavramı vardır.

Faizlerin vade yapısının açıklanmasındaki en önemli çalışma “beklentiler hipotezi” dir. Bu hipoteze göre getiri eğrisi gelecekteki faiz oranlarına dair bilgiyi içerir, çünkü forward faiz oranları gelecekteki beklenen oranları temsil eder. Bu varsayım ile piyasada işlem göre tahvillerin getirileriyle beraber faiz oranları da tahmin edilebilir. Getiri eğrisinin düz olduğu ve faiz oranlarının artacağı yönünde bir beklenti varsa, piyasa katılımcılarının göstereceği tepki beklentiler teorisine göre şöyle açıklanabilir:

i. Yatırımcılar faiz oranları arttıkça fiyatı düşecek olan uzun vadeli tahvillerden kaçınarak, kısa vadeli tahvil yatırımlarına yönelecek ve vade dolup faizler arttığında yüksek oranlardan yeniden yatırıma yöneleceklerdir.

ii. Uzun vadeli tahviller kısa vadeli tahvillere yatırım yapılmak üzere, faiz oranlarındaki artış öncesinde elden çıkartılacaktır.

iii. Uzun vadeli borçlanma enstrümanlarına yönelmek ihtiyacında olan yatırımcılar için arzı çoğunlukta olan uzun vadeli tahvilleri almak faiz artırımına yönelik beklentinin gerçekleşmesinden sonraki dönemde almaya göre daha kazançlı olacaktır.

Beklentilere önlem olarak alınan her üç aksiyonun sonucunda getiri eğrisi faiz oranlarının artmasıyla birlikte yukarı doğru eğim verecektir. Çünkü piyasada satış arzı

artan uzun vadeli tahvillerin getirileri artacak, ama talepte artış gözlemlenen kısa vadeli tahvillerin getirisi azalacaktır.

Beklentiler teorisinde hesaba katılmayan en önemli faktörler tahvile ait faiz ve yeniden yatırım risklerdir. Gelecekteki faiz oranlarının bilinmemesi bu enstrümanları riskli hale getirmektedir. Çünkü getirilerin ne olacağı bilinmemektedir (Süer, Marmara Üniversitesi, 2007: 15-16 ; Gitman, L.J., ve C.J., Zutter, 2015: 280-281).

3.2.3.5. Tahvillerde Derecelendirme

Tahvillerde derecelendirme, yatırım yapılan tahvil için faiz ve anapara geri ödeme gücünün belirlenmesi, yatırımcının üstlendiği riskin tespit edilmesi faaliyetlerini içeren bir çalışmadır. Tahvilin derecesi yatırımın kalitesini belirlemek amacıyla incelemeye tabi tutulur. Derecelendirme sonuçları, ihraç eden kuruluşun borcunu çabuk ve zamanında ödeyebilme kapasitesini gösterir.

Hem borçlanıcılar hem de yatırımcılar için tahvillerin derecesi son derece önemlidir. Borçlanıcılar için yüksek kredi notuna sahip olmak düşük maliyetle, düşük kredi notuna sahip olmak ise yüksek maliyetle borçlanmak anlamına gelmektedir.

Yatırımcılar için ise tahvilin kredi notu, güvenilirliğinin bir göstergesidir. Yatırım kararları bu kredi notları değerlendirilerek verilir. Derecelendirme sonuçları, tahvilin değerlemesinde kullanılan iskonto oranını etkileyerek piyasa getirileri üzerinde etkili olmaktadır.

Yatırımcıların borçlunun ödeme yapabilme kapasitesini yani geri ödeyememe riskini belirlemek, bu konuda bilgilendirilmek istemesi kredi yeterliliğini ölçme ihtiyacını doğurmuş; bu amaçla derecelendirme kuruluşları ve derecelendirme kriterleri ortaya çıkmıştır.

Bugün dünya piyasaları sadece büyük rating şirketlerinin alacağı kararlarla sarsılmakta ya da rahat nefes almaktadır. Kısacası yatırımcılar için, bir ülkenin ya da bir firmanın kaderini çizen bu kuruluşların açıklayacakları herhangi bir veri hayati önem taşımaktadır. Bu kadar önemli kararlar veren bu kuruluşları denetleyen kurum ise merkezi Amerika Birleşik Devletlerinde (ABD) bulunan Security Exchange Commission (SEC)'dir (Karacaer, Gazi Üniversitesi, 2009: 137-138).

Bir firma tahvilinin kupon faiz oranı ile aynı özellikteki bir devlet tahvilinin kupon faizi arasındaki fark ödenmeme riski (default risk premium) olarak adlandırılmaktadır. Firmanın sorunla karşılaşma ihtimali ne kadar yüksekse, yatırımcılarca talep edilen ödenmeme riski de o kadar yüksek olmaktadır. Tahvil derecelendirme kuruluşları piyasada işlem gören tahvilin güvenli olup olmadığını belirlemektedir. Tahvil derecelendirme ile ilgili bir çok kuruluş bulunmaktadır (Ercan, M.K., ve Ü. Ban, 2012: 107-108).

Kredi derecelendirme kuruluşlarının vermiş oldukları notlar görüş niteliğinde olsa bile yatırımcılar tarafından değerlendirilmekte ve yatırımcılar bu notlardan etkilenmektedirler. Günümüzde finansal piyasalar içindeki önemi oldukça artan kredi derecelendirme kuruluşlarının verdikleri notlar ülkeler ve firmalar üzerine baskı oluşturmaktadır. Yatırımcılar yatırım yapacağı ya da borç vereceği ülkenin veya firmanın mali durumunu, kapasitesini, güvenilirliğini ve risk durumunu öğrenmek isterler. Dünyanın birçok ülkesindeki fonlar bu derecelendirme notlarına göre değerlendirilmekte, ülkeler bu kuruluşlar tarafından verilen notlara göre sermaye piyasalarında avantaj veya dezavantaj sağlamaktadırlar (Toraman ve Yürük, 2014: 127-154).

Kamuya açık borçlanma araçlarının kredibilitesi genellikle yatırım derecelendirme kuruluşları tarafından kendisine verilen kredi notları açısından değerlendirilir. Tahvil derecelendirme ile ilgili kuruluşların başlıcaları Moody's Investors Service (Moody's) ve Standard And Poors (S&P) ' dur. Firmaların yeni çıkarmış oldukları tahviller bu kuruluşlar tarafından değerlendirilir ve oran verilir. Bu oran tahvilin vadesi süresince güncellenir. Bu hizmet için firmalar derecelendirme kuruluşlarına ücret öderler. Buna ilaveten kredi değerlendirme kuruluşları ücret tarifelerini yayımlarlar.

Kredi derecelendirme kuruluşları, ihraç edilen tahvilleri kendi değerlendirme kriterlerini baz alarak değerlendirip, yatırımcıların kullanması için yayımlarlar. Derecelendirmelerinde, kredi derecelendirme kuruluşları algılanabilecek olumsuzlukları da belirtirler (Van Horne, J.C ve J.M. Wachowicz, 2008: 529).

Yukarıda ismi geçen kredi derecelendirme kuruluşları dışında Fitch Investor Service, Canadian Bond Service, Thomson Bnakwutch, Japanese Bond Rating Service, Dominon Bond Rating Service, Iba Ltd. Duff & Phelps Credit Rating Co., Japanese

Credit Rating Service , Nippon-Investor Service gibi bir çok derecelendirme firmaları da bulunmaktadır.

Genel olarak derecelendirme; uzun vadeli borçlar, kamu kâğıtları, mevduat sertifikası, yatırım fonu, oydan yoksun hisse senetleri ve sigorta şirketlerinin hasar ödeme kabiliyeti üzerinde yapılmaktadır. Bu menkul kıymetler, ülke riski, politik risk, ekonomik risk, endüstri riski, firma riski ve sözleşme şartları açısından değerlendirilmekte, analiz yapılmaktadır. Yapılan değerlendirmeler sonucunda menkul kıymetlere aşağıdaki notlar verilmektedir.

Tablo 3.5: Kredi Derecelendirme Tablosu

Menkul Kıymet Derecesi		Risk	Derece
Moody's	Standard & Poors		
Aaa	AAA	Yatırım	En Düşük Risk
Aa	AA	Yatırım	En Düşük Risk
A	A	Yatırım	Düşük Risk
Baa	BBB	Yatırım	Orta Risk
Ba,B	BB,B	Spekülatif	Yüksek Risk
Caa/Ca/c	Ccc/cc/c	Spekülatif	Çok Yüksek Risk
C	D	Spekülatif	-----

Kaynak: (Ercan, M.K., ve Ü. Ban, 2012 : 108).

Tablodan da görüldüğü gibi Moody's in derecelendirdiği en yüksek tahviller Aaa tahvilleri olmakta bunu Aa (ya da AA) ve diğerleri izlemektedir. Baa ve üzerinde derece alan tahvillere yatırım tahvilleri, Ba ya da altında derece alan tahvillere de spekülatif tahviller ya da riskli tahviller adı verilmektedir. S & P 'a göre BBB derecesi Moody's in Baa derecesine, BB derecesi de Moody's in Ba derecesini karşılamaktadır (Ercan, M.K., ve Ü. Ban, 2012: 108-109).

Türkiye’de sermaye piyasasında derecelendirme faaliyetinde bulunması kabul edilen derecelendirme kuruluşlarının listesi aşağıdaki gibidir:

Tablo 3.6: Derecelendirme Faaliyetiyle Yetkili Kuruluşlar

	Türkiye’de kurulan ve SPK tarafından yetkilendirilen derecelendirme kuruluşları	Türkiye’de derecelendirme faaliyetinde bulunması SPK tarafından kabul edilen uluslararası derecelendirme kuruluşları
Kredi Derecelendirmesi	1- Fitch Ratings Finansal Derecelendirme Hizmetleri A.Ş. 2- JCR Avrasya Derecelendirme A.Ş. 3- Saha Kurumsal Yönetim ve Kredi Derecelendirme Hizmetleri A.Ş. 4- Kobirate Uluslararası Kredi Derecelendirme ve Kurumsal Yönetim Hizmetleri A.Ş. 5- TURKRATING İstanbul Uluslararası Derecelendirme Hizmetleri A.Ş.	1- Standards and Poor's Corp. 2- Moody's Investor Service Inc. 3- Fitch Ratings Ltd.
Kurumsal Yönetim İlkelerine Uyum Derecelendirmesi	1- Saha Kurumsal Yönetim ve Kredi Derecelendirme Hizmetleri A.Ş. 2- Kobirate Uluslararası Kredi Derecelendirme ve Kurumsal Yönetim Hizmetleri A.Ş. 3- JCR Avrasya Derecelendirme A.Ş.	

Kaynak: <http://www.spk.gov.tr/Sayfa/Index/6/10/1> (08.10.2017).

3.2.3.6. Tahvilde Süre (Duration)

Tahvilin piyasa fiyatındaki farklılıklara bir neden de tahvilin vadesine kalan süresidir (duration). Risk sınıfları ve vadeleri aynı olan iki tahvilin, piyasa faiz oranının nominal faiz oranından farklı olması halinde, aynı piyasa fiyatına sahip olurlar. Ancak, bu iki tahvilin süreleri farklı ise piyasa fiyatlarında farklılaşma olacaktır. Piyasa

fiyatlarındaki bu farklılaşma tahvillerin vadelerine ait olan sürelerinin farklı olmasından kaynaklanan bugünkü değerlerinin toplamının farklı çıkmasından kaynaklanmaktadır (Süer, Marmara Üniversitesi, 2007: 97).

Tahvillerin, piyasa faiz oranlarındaki değişmeler karşısında, tahvilin vade yapısına göre de farklılık göstereceğini, bu değişikliğin vade yapılarına göre nasıl etkilendiği ile ilgili ilk çalışmalar Frederick Macaulay tarafından yapılmıştır. Macaulay'ın katkıları arasında, 1938'de yayınlanan New York Borsasında faiz oranlarının zaman serisi davranışlarıyla ilgili muazzam bir ampirik çalışması bulunmaktadır (https://en.wikipedia.org/wiki/Frederick_Macaulay, 09.10.2017).

Macaulay süresi (Macaulay Duration), tahvilden beklenen nakit akışlarının, vadeye kadar olan süresinin ağırlıklı ortalamasıdır. Bir tahvilden elde edilecek yıllık nakit girişlerinin bireysel vadelerinin tartılı ortalamasına ortalama vade (duration) adı verilir. Ortalama vade hesaplanırken tartı olarak her nakit girişinin şimdiki değerinin, tahvilin pazar değerine oranı kullanılır.

Macaulay süresi sıklıkla, portföy yöneticileri tarafından, tahvil portföyünün toplam değerinin, faiz oranları değişmelerinden kaynaklanan etkilere karşı korunması için kullanılır.

Macaulay süresi aşağıdaki şekilde hesaplanabilir:

$$\text{MacaulayDuration} = \frac{\sum_{t=1}^n \frac{t \cdot C}{(1+y)^t} + \frac{n \cdot M}{(1+y)^n}}{\text{Current Bond Price}} \quad (3.7)$$

Current Bond Price = Tahvilin şimdiki değeri

t	= Süre
C	= Kupon faizi ve anapara ödemeleri
y	= Piyasa faiz oranı
n	= Toplam dönem sayısı
M	= Vade değeri

Tahvillerin fiyatı, vade, kupon ve vadeye kadar getiri faktörleri tahvilde süre hesaplamasında kullanılır. Her şey sabit iken vadenin artması süreyi artırır. Tahvil kupon faizi artarken süre azalır. Faiz oranları artarken süre azalır ve tahvillerin duyarlılığı faiz oranları yükseldikçe artar

(<http://www.investopedia.com/terms/m/macaulayduration.asp>, 09.10.2017).

Tahvil değerlemedesinde iki tahvil arasında tercihte bulunurken örneğin vadeleri, nominal değerleri aynı olan iki tahvilden kupon faizi oranı yüksek olan seçilecektir. Nominal değerleri ve kupon faiz oranları aynı olan iki tahvilden de vadesi kısa olan tahvil seçilecektir. Vadeleri ve kupon faizleri bu kalıbın dışında olan iki tahvil arasında tercihte bulunurken her bir tahvilin süresi hesaplanarak süresi daha kısa olan tahvilin seçilmesi gerekmektedir.

Faiz oranları arttığında nakit akımlarının iskonto edilmiş değeri düşecek; azaldığında ise artacaktır. Faiz oranı düştüğü zaman, tahvilin bugünkü likit değerinde bir kazanç ve kupon faizlerinin vadeye kadar yeniden yatırımlarından da bir kayıp söz konusu olacaktır. Bu noktadan bakıldığında tahvilin kalan ömrünün belli bir noktasında (belli bir süresinde) marjinal değişiklikten doğan potansiyel kazançlarla potansiyel kayıplar tam bir birini karşılayacaktır. Bu süre yatırımcı için önceden belirlenmiş yatırımın getirisinin garanti edildiği süredir. Bu elde tutma süresi duration olarak tanımlanmaktadır.

Duration hesaplamaları aktif portföylerine ve borç portföylerine de uygulanabilir. Toplam varlıkların durationu her bir elemanın ağırlıklı durationları birbirine eklenerek aktif portföyünün durationu, benzer şekilde borç kalemlerinin ağırlıklı ortalamaları da birbirine eklenerek borç portföyünün durationu, aktiflerin durationlarından borçların durationları çıkartılarak net portföyün, başka bir ifade ile firmanın öz sermayesinin durationu bulunabilir (Ercan, M.K., ve Ü. Ban, 2012: 109-111).

DÖRDÜNCÜ BÖLÜM

KÂR PAYI DAĞITIM ORANLARININ BORÇLANMA ARAÇLARI ÜZERİNDE ETKİSİNE İLİŞKİN ARAŞTIRMA

4. KÂR PAYI DAĞITIM ORANLARININ BORÇLANMA ARAÇLARI ÜZERİNDE ETKİSİNE İLİŞKİN ARAŞTIRMA

Kâr payı dağıtım oranlarının özel sektör tahvil ihraç maliyetleri üzerinde etkisi araştırma sürecinde çalışılacaktır.

Araştırma ile, BIST 100 Endeksinde yer alan firmaların kâr payı dağıtım oranları ile tahvil ihraç maliyetleri arasındaki ilişkinin yönü tespit edilecektir. Dolayısıyla yabancı kaynak kullanımında firmanın kârlılık durumunun önemi belirlenerek, kâr payı dağıtım oranlarının tahvillerin ihracında nasıl bir önem arz ettiği ortaya konulmaya çalışılacaktır. Kâr payı dağıtım politikaları ve borçlanma araçlarına ilişkin literatürde yer alan bazı uluslararası ve ulusal bazı çalışmalar aşağıda yer almaktadır.

4.1. Kâr Payı Dağıtım Politikaları ve Borçlanma Araçlarına İlişkin Literatür Taraması

4.1.1. Uluslararası Literatür Taraması

Lintner (1956), 28 işletmenin yöneticilerinin kâr payı dağıtım politikasının belirlenmesine yönelik düşüncelerini yaptığı bir dizi görüşmeleri kapsayan anket yöntemi ile anlamaya çalışmıştır. Araştırma bulguları işletmelerin uzun vadeli hedef kâr payı dağıtım oranlarına sahip olduğunu, istikrarlı kazanca sahip olgun işletmelerin genellikle kârlarının yüksek bir oranını dağıttığını, ancak büyüyen işletmelerin düşük ödeme yaptığını, yöneticilerin mutlak kâr payı dağıtım düzeyinden ziyade kâr payı değişikliklerine odaklandığını, kâr payı değişikliklerinin uzun vadeli kanıtlanabilir kârlardaki değişimleri takip ettiğini, yöneticilerin kâr paylarını azaltmaya çalıştığını göstermektedir. Bu bulgulara göre, kâr payının bir kısmının işletmenin cari kârlarına, diğer kısmının ise önceki yıl dağıtılan kâr paylarına bağımlı olduğunu gösteren

Lintner'in geliştirdiği model, işletmelerin uzun vadeli hedef kâr payı dağıtım oranlarına sahip olduğu varsayımına dayanmıştır.

Merton Miller ve Franco Modigliani (MM) (1961), çalışmalarında kâr payı politikalarının firma değeri üzerinde bir etkisi olmadığını savunur. Firma değerinin firmanın kazanç yaratma gúcüne ve faaliyet riskine bağlı olduğunu belirtmişlerdir. Firma tarafından elde edilen kazancın, kâr payı şeklinde dağıtılması veya firma bünyesinde bırakılması, firma değerini açısından önemi bulunmamaktadır. Ancak firma değerinin varlıklar üzerinde yaratılan kazançların artırılması yoluyla yükseltilebileceği belirtilmektedir. Bu durumun gerçekleşmesi için gerekli olan etkin piyasa, rasyonel davranışlar ve tam belirlilik varsayımları üzerinde durmuşlardır.

Gordon (1962) tarafından öne sürülen eldeki kuş teorisine göre; hisse senedi sahipleri kâr payını sermaye kazancına tercih ederler. Kâr payı getirisinin daha az riskli olduğunu dolayısıyla, özsermaye kazancına ağırlık verildikçe sermaye maliyetinin artacağını kabul etmektedir. Firma kâr payı dağıtmayıp kazancını firmada bırakması durumunda bu kazancın yeniden yatırıma dönüşmesi ve yatırımdan yeni kazançlar elde edilmesi daha uzun bir süre alacaktır. Yatırımcılar açısından kâr payı eldeki kuş, sermaye kazancı ise daldaki kuştur. Yatırımcılar için her zaman eldeki bir kuş, daldaki iki kuştan daha iyidir.

Diamond (1967), kâr paylarının ve dağıtılmamış kârların hisse senedi fiyatları üzerindeki etkisini 1961 ve 1962 yıllarına ait sekiz sektörden 255 ABD işletmesinin oluşturduğu bir örnekleme incelemiş ve yatırımcıların kâr paylarını, dağıtılmamış kârlara tercih etmelerine yönelik zayıf bulgular elde etmiştir. Büyüme oranı görece yüksek olan sektörlerde dağıtılmamış kârların kâr paylarından daha fazla tercih edildiği bulgusu ise, bir işletmenin büyümesi ile kâr payı dağıtımı arasındaki negatif ilişkiyi göstermektedir.

Fama ve Babiak (1968), Lintner modelinin performansını daha kapsamlı ele aldıkları çalışmalarında, Lintner'in bulgularını destekleyen sonuçlara ulaşmışlardır. 1946 ve 1964 yılları arasındaki dönemde sanayi sektöründeki 392 işletmenin verilerini kullandıkları çalışmada, kâr payı değişimlerinin kârlardaki değişimleri takip ettiği ve yöneticilerin sadece yeni kâr payı dağıtım düzeyini devamlı muhafaza edeceklerine kesin olarak emin olduktan sonra, kâr paylarını artırdıkları sonucuna varmışlardır.

Partington (1985), 1983-1984 döneminde Sidney Borsasında 300 büyük firma arasında seçtiği 152 Avustralyalı işletmelerin yöneticileri ile yaptığı anket çalışmasında, kâr paylarının en önemli belirleyicisinin kârlılık olduğu, kâr payı istikrarını sürdürme isteğinin ise bunu takip ettiği sonucuna varmıştır.

Pruitt ve Gitman (1991), en büyük 1.000 Amerikalı işletmenin finansal yöneticilerine, işletmedeki yatırım, finansman ve kâr payı kararlarının karşılıklı etkileşimi hakkında yaptıkları anket çalışmasında, cari ve geçmiş yıllara ait kârlar, kârların yıldan yıla değişkenliği ve kârlardaki büyüme faktörlerinin kâr payı miktarı üzerinde önemli etkenler olduğunu saptamışlardır.

Fama ve French (2001), işletme özelliklerinin kâr payı dağıtma veya dağıtmamayı belirlemede önemli bir rol oynadığını güçlü bir şekilde tespit etmişlerdir. Kârlılık ile kâr payı dağıtımını arasında pozitif bir ilişki olduğunu söyleyen Fama ve French'e göre, eğer işletmede alıkonan kârlar sermaye giderlerini fonlamada öncelikli olarak kullanılırsa, sermaye harcama oranı ile kâr payı gelirleri arasında negatif bir ilişki olmaktadır.

Naceur (2006), çalışmasında Tunus Menkul Kıymetler Borsasında işlem gören firmaların istikrarlı bir kâr payı ödeme politikalarının olup olmadığını ve söz konusu firmaların kâr payı ödeme politikalarına hangi faktörlerin ne kadar etkisi olduğunu araştırmıştır. 1996–2002 yılları arasındaki yedi yıllık dönemde faaliyet gösteren 48 firmaya ait mali tablolardan elde edilen veriler yardımıyla oluşturulan modeller hem statik hem de dinamik panel veri yöntemleriyle test edilmiştir. Analiz sonucunda çalışma kapsamında bulunan firmaların kâr payı dağıtım politikalarını geçmiş dönemlerde dağıtılan kâr payı miktarları ile cari dönemde elde edilen gelirlerin şekillendirdiği tespit edilmiştir. Çalışmanın diğer bölümünde, firmaların kâr payı dağıtım kararlarının hangi faktörlerce etkilendiği belirlenmeye çalışılmıştır. Elde edilen bulgulara göre, karlılık TSE'de işlem gören firmaların kâr payı dağıtım politikalarının belirlenmesinde en önemli faktördür. Bunun nedeni, istikrarlı gelire sahip olan ve karlılıklarını artıran firmaların düzenli nakit akışı sağlamalarından dolayı daha fazla kâr payı ödeme eğiliminde olmalarıdır. Çalışmanın sonucunda ne ortaklık yapısı ne de finansal kaldıraç faktörlerinin Tunus firmalarının kâr payı dağıtım kararlarında açıklayıcı bir değişken olmadığını belirlemiştir. Likidite durumu ve firma büyüklüğü faktörleri ile kâr payı ödeme politikaları arasında negatif yönlü bir ilişkinin varlığı tespit edilmiştir.

Amidu ve Abor (2006), çalışmalarının amacını Gana Menkul Kıymetler Borsası'na kayıtlı firmaların kâr payı dağıtım oranı kararlarına ilişkin politikalarını etkileyen başlıca faktörlerin tespit edilmesi olarak belirtmişlerdir. Uygulama aşamasında GSE'ye kayıtlı 20 firmaya ait veriler kullanılarak, 1998-2003 yılları arasında firmaların kâr payı dağıtım oranlarına ilişkin davranışları birçok değişken yardımı ile eş zamanlı olarak analiz edilmiştir. Elde edilen sonuçlar özetlendiğinde, karlı ve likiditesi yüksek firmaların, kazançları değişken, büyük ortakların mevcudiyetinin sermaye payı içindeki oranları yüksek olan firmalara, satışları büyüyen ve Piyasa Değeri / Defter Değeri (PDDD) oranı yüksek olan firmalara göre daha fazla kâr payı dağıtma eğiliminde oldukları saptanmıştır.

Statescu (2006), İsviçre Menkul Kıymetler Borsası'nda işlem gören firmaların kâr payı ödemelerine ilişkin uyguladıkları politikaların hangi faktörlerce etkilendiklerini ve ilgili firmaların zaman içerisinde kâr payı ödeme miktarlarında sergiledikleri değişimleri tespit etmeye odaklandığı çalışmada 2000–2003 dönemine ilişkin 175 firmaya ait verileri kullanmıştır. Çalışma sonucunda elde ettiği bulgulara göre, gelişmiş bir piyasa olan İsviçre'de faaliyet gösteren firmaların kâr payı dağıtım politikalarını karlılık, firma büyüklüğü ve ortaklık yapısı değişkenlerinin pozitif yönde, PDDD, firma riskleri ve kaldıraç oranı değişkenlerinin ise negatif yönde etkilemektedir.

Brockman ve Unlu (2009), kâr payı dağıtım kararı üzerinde borç veren haklarının etkisini incelemiş, borç veren haklarının kredi verenler ile hissedarlar arasındaki temsil maliyetlerini etkileyeceğini ileri sürmüşlerdir. 52 farklı ülkeden elde edilen işletme verilerinin kullanıldığı çalışmada bulgular borç veren haklarının, ortaklar ile borç verenler arasındaki temsil çatışmasını azaltarak, hem dağıtılan kâr payı miktarı hem de kâr payı dağıtma olasılığı üzerinde pozitif bir etkiye sahip olduğunu göstermiştir.

Gill (2010) çalışmada, ABD'de imalat ve hizmet sektörlerinde faaliyet gösteren firmaların kâr payı dağıtım politikalarına etki eden faktörleri test etmiştir. Analiz sonucunda firmaların kâr payı dağıtım oranlarının kârlılık, büyüme ve kaldıraç faktörlerinin bir fonksiyonu olduğu saptanmıştır. İmalat sektöründe faaliyet gösteren firmaların kâr payı ödeme oranları ile kârlılık arasında negatif yönlü, vergi ve PDDD faktörleri arasında pozitif yönlü anlamlı bir ilişkinin varlığını tespit etmiştir. Ayrıca hizmet sektöründe faaliyet gösteren firmaların kâr payı dağıtım oranları ile kârlılık ve

kaldıraç faktörleri arasında pozitif yönlü, büyüme faktörü ile de negatif yönlü bir ilişkinin olduğu çalışma sonucunda elde edilen bulgular arasında yer almaktadır.

Patra (2012), Yunanistan'da faaliyet gösteren firmaların kâr payı dağıtım politikalarına hangi faktörlerin etki ettiğini 1993–2007 yılları arasındaki on beş yıllık dönemde Atina Menkul Kıymetler Borsası'nda işlem gören 63 firmaya ait veriler kullanılarak Genelleştirilmiş Momentler Yöntemi ile test etmiştir. Büyük firmaların küçük firmalara göre daha fazla kâr payı ödeme eğiliminde olduğunu saptamıştır. Kârlılık ve likidite tercihleri kâr payı dağıtım oranlarını artırırken, yatırım fırsatları, finansal kaldıraç ve iş riski kâr payı dağıtım oranlarını azaltmaktadır. Yatırım fırsatları ile bağımlı değişkenler arasında finansman hiyerarşisi teorisini destekleyen negatif yönlü bir ilişkinin varlığı saptanmıştır.

Fatemi ve Bildik (2012), 1985 ve 2006 yılları arasındaki dönemde 33 farklı ülkeden 17.106 işletmenin oluşturduğu örnekleme küresel boyutta kâr payı dağıtım politikasını inceledikleri çalışmalarında daha büyük, daha yüksek kârlılığa sahip, düşük büyüme fırsatları olan işletmelerin kâr payı dağıtmaya daha fazla istekli olduğunu, kâr payı dağıtanların oranının sektörler arasında farklılık gösterdiğini ve toplam kâr payı miktarının yüksek oranda kâr payı dağıtan küçük bir grup işletmede toplanarak yoğunlaştığını tespit etmişlerdir.

Salim ve Yadav (2012), sermaye yapısı ile firma performansı arasındaki ilişkileri araştırmışlardır. Araştırmada Malezya sermaye piyasasında 1995-2011 yılları arasında işlem gören 237 firma panel veri analizi kullanılarak test edilmiştir. Araştırmada öz kaynak kârlılığı, aktif kârlılığı, Tobin's Q ve hisse başına kâr bağımlı değişken olarak, kısa vadeli borçlanma oranı, uzun vadeli borçlanma oranı, toplam borçlanma oranı ve büyüme bağımsız değişkenler olarak ele alınmıştır. Sonuçlar, aktif kârlılığı, öz kaynak kârlılığı ve hisse başına kâr ile ölçülen firma performansının kısa vadeli borçlanma, uzun vadeli borçlanma ve toplam borçlanma ile negatif bir ilişkiye sahip olduğunu göstermiştir. Bununla birlikte büyüme ve firma performansı arasında pozitif ilişki tespit edilmiştir. Tobin's Q kısa vadeli borçlar ile uzun vadeli borçlar arasında önemli pozitif bir ilişki olduğunu göstermiştir. Ayrıca toplam borçların firma performansı ile önemli derecede negatif bir ilişki de olduğu belirtilmiştir.

4.1.2. Ulusal Literatür Taraması

Özenalp (2000), 1986-1999 yılları arasında İstanbul Menkul Kıymetler Borsası (İMKB)'nda işlem gören ve net kâr, kâr payı ve ödenmiş sermaye verilerini düzenli olarak elde edebildiği 44 firma belirlemiş ve bu firmalar içerisinde imalat sanayinde faaliyet gösteren 8 firmayı analizinde kullanmıştır. Regresyon analizi sonucunda geçmiş dönem kâr payı düzeylerinin kâr payı değişimlerini negatif yönde, cari dönem kâr paylarının ise kâr payı değişimlerini pozitif yönde etkilediği bulgusuna ulaşmıştır.

Yücel (2001) çalışmasında, Türkiye'deki halka açık anonim şirketlerin sermaye yapılarının ve kâr dağıtım politikalarının firma değeri üzerindeki etkilerini incelemiştir. Çalışmada hisse senetlerini İstanbul Menkul Kıymetler Borsası (İMKB)'e kote ettirmiş olan taş ve toprağa dayalı sektör ile metal eşya, makine ve gereç yapım sektöründeki işletmelerin durumunu ele almış ve bu iki sektörde yer alan işletmelerin 1999-2000 yılı verileri kullanarak regresyon ve korelasyon analizi yapmıştır. Çalışma sonucunda; sermaye yapısının hisse senedi fiyatı ile hisse başına kazancı etkilemediği ancak işletmelerin kâr dağıtım politikalarının ve hisse başına kazançlarının hisse senedi fiyatlarını çok önemli derecelerde etkilediği vurgulanmıştır.

Akgül (2005) yapmış olduğu çalışmasında, tahvil piyasalarının ekonomi ile ilişkisini görmek amacıyla, bilgisayar paket programında, 1991 – 2004 yılları arasındaki İMKB Tahvil/Bono işlem hacmi ile bazı temel ekonomik göstergeler arasındaki korelasyon analizi yapmıştır. Yapılan korelasyon analiz sonuçlarına göre, bir ülkenin ekonomisi ile sermaye piyasaları, dolayısıyla tahvil/bono piyasaları arasında oldukça güçlü bir ilişki olduğu ortaya çıkmıştır.

Pekkaya (2006) kâr payı dağıtımının firma değeri üzerine etkisi ile ilgili olarak yapmış olduğu çalışmada; İMKB 30 endeksine dâhil 19 şirketin 1987-2006 yılı verileri sonucunda, oto finansmanla şirket değerinin anlamlı ve pozitif ilişki sergilediğini, kâr payı dağıtım miktarının bazı şirketlerin değerini olumlu etkilerken, bazılarını da negatif yönde etkilediğini belirtmiştir.

Süer (2007) yapmış olduğu çalışmasında, tahvillerin fiyatını etkileyen faktörleri belirleyerek model tahvil fiyatı oluşturmuş, ayrıca bu faktörlerin birbirleriyle olan ilişkilerini açıklamıştır.

Karaca (2007), 2005 yılında İMKB 100 endeksinde yer alan ve geriye dönük olarak 2000 yılına kadar kâr payı dağıtımı yapan firmaların verilerini kullanılmıştır. Verilere t testi uygulanmış ve sonuç olarak yatırımcıların kâr payı ödeme miktarları ile ilgilenmedikleri, kâr payı ödeme şekline daha çok önem verdikleri, hatta nakit kâr payı ödemelerinde yatırımcılar için pozitif eğilim oluşturduğu tespit edilmiştir.

Kabakçı (2008), kârlılık, sermaye yapısı bileşimi ve performans ilişkisini analiz etmek amacıyla İMKB’de kayıtlı 22 şirketin 6 yıllık (2000-2005) bilanço ve gelir tablosu verilerinden yararlanarak işletme pasifindeki borçların öz sermaye kârlılığı ile ilişkisini irdeleyerek işletmelerin finansal performanslarını araştırmıştır. Analiz sonucunda, büyüme ve büyüme oranları ile öz sermaye kârlılığı arasında pozitif ilişki tespit edilmiş olup, ilişkiler anlamlı bulunmuştur. Borç dışı vergi kalkanı ile öz sermaye kârlılığı arasında pozitif ilişki saptanmıştır. Kısa vadeli borç öz sermaye oranı ile öz sermaye kârlılığı arasında negatif ilişki saptanmıştır. Uzun vadeli borçlarda da aynı şekilde negatif ilişki tespit edilmiştir. Sermaye yapısı ile öz sermaye kârlılığı arasında negatif ilişki saptanmıştır.

Kaba (2009), İMKB’de işlem görmekte olan ve 2000 ile 2007 yılları arasında kâr dağıtımı yapan 222 şirketin yapmış oldukları kâr payı ödemelerinin firmaların piyasadaki değerlerine etki yapıp yapmadığını tespit etmeye çalışmıştır. Aynı zamanda firmaların nakit ve hisse senedi şeklinde yapmış oldukları kâr dağıtımlarının firma değerine etkisinin nasıl yansıdığı tespit edilmeye çalışılmıştır. Yapılan analizler sonucunda kâr dağıtım oranları ile hisse senetleri fiyatları arasında ve İMKB 100 endeksi arasında ilişki olduğu ortaya çıkmıştır. Kâr dağıtımını nakit şeklinde yapan şirketlerin hisse senetlerinin değerinin kâr dağıtımını hisse senedi şeklinde yapan şirketlerin hisse senetlerinin değerinden fazla olduğu görülmüştür.

Arkan (2010), finansal yapı ile firma değeri arasında ilişki var olup olmadığını belirlemeye çalışmıştır. Firmaların kısa ve uzun vadeli yabancı kaynakları ile öz kaynaklarının firma değerine etkisi incelenmiştir. Çalışmada imalat sanayide faaliyet gösteren ve hisse senetleri İMKB-SINAİ Endeksine dahil olan 127 firmanın finansal yapıları ile firma değeri arasındaki ilişkinin test edilmesi amacıyla korelasyon ve çoklu korelasyon analizi yapılmıştır. Araştırmasının sonucunda firmaların finansal yapısının firma değerine etkisinin oldukça büyük olduğunu vurgulamıştır. İlaveeten, yabancı kaynakların etkisinin öz kaynaklara nazaran düşük olduğu, vergi etkisi göz önüne

alındığından bu tezat durumun ekonomik kriz nedeniyle firmaları yabancı kaynaklara temkinli yaklaşmasının rolü olabileceğini ifade etmiştir.

Yakar (2011), 2000-2009 dönemine ilişkin veriler ile İMKB 100 endeksinde yer alan firmalar üzerinde yapmış olduğu çalışmada kârlılık değişkeni ile borç değişkeni arasında negatif ilişki olduğunu saptamıştır.

Okuyan (2013), Türkiye'deki sanayi işletmelerinde kârlılığı etkileyen unsurları ortaya koymaya çalışmıştır. Bu amaçla İstanbul Sanayi Odası tarafından her yıl belirlenen 500 büyük ve 2. 500 büyük sanayi işletmesi veri seti olarak seçilmiştir. 1000 işletmeye ait 1993-2010 arasındaki yıllık panel veriler analize tabi tutulmuştur. Modelde yer alan bağımlı değişken kârlılıktır. Kârlılık için aktiflerin kârlılığı, öz kaynak kârlılığı ve ekonomik kârlılık rakamları kullanılmıştır. Sonuç olarak kârlılık oranı ile borçlanma ve büyüklük arasında negatif, iş gücü verimliliği ve ihracat düzeyi arasında pozitif bir ilişki olduğu ortaya konulmuştur.

Sandıkçı (2014) yapmış olduğu çalışmasında, BIST 100 Endeksi'nde 2008 yılından 2012 yılına kadar kesintisiz işlem gören 82 firmanın piyasa verilerini incelemiş ve kar dağıtımının finansal performans üzerine etkisi olup olmadığını araştırmış, kâr payı dağıtımının firmaların finansal performansını olumlu yönde etkilediği sonucu ortaya çıkmıştır.

Şahin (2014) yapmış olduğu çalışmasında; özel sektör tahvillerinin ülkemizdeki tarihsel gelişimini incelemiş, ÖST ihracı ve mevduat faizi arasındaki korelasyon oranı pozitif ve düşük düzeyde, ÖST ihracı ve banka kredileri arasında anlamlı, pozitif ve kuvvetliye yakın bir ilişki olduğunu saptamıştır.

Arsoy (2015) yapmış olduğu çalışmasında, BIST'de işlem gören 168 sanayi işletmesinin 2003-2012 yılları arasındaki 10 yıllık verilerini kullanarak, kâr payı dağıtımını belirleyen ana faktörleri saptamak, kâr payı dağıtımlarını tahmin etme aracı olarak yapay sinir ağlarının kullanılabilirliğini ortaya koymak ve kâr payı dağıtımının öngörülmesinde kullanılabilecek tüm değişkenleri içeren bir model geliştirmiş, istikrarlı büyüme ve ölçek ekonomisine sahip olma (büyüklük), yüksek karlılık seviyesini düzenli olarak artırma, likiditesi yüksek ve sağlam bir nakit akımına sahip olma özellikleri nakit kâr payı ödemesini belirleyen ana faktörler belirlenmiştir.

İleri (2016), kâr payı dağıtım şekillerinin firma değerine etkisini Türkiye otomotiv sektöründe faaliyet gösteren halka açık firmalar üzerinden araştırmış, bu amaçla yaptığı

analizlerde Türkiye otomotiv sektöründe yer alan firmaların nakit kâr payı dağıtım politikası ile firma değeri arasındaki ilişkiyi pearson korelasyon katsayısını kullanarak incelemiştir. Araştırma sonucunda kâr payı dağıtım politikalarının firma değeri üzerine etkisinin, firmadan firmaya, yatırımcıdan yatırımcıya farklılık gösterdiği sonucuna ulaşmıştır.

4.2. Amacı, Kapsamı ve Kısıtları

Bu çalışmanın amacı; Firma tarafından yapılacak kâr payı dağıtımlarının, tahvil ile borçlanıldığında oluşacak borçlanma maliyetleri üzerinde nasıl bir etki oluşturacağıdır. Kâr payı dağıtım oranları ile tahvil ihraç maliyetleri arasında istatistiksel olarak anlamlı bir değişim olup olmadığı ve değişimin yönü belirlenmeye çalışılmıştır. Borçlanma aracı olarak özel sektör tahvilleri değerlendirmeye alınacaktır.

Bu çalışmada 2012 öncesi dönemler, hem tahvil ihraç edip hem de kâr payı dağıtan firma sayısının az olmasından dolayı çalışmaya dahil edilmemiştir. Çalışmanın diğer bir kısıtı ise Kamu Aydınlatma Platformuna bağlı şirketlerden Endeksler kısmında yer alan BIST 100 Endeks firmaları ele alınmıştır.

Bu nedenle, çalışmada Endeksler Kategorisinde BIST 100 Endeksinde yer alan firmalar incelenmiştir. Dönem olarak 2012-2016 belirlenmiştir. Öncelikle belirlenen dönemlerin tümünde veya belli bir bölümünde tahvil ihraç eden firmalar belirlenmiştir. Bu aşamadan sonra belirlenen firmaların kâr payı dağıtım yapmış oldukları dönemler tespit edilmiştir. Dolayısıyla belirtilen dönemler içinde hiç tahvil ihraç etmeyen firmalar çalışmaya dahil edilmemiştir. 2012-2016 döneminde BIST 100 Endeksinde tahvil ihraç eden 25 firma bulunmaktadır.

4.3. Kullanılan Ekonometrik Yöntem

BIST 100 Endeksinde yer alan firmaların kâr payı dağıtım oranları ve tahvil maliyetleri arasında ilişki bulunup bulunmadığı panel veri analiz tekniği ile araştırılmıştır. Çalışmada ekonometrik bir yöntem olarak panel veri analizi kullanılmıştır.

Kesit ile zaman serisinin bir araya getirilmesinden oluşturulan panel veri analizinde değişkenlerin birim kök içerip içermediği incelenmelidir. Bu incelemenin nedeni panel veri analizinde yer alan veri setinin durağan olmaması halinde ortaya çıkacak ilişkiler sahte (spurious) tahminler olur. Bu amaçla panel veri analizine başlamadan önce panel birim kök testleri araştırmasının yapılması gerekmektedir (Çemrek ve Burhan, 2014: 49). Panel veri analizinde yer alan bağımlı ve bağımsız değişkenler arasındaki ilişkinin incelenmesi aşamasında veri setine ait tahmin sonuçları klasik regresyon, sabit etkili ve rassal etkili modellerden uygun olanı ile elde edilebilir. Panel veri analizinde klasik regresyon, sabit etkili ve rassal etkili modellerden hangisinin kullanılacağına karar vermek için geliştirilmiş bazı testler bulunmaktadır. Bu testlerin içinde önemli olanlar Rassal Etkiler Testi (Lagrange Çarpanı Testi), Olabilirlik Oranı (LR) Testi ve Hausman Testleridir (Çemrek ve Burhan, 2014: 50).

4.3.1. Panel Veri Analizi

Regresyon modelleri hem betimsel hem de yapısal ekonometrinin önemli istatistiksel araçlarıdır. Buna karşın, ekonomik verilerle kurulan regresyon modelleri neden-sonuç ilişkisini vermez. Bunun nedenini şöyle açıklayabiliriz: Normalde gözlemlenen ve gözlemlenemeyen değişkenler arasında bir ilişkinin olması beklenilebilir fakat regresyon modellerinde açıklayıcı değişkenler ile gözlemlenemeyen değişkenlerin ilişkisiz olduğu yapısal olarak kabul edilmiştir. Bunun yanı sıra, gözlemlenemeyen heterojenlikten dolayı da değişkenler arasında ilişki olabilir. Bu durum özellikle yatay kesit regresyon analizlerinde yaygın bir sorundur. Eğer hem sağ hem de sol taraf değişkenleri doğrudan etkileyen bir değişken denkleme katılmamışsa, açıklayıcı değişkenler hata terimi ile ilişkili olacak ve regresyon katsayıları sapmalı bulunacaktır. Ekonometrinin bu sorunlara karşı geleneksel çözüm yolu çoklu regresyon ve araç değişken modelleridir. Son yıllarda bu soruna karşı kullanılan sağlam bir çözüm yolu da panel veri analizidir.

Panel veri, muhtemelen ilişkili ve zamanla değişmeyen heterojenliği, gözlemlenemezse bile kontrol altına alma kabiliyetine sahip olduğundan sıkça kullanılmaya başlanmıştır. Ekonometrik araştırmalarda bağımlı ve bağımsız değişkenlere ait verilerin güvenilir kaynaklardan doğru olarak toplanması ve analiz

verilerinin modele uygun olarak hazırlanması tahminlerin tutarlılığını etkilemektedir. Ekonometrik çalışmalarda; zaman serisi verileri, kesit verileri ve zaman serisi veriler ile kesit verilerin birleşimi olan karma veriler olmak üzere üç tür veri kullanılır. Eğer aynı kesit birimi (birey, aile veya işletme) zaman içinde izleniyorsa bu tür karma verilere panel veri adı verilir (Uğur, İnönü Üniversitesi, 2009: 35-37).

Panel veri setinde yer alan her birim için söz konusu olan zaman serisinde eksik gözlem yoksa bu tür panel veri setine dengeli panel denir. Ancak kullanılan veri setinde bazı eksik gözlem noktaları var ise bu tür panel veri setlerine ise dengesiz panel denir (Wooldridge, 2009: 488).

Panel veri kullanılarak yapılan araştırmaların amaçları aşağıda belirtilmiştir.

- 1- Birimler arasında meydana gelen değişkenlikleri veya her bir birimin zaman boyunca geçirdiği değişkenlikleri açıklamaktır. Böylece hem belli değişkenliklerin büyüklüğünü hem de bu değişkenliklerin seyri bilinebilir.
- 2- Ortaya çıkan bu değişkenlikleri diğer bazı değişkenler bakımından açıklamaktır. Bu değişkenler cinsiyet gibi zaman boyunca sabit olabileceği gibi, ruhsal durum gibi zaman içinde değişebilen zaman boyunca sabit olmayan türden olabilir.
- 3- Her bir birimin ilgili değişken bakımından çıkarımını yapmaktır (Hsiao, 2003: 89).

Panel veri analizinin sıklıkla kullanılmasında, panel verinin karmaşık yapısının analiz edilmesinde yararlanılan bilgisayar ortamının ve paket programların gelişmesinin önemli bir etkisi olmuştur (Baltagi, 2001: 5-7).

Ekonomik araştırmalarda farklı veri türleri yapılarına uygun modellerle incelenebilmektedir. Zaman serisi ve yatay dikey kesit verileri ile amaca uygun farklı analizler yapılabilmektedir. Zaman boyutuna sahip yatay kesit serilerinin kullanılarak ekonomik ilişkilerin tahmin edilmesi yöntemine panel veri analizi denilmektedir. Bu analizde zaman serileri ile yatay kesit serileri bir araya getirilip, zaman ve kesit boyutuna sahip veri seti oluşturulmaktadır. Günümüzde birçok çalışmada zaman ve yatay kesit verilerinin birleştirilmesi ile elde edilen veri setleri oluşturulup panel veri analizleri yapılmaktadır. Panel veri kullanılarak oluşturulan regresyon modelleri, panel veri regresyon modelleri olarak adlandırılmaktadır. Basit bir doğrusal panel veri regresyon modeli genel olarak şu şekilde ifade edilmektedir:

$$Y_{it} = \beta_{1it} + \beta_{2it} X_{2it} + \dots + \beta_{kit} X_{kit} + e_{it} \quad (4.1)$$

$$i = 1, 2, \dots, N \quad ; \quad t = 1, 2, \dots, T$$

Bu modelde yer alan Y bağımlı değişkeni, X açıklayıcı (bağımsız) değişkeni (k-1 adet) ve e sıfır ortalama ve sabit bir varyansa sahip hata terimini göstermektedir. i yatay kesit veri boyutunu (i= 1,.....,N), t ise zaman serisi verisi boyutunu (t =1,.....,T), β ise sabit katsayıları göstermektedir (Gujarati, 2003: 636).

Panel veri sadece yatay kesit ya da sadece zaman serisi ile karşılaştırıldığında çeşitli avantajlara sahip bulunmaktadır. Panel veri kullanmanın avantajları aşağıda belirtilmiştir.

- 1- Panel veri modellerinde gözlem sayısı kesit ve zaman serilerine göre daha fazla olduğundan elde edilecek parametre tahminleri daha güvenilir olacak ve tahmin edilen modeller daha az kısıtlayıcı varsayıma dayanacaktır. Bununla birlikte sadece zaman serisi veya kesit verisi ile yapılan çalışmalarda, sapmalı sonuçlar elde etme riski bulunduğundan birimlerin farklılıkları ayrıntılı olarak kontrol edilemez.
- 2- Panel veri modelleri tamamıyla kesit ya da zaman serilerinden daha karmaşık davranış modellerinin kurulmasına ve test edilmesine olanak tanır. Dışlanan değişkenler, zaman serisi veya yatay kesit verisi kullanılarak yapılan çalışmalarda tahmin sonuçlarında sapmaya yol açarken; bu değişkenler eğer birimlere veya zamana göre değişmiyor ise, panel veri kullanımı sapmanın kontrol altına alınmasını sağlamaktadır.
- 3- Yatay kesit verisi kullanılarak yapılan tahminlerde, sadece birimler arasındaki farklılıklar incelenebilir. Panel veri kullanılarak hem birimler hem de bir birim içerisinde zaman içerisinde meydana gelen farklılıklar birlikte incelenebilmektedir (Baltagi, 1995: 3-5 ; Hsiao, 1986: 2-3).

Denklem (4.1) ile gösterilen modelde yer alan katsayılar farklı birimler için farklı zaman periyotlarında farklı değerler almaktadır. Bunun sonucunda tahmin edilen parametre sayısı, kullanılan gözlem sayısını aşmakta, model tahmin edilememektedir. Bu dezavantaj yüzünden panel veri ile yapılan çalışmalarda farklı varsayımlara ait modeller geliştirilebilir Hata terimlerinin özellikleri ve katsayıların değişebilirliği ile ilgili farklı varsayımlarda bulunarak farklı modeller elde edilebilmektedir. Farklı

varsayımlarla elde edilen modeller “Sabit Etkili” ve “Rassal Etkili” modeller olarak adlandırılmaktadır. Her iki model, e_{it} hatalarının tüm zaman dönemlerinde ve tüm bireyler için bağımsız ve $N(0, 2\sigma_e^2)$ şeklinde dağıldığını varsaymaktadır (Griffits, W.E.ve R.C., Hill, 1993: 571-573).

Panel veri analizi çok değişik bilim alanlarında kullanılmaktadır. Örneğin, psikolojide insan davranışlarının analizinde, ekonomide şirketlerin ve ücretlilerin zaman içerisindeki davranışlarının analiz edilmesinde kullanılmaktadır. Panel veri setinde hem yatay kesit hem de zaman olmak üzere iki boyut olduğundan, panel veri yöntemi son yıllarda yaygın hale gelmiştir. Bir başka ifadeyle panel veri modellerinde, N tane birim ve her birime karşı gelen T adet gözlem bulunmaktadır. Bu şekilde iki boyutun bir arada kullanılması daha fazla bilgi kullanımı ve serbestlik derecesinde artış sağlamaktadır. Ayrıca gözlem sayısındaki artış, ölçülen ilişkiye daha fazla değişkenlik katarak, çoklu doğrusal bağıntı problemini ortadan kaldırmaktadır (Hsiao, 2003: 3).

Panel veriler dört farklı şekilde tahmin edilebilmektedir (Gujarati, D.N., ve D.C., Porter, 2009: 594).

- Havuzlanmış En Küçük Kareler Modeli (Pooled OLS): Basit bir biçimde gözlemlerin tamamı havuzlanıp zaman serilerinin ve yatay kesit verilerin özellikleri ihmal edilerek model tahmin edilmektedir.

- Kukla Değişkenli En Küçük Kareler Modeli (The Fixed Effect Least Squares Dummy Variable-LSDV): Bu yöntemde gözlemlerin tamamı havuzlanmakta ve her bir yatay kesit birim kendi kukla değişkenine sahip olmaktadır.

- Grup İçi Sabit Etkiler Modeli (The Fixed Effect Within-Group Model): Bu modelde de gözlemler havuzlanmakta, fakat her bir birimdeki açıklayıcı değişken kendisinin ortalama değerinden sapma olarak belirlenmekte ve model en küçük kareler yöntemiyle tahmin edilmektedir.

- Rassal Etkiler Modeli (REM): Bu modelde LSDV den farklı olarak her bir birimdeki açıklayıcı değişkenin sapmalı değerleri rassaldır.

Panel veri modellerinde birimlere veya birimlere ve zamana göre verilerde meydana gelen farklılıklar modelin katsayılarında değişmeye yol açabilirler. Bu değişim modelin sadece sabit teriminde olabileceği gibi hem sabit hem de eğim katsayılarında da olabilir. Panel veri modelleri yatay kesit ve zaman boyutundaki değişimleri yakalamak için değişik şekillerde kurulabilir. Bunları aşağıdaki gibi gösterebiliriz (Hsiao,2003: 15):

- 1- Eğim katsayılarının sabit, kesişimin yatay kesit birimlerine bağlı olarak değiştiği model:

$$Y_{it} = \sum_{j=1}^k \beta_j X_{jit} + \alpha_i + \varepsilon_{it} \quad (4.2)$$

- 2- Eğim katsayılarının sabit, kesişimin hem yatay kesit birimleri hem de zamanla birlikte değiştiği model:

$$Y_{it} = \sum_{j=1}^k \beta_j X_{jit} + \alpha_{it} + \varepsilon_{it} \quad (4.3)$$

- 3- Bütün katsayıların yatay kesit birimlerine bağlı olarak değiştiği model:

$$Y_{it} = \sum_{j=1}^k \beta_{ji} X_{jit} + \alpha_i + \varepsilon_{it} \quad (4.4)$$

- 4- Bütün değişkenlerin hem yatay hem de zamanla birlikte değiştiği model:

$$Y_{it} = \sum_{j=1}^k \beta_{jit} X_{jit} + \alpha_{it} + \varepsilon_{it} \quad (4.5)$$

Denklem (4.2) ve (4.3) gibi sabit eğimli ve değişen sabit terimli değişkenlere sahip modeller, panel veri analizinde en fazla kullanılan modellerdir. Çünkü bu modeller “katsayılar her zaman ortak bir değer alır” varsayımına basit fakat yeterince genel bir alternatif sunmaktadır. Panel veri modellerinde, birimlere veya birimlere ve zamana göre verilerde meydana gelen farklılığın modele dahil edilme şekline göre farklı modellerden söz edilebilir. Bu modeller “Sabit Etkiler Modeli” ve “Rassal Etkiler Modeli” olmak üzere iki ana gruba ayrılır.

4.3.2. Statik Panel Veri Modeller

Değişkenlerde meydana gelen dinamik yapının modele yansıtılmadığı, bağımlı ve bağımsız değişkenin gecikme değerlerinin bağımlı değişkeni açıklamada kullanılmadığı modeller statik panel veri modelleri olarak adlandırılmaktadır. Havuz modeli en temel statik panel veri modelidir (Özer, Atatürk Üniversitesi, 2012: 146-147).

4.3.2.1. Havuzlanmış Modeller (Pooled Ordinary Least Square)

Havuzlanmış en küçük kareler modeli tahmin sonuçları yatay kesit (N) veri matrisleri arasında farkın olmadığı varsayımına dayanmaktadır. Model bütün yatay kesitler için bir ortak sabit terim tahmin etmektedir. Bu modelde hata teriminin birimlere veya birimlere ve zamana göre farklılıkları barındırmadığı varsayılmaktadır (Özer, Atatürk Üniversitesi, 2012: 147).

Havuz modelinde yer alan sabit parametre (α) ve bağımsız değişkenlere ait parametreler (β_{kit}) birimlere veya birimlere ve zamana göre değişmemektedir. Sabit ve değişken birimlere ait parametreler aynı kalmaktadır. Havuz modelinde, ortak sabit tahmin edicisi her bir kesit birim için aynı sabiti tahmin ederek α 'nın kesit birimler için aynı olduğunu varsaymaktadır. Tüm i ve t'ler için $\beta_{kit} = \beta_{ki}$ ve $\alpha = \alpha_0$ olarak gösterilmektedir. Denklem aşağıdaki şekline dönüşmektedir:

$$y_{it} = \alpha + \sum_{k=1}^K \beta_k X_{kit} + \varepsilon_{it} \quad i = 1,2, \dots, N; \quad t = 1,2, \dots, T \quad (4.6)$$

Burada i, yatay kesit birimi; t ise zamanı göstermektedir. α sabit terimi; β , Kx1 boyutunda eğim parametreleri vektörünü; x_{it} , (NTxK) boyutlu bağımsız değişkenler matrisini; y_{it} , (NTx1) boyutunda bir bağımlı değişkenler vektörünü; ε_{it} ise (NTx1) boyutunda hata terimleri vektörünü belirtmektedir. Modelde, hata teriminin sıfır ortalama ve σ_ε^2 varyansla normal dağıldığı kabul edilir (Johnston, J., Dinardo, 1997: 390).

Bu modelde yatay kesitlere ait belirli etkileri yansıtan kukla değişkenler kullanılmamaktadır. Bütün grupların verileri bir havuzda toplanmakta ve bağımsız değişkenlerin bağımlı değişken üzerindeki etkileri araştırılmaktadır. Modelde N tane yatay kesit biriminden T dönemde elde edilen veri bir dönemde toplanmış veri olarak değerlendirilmektedir. Böylelikle hem zaman boyutu yok edilmiş olmakta hem de kimi gözlemlere yanıtıcı bir ağırlık kazandırılmış olmaktadır (Özer, Atatürk Üniversitesi, 2012: 147-148).

4.3.2.2. Rassal Etkiler Modeli (Random Effects Model)

Panel veri analizlerinde, birimlere veya birimlere ve zamana göre oluşan farklılıklardan kaynaklanan değişimler Rassal Etkili Modeller kullanılarak incelenebilmektedir. Bu modellerde birimlere veya birimlere ve zamana göre oluşan değişiklikler sabit etkiler olarak değil rassal etkiler olarak ele alınmaktadır.

İncelenen yatay kesit verileri daha geniş bir ana kitleden rassal yöntemler ile toplanmışsa, o zaman bu örneklem bütün kitleyi kapsayacak kadar geniş olmadığından birime özel etkilerin yatay kesit gözlemleri boyunca rassal olarak dağıldığını varsayabiliriz. Sabit etkili modellerde karşılaşılan serbestlik derecesi kaybını önlemek için rassal etkili modellerde birimlere veya birimlere ve zamana göre oluşan değişiklikler, modele hata teriminin bir bileşeni olarak dâhil edilmektedir. Örneğin, mikro ekonomik yatay kesit panellerinde sıkça karşılaşıldığı gibi N sayısı büyüdükçe tahmin edilmek zorunda kalınan sabit etkiler modeli parametre sayısı da artmaktadır. Bu da birimlere ait etkilerin sabit etkilerde olduğu gibi modele bir parametre olarak değil hata teriminde gözlemlenemeyen bir etki olarak katılmasına neden olmuştur. Aynı şekilde N'nin küçük olduğu örneklerde bireysel özelliklerin rassal bir etki olduğunu varsaymak da hatalıdır.

Rassal etkiler modelinde, birime veya birime ve zamana özel katsayıların bulunmasından ziyade birime veya birime ve zamana özel hata bileşenlerinin bulunması daha önemlidir. Ayrıca, rassal etkiler modelinde, gözlenen örnekteki kesit birimler ve zamana göre meydana gelen farklılıkların etkisine ilaveten, örnek dışındaki etkileri de göz önünde bulundurmaktadır.

Rassal etkiler modeli birimde ve zamanda meydana gelen farklılıkları ele almasına göre farklı adlandırılmaktadır. Rassal etkiler modeli, sadece kesit birimler arasındaki farklılıkları ele alıyorsa, “Tek Yönlü Rassal Etkiler Modeli” olarak adlandırılır. Rassal etkiler modeli her iki boyuta göre meydana gelen farklılıkları ele alıyorsa “İki Yönlü Rassal Etkiler Modeli” olarak adlandırılır (Yerdelen Kaygın, Atatürk Üniversitesi, 2013: 74). Verideki farklılıklar sabit etkiler modelinde olduğu gibi tek veya iki yönlü modellerin hata terimine sadece sabit katsayısının tahmininde değişmeye yol açacak şekilde dâhil edilebileceği gibi, tüm katsayıların tahmininde değişmeye yol açacak şekilde de dâhil edilebilir. Rassal etkiler modeli, birime veya birime ve zamana göre

meydana gelen farklılıkların hata terimine sadece sabit katsayıyı etkileyecek şekilde dâhil edilmesi ile “Hata Bileşenleri Modeli” adını alırlar (Uğur, İnönü Üniversitesi, 2009: 56-57).

Modelde:

$$u_{it} = v_{it} + \mu_i \quad (4.7)$$

$$Y_{it} = \beta_{it} + \beta_1 X_{1it} + \beta_2 X_{2it} + \dots + \beta_k X_{kit} + v_{it} + \mu_i \quad (4.8)$$

$$Y_{it} = \beta_{0it} + \sum_{k=1}^K \beta_k X_{kit} + (v_{it} + \mu_i) \quad (4.9)$$

Burada hata terimi $(v_{it} + \mu_i)$ ' den oluşmaktadır; v_{it} tüm hataları gösterirken μ_i birim hatayı yani, birim farklılıklarını ve sabit zamana göre birimler arasındaki değişmeyi gösterir. Bir başka ifade ile μ_i i. Yatay kesit birimin sabitini temsil eder. $(v_{it} + \mu_i)$ teriminden dolayı model hata bileşenleri modeli olarak adlandırılır (Greene, 2002: 690-693).

Rassal etkili panel veri modellerinin tahminleri, En Küçük Kareler (EKK) Yöntemi, Kovaryans (Within) Tahmin Yöntemi, Genelleştirilmiş En Küçük Kareler (GEKK) Yöntemi ve Maksimum Olabilirlik (ML) Yöntemi ile gerçekleştirilmektedir (Yerdelen Tatoğlu, İstanbul Üniversitesi, 2005: 33).

4.3.2.3. Sabit Etkiler Modeli (Fixed Effects Model)

Sabit etkiler modelinde birimler arasındaki farklılıklardan veya birimler arasında ve zaman içinde meydana gelen farklılıklardan kaynaklanan değişme modele dâhil edilebilir. Bu şekilde modele dâhil etme, mevcut değişmenin regresyon modelinin katsayılarının bazılarında veya tümünde değişmeye yol açtığını varsaymaktadır. Katsayıların birimlere veya birimler ile zamana göre değiştiğinin varsayıldığı modellere “Sabit Etkili Modeller” denmektedir. Modelin genel formülasyonu, birimler arasındaki farklılıkların sabit terimdeki farklılıklarda yakalanabildiğini varsaymaktadır. Bu amaçla panel veri modeli kukla değişken yardımıyla tahmin edilmektedir. (4.1) nolu model ele alındığında,

$$\beta_{1it} = \beta_1 ; \beta_{2it} = \beta_2 ; \beta_{3it} = \beta_3 \quad (4.10)$$

olduğu varsayılmaktadır. Burada yalnızca sabit parametre değişmekte ve sabit terim zamana göre değil ama kesit bazında farklılıklar göstermektedir. Zaman boyutu sabit tarafından muhafaza edilmekte ancak bireyler arasındaki davranışlarında farklılık göstermektedir. (4.1) nolu model,

$$y_{it} = \beta_{1i} + \beta_2 X_{2it} + \beta_3 X_{3it} + e_{it} \quad (4.11)$$

haline gelir. Bu modeli β_{1it} ifadesi açılarak yeniden yazılırsa,

$$y_{it} = \beta_{1i} D_{1i} + \beta_{12} D_{2i} + \dots + \beta_{IN} D_{Ni} + \beta_2 X_{2it} + \beta_3 X_{3it} + e_{it} \quad (4.12)$$

$$= \sum_{j=1}^N \beta_{1j} D_{ji} + \sum_{k=2}^K \beta_k X_{kit} + e_{it} \quad (4.13)$$

elde edilir. Burada N birey ve K-1 tane açıklayıcı değişken vardır. Ayrıca;

$$D_{1i} = \begin{cases} 1, & i=1 \\ 0, & \text{Diğer Durumlar} \dots\dots\dots \end{cases} \quad (4.14)$$

$$D_{1N} = \begin{cases} 1, & i=N \\ 0, & \text{Diğer Durumlar} \end{cases} \quad (4.15)$$

Bu modelde, sabit katsayı yer almadığından N sayıda birim arasındaki farklılık N sayıda kukla değişken kullanılarak incelenmektedir (Pazarlıoğlu ve Kiren Gürler, 2007: 37-38).

4.3.3. Birim Kök Testleri

Panel veri analizi kesit ile zaman serisinin bir araya getirilmesinden oluşturulmaktadır. Bu yüzden zaman serisi özelliklerini ve zaman serilerinde görülen problemleri de beraberinde taşımaktadır. Panel veri analizinde kullanılacak olan bağımlı ve bağımsız değişkenlerin, zaman serisi verilerinde olduğu gibi birim kök içerip içermediği incelenmelidir. Verilerin durağan olmaması durumunda elde edilecek regresyon tahminleri yanıltıcı olmaktadır. Bu amaçla panel veride yer alan bağımlı ve bağımsız değişkenlere panel birim kök testleri uygulanmalıdır.

Bir serinin uzun dönemde sahip olduğu özellik, önceki dönemlerde almış olduğu değerler tarafından belirlenmektedir. Serinin içinde bulunduğu dönemde almış olduğu değer bir önceki dönemde değişkenin aldığı değerden etkilenmektedir. Dolayısıyla, serinin geçirdiği süreçleri anlamak için, serinin her dönemde aldığı değerlerin daha önceki

değerleriyle regresyonunun bulunması gerekmektedir. Bunun için serilerin durağan olup olmadıkları ekonometride birim kök analizi olarak bilinen yöntemle belirlenmektedir (Tarı, 2005: 393).

Durağan olmayan serilerde birim kök bulunmaktadır. Birim kök bulunduran değişkenlerle yapılan uygulamalarda kullanılan ekonometrik yöntemlerin sonuçları da anlamsız olmaktadır. Zaman içinde durağan serilere gelen etkiler kaybolurken, durağan olmayan serilere gelen etkiler, serinin yapısını değiştirmektedir. Durağanlığı sağlamak için, serilerin logaritmaları, logaritmalarının birinci farklarının ve serilerin farklarının alındığı farklı yöntemler kullanılmaktadır. Durağan olmayan bir zaman serisi 'd' kere farkı alındıktan sonra durağan hale geliyorsa d mertebeden entegre olmakta ve I(d) şeklinde ifade edilmektedir (Kubar, Selçuk Üniversitesi, 2014: 93).

Birim kök testinin yapılması, zaman serisinin muhtemel bir sahte regresyon sonucu vermemesi açısından önem arz etmektedir. Birim kök sınaması, Dickey ve Fuller (1981) tarafından geliştirilmiştir.

Dickey ve Fuller testi, üç regresyon denklemine bağlı olarak yapılmaktadır.

Yalın Hali:

$$\Delta Y_t = \gamma Y_{t-1} + u_t \quad (4.16)$$

Sabit Terimli:

$$\Delta Y_t = \alpha_0 + \gamma Y_{t-1} + u \quad (4.17)$$

Sabit Terimli ve Trendli:

$$\Delta Y_t = \alpha_0 + \alpha_1 + \gamma Y_{t-1} + u_t \quad (4.18)$$

Yapılan bu testlerin sonucunda DF istatistikleri MacKinnon kritik değerleriyle karşılaştırılarak; sıfır hipotezi ($H_0: \gamma = 0$), alternatif hipoteze karşı ($H_1: \gamma \neq 0$) test edilmektedir. Sıfır hipotezi serinin birim köke sahip olduğunu, yani durağan olmadığını, alternatif hipotez ise serinin birim kök içermediğini, yani durağan olduğunu ifade etmektedir (Dickey ve Fuller, 1979: 427-431).

Im, Peseran ve Shin, panel birim kök testinde Dickey Fuller (ADF) test istatistiğini kullanmaktadır. Bu test sonucunda, paneldeki her bir birim için ADF hesaplanılarak, ADF'lerin ortalama test istatistiğine bakılmaktadır.

Im, Peseran, ve Fisher odaklı testler (ADF ve PP testleri gibi), bireysel birim kök testleri olarak adlandırılmaktadır (Im vd., 2003: 53-74). Im, Peseran, Shin testi, aşağıdaki denklemde görüleceği üzere trendli ve sabitli geniş bir regresyon denklemine dayanmaktadır.

$$\Delta y_{it} = \mu_i + \beta y_{i,t-1} + \sum_{k=1}^{p_i} \Theta_{i,k} \Delta y_{i,t-kt} + e_{it} \quad (4.19)$$

Bu denklemde trend çıkartıldığı zaman sabitli model elde edilmektedir. Burada $i=1,2,\dots, N$ ve $t=1,2,\dots, T$ olacaktır. Bu testte sıfır hipotezi “bütün i’ler (yani yatay kesit birimler) için $\beta_i = 0$ ” şeklinde kurulurken, alternatif hipotez ise “en az bir i için $\beta_i < 0$ ” şeklinde oluşturulur. Sıfır hipotezinin reddedilmesi durumunda serilerden en az bir ya da bir kaçının durağan olduğu sonucuna varılır. Bu test için gerekli kritik değerler, Im, Peseran, Shin tablo değerlerinden alınmaktadır (Çetin ve Murat, 2010: 173).

Levin, Lin, Chu birim kök testleri ise ortak birim kök testleri olarak anılmaktadır (Levin vd., 2002: 1-24).

Levin, Lin, Chu bireysel birim kök testlerinin alternatif hipotezlere karşı sınırlı gücünün olduğunu ifade etmişlerdir. Bu, küçük örneklerde kendisini daha fazla hissettirmektedir. Levin, Lin, Chu her bir yatay kesit birim için bireysel birim kök testleri yapılması yerine daha güçlü bir panel birim kök test yapılmasını önermektedirler. Bu test ile sıfır hipotezi her bir bireysel zaman serisinin birim kök içerdiğini, yani durağan olmadığı şeklinde, alternatif hipotez ise her bir zaman serisinin birim kök içermediği, yani durağan olduğu şeklinde kurulmaktadır. Levin, Lin, Chu aşağıdaki gibi bir modeli dikkate alır (Çetin ve Murat, 2010: 174).

$$\Delta y_{it} = \rho y_{i,t-1} + \sum_{k=1}^{p_i} \Theta_{i,k} \Delta y_{i,t-L} + \alpha_{mi} d_{mt} + \varepsilon_{it} \quad m = 1,2,3 \quad (4.20)$$

Burada d_{mt} deterministik değişkenler vektörünü, α_{mi} ise modelin katsayılar vektörünü gösterir. Levin, Lin, Chu testin 3 adımlı bir prosedür şeklinde gerçekleştirilmesini önermişlerdir.

Bu çalışmada, serilerdeki durağanlığın belirlenmesinde ortak birim kök olarak Levin, Lin, Chu panel birim kök testlerinden yararlanılmıştır.

4.3.4. Hausman Testi

Hausman testi sabit ve rassal etkiler tahmincileri arasında anlamlı bir fark olup olmadığını test etmeyi sağlar.

Modelde birim etkilerinin sabit veya rassal olarak ele alınması önemlidir. Geniş N ve kısa T durumunda parametre tahminlerinde önemli farklar meydana gelmektedir. Her bir birime ait az sayıda gözlemin bulunması durumunda, verinin en etkin şekilde kullanılması önemli hale gelmektedir. Örneklemedeki birimlerin tek tür olduğu, temel popülasyondan rassal olarak çekilmediği durumda sabit etkiler modelinin sezgisel olarak uygun model olması, özellikle N'nin ülkeleri, büyük şirketleri ya da endüstrileri temsil ettiği durumda mantıklıdır. Sabit etkiler modelleri belirli ülke, şirket veya endüstrilere ilişkin çıkarımlar yapmaya olanak sağlamaktadır. Örneklemede mevcut olan birimlerin etkilerine yönelik çıkarımlar yapmayı sağlamaktadır. Rassal etkiler modelinde ise örneklemedeki bazı bireylerin belirli değeri ile ilgilenilmemekte, belirli özelliklere sahip rastgele seçilmiş bireyler ile ilgilenilmektedir. Rassal etkiler modelleri, popülasyondaki belli birimlerden çok popülasyonun genel özellikleri ile ilgili çıkarımlar yapmaya olanak sağlamaktadır (Verbeek, 2004: 351).

Hata bileşen regresyon modelinde kısıtlı varsayım $E(u_{it} | X_{it}) = 0$ 'dır. Varsayım, gözlenemeyen ve X_{it} 'lerle ilişkili olabilen birim etkilerini (μ_i) barındıran hata terimi varsayımı altında önemlidir. Örneğin gelir modelinde birim etkilerinin (μ_i) bireyin gözlenemeyen yeteneğini temsil ettiği durumda, birim etkileri regresyonun sağ tarafındaki eğitim değişkeni ile ilişkili olabilmektedir. Modelde açıklayıcı değişkenlerin gözlenemeyen birim etkileriyle ilişkili olması ($E(u_{it} | X_{it}) \neq 0$), rassal etkiler tahmincisinin (GEKK) $\tilde{\beta}_{GEKK}$ yanlı ve tutarsız olmasına neden olmaktadır. Grup içi dönüşümün birim etkilerini ortadan kaldırması nedeniyle sabit etkiler tahmincisi (GİT) $\tilde{\beta}_{GİT}$ yansız ve tutarlı olmaktadır (Belke, Akdeniz Üniversitesi, 2014: 147-148).

Hausman, yokluk hipotezi ile ($H_0 : E(u_{it} | X_{it}) = 0$) X_{it} ve μ_i arasında ilişkinin bulunmadığını gösteren bir test geliştirmiştir. Hausman testinin temeli, sabit ve rassal etkiler tahmincilerinin kıyaslanmasına dayanmaktadır. Sabit etkiler tahmincisi (GİT) hem yokluk hipotezi hem de alternatif hipotez altında tutarlıyken, rassal etkiler tahmincisi (GEKK) yalnızca yokluk hipotezi altında tutarlı ve etkindir.

GEKK tahmincisi sadece yokluk hipotezi altında en iyi doğrusal sapmasız, tutarlı ve asimptotik olarak etkin tahmincidir. Hausman testi sabit ve rassal etkiler tahmincilerinin anlamlı olarak farklı olup olmadığını test etmektedir. Bu nedenle Hausman istatistiği sabit ve rassal etkiler tahmincileri arasındaki fark olarak görülebilmektedir. Test istatistiği $q_1 = \hat{\beta}_{GEKK} - \tilde{\beta}_{GIT}$ 'e dayanmaktadır. Yokluk hipotezi altında $\rho \lim_{q_1} \hat{q}_1 = 0$ ve $cov(\hat{q}_1, \hat{\beta}_{GEKK}) = 0$ 'dır. Hausman istatistik değeri büyükse, iki tahminci arasındaki fark anlamlıdır. İki tahminci arasındaki fark anlamlı ise, yokluk hipotezi reddedilmektedir. İki tahmincinin farklı olmasının temel nedeni X_{it} ve μ_i arasında ilişki olmasından kaynaklanmaktadır. Sonuç olarak Hausman testine göre birim etkileri ile X_{it} arasında korelasyon olmadığını ileri süren yokluk hipotezi reddediliyorsa, ile X_{it} ve μ_i 'ler arasında ilişkiye izin veren GİT ile GEKK arasındaki fark önemlidir. Bu durumda sabit etkiler tahmincisi tutarlı, rassal etkiler tahmincisi tutarsızdır (Cameroon, A.C., ve P. K., Triverdi, 2010: 266-267).

Hipotezler aşağıdaki gibidir;

H_0 : Rassal etkiler mevcuttur.

H_1 : Rassal etkiler mevcut değildir.

Hata terimi ile açıklayıcı değişkenler arasında korelasyon yoksa, yani H_0 hipotezinin reddedilmesi halinde sabit etkiler modeli, aksi halde rassal etkiler modeli seçilmektedir (Hausman, 1978: 1251-1271).

4.3.5. Lagrange Çarpanı (Lagrange Multiplier, LM) Testi

Lagrange Çarpanı (LM testi) farklı varyans durumunu ortaya koymak için uygulanmaktadır (Akkaya Ş. ve M.V. Pazarlıoğlu, 1998: 414). Breusch ve Pagan (1980) tarafından geliştirilen LM testi, Rassal Etkiler ile Sabit Etkiler modellerinden hangisinin kullanılacağını belirlemede kullanılır (Greene, 2002: 298).

Breusch-Pagan, rassal etkiler varsayımının geçerli olup olmadığını sınamak için EKK'in hata terimlerine dayanan, LM testini geliştirmişlerdir. LM testinde, H_0 hipotezi reddedilemezse, birim ögelerinin varlığı kabul edilmeyecek, H_0 hipotezi reddedilirse, rassal etkili modelin geçerli olduğu sonucuna varılacaktır (Judge vd., 1985: 486-487).

4.4. Veri, Model ve Hipotez

Araştırmanın analizinde 2012-2016 yılları arasında, BIST 100 Endeksinde işlem gören ve analize uygun veriler elde edilebilen 25 firmanın beş yıllık verileri kullanılmıştır. Kullanılan veriler yıllık olarak analize dâhil edilmiştir. 2012-2016 döneminde BIST 100 Endeksinde yer alıp hiç tahvil ihraç etmeyen firmalar araştırma dışında tutulmuştur. Araştırmanın verilerine ulaşmak için BIST 100 Endeksinde yer alan tüm firmaların kendi resmi web sayfalarının yatırımcı ilişkileri bölümünde yer alan finansal tabloları ve faaliyet raporları incelenmiş ve veriler bu raporlardan alınmıştır. Bu veriler doğrultusunda öncelikle 2012-2016 dönemlerinde tahvil ihraç eden firmalar belirlenmiştir. Belirlenen 25 adet firmanın tahvil ihraçlarında yıllık olarak ödemiş oldukları faiz oranları ve kâr payı dağıtımını yapmış oldukları dönemlerde belirlenen kâr payı dağıtım oranları analizde kullanılmıştır.

2002-2016 dönemlerinde BIST 100 Endeksinde yer alan belirlenmiş 25 firmanın kâr payı dağıtım oranları ile tahvil ihraç maliyetleri arasında istatistiksel olarak anlamlı bir değişim olup olmadığı ve değişimin yönü Tablo 4.1’ de gösterilen çalışmanın bağımlı ve bağımsız değişkenleri de dikkate alındığında, aşağıdaki gibi Havuzlanmış Panel Veri Regresyon Modeli çerçevesinde analiz edilmiştir. Panel veri analizinde, bağımlı değişken olarak seçilen Tahvillere Ödenen Yıllık Faiz Oranlarının (TÖYFO); bağımsız değişken olarak belirlenen Kâr Payı Dağıtım Oranlarından (KPDO) ne şekilde etkilendiği aşağıdaki denklemde gösterildiği üzere araştırılmıştır.

Analiz kapsamında kullanılacak olan Regresyon Modeli’nin Panel OLS regresyon modeli:

$$\mathbf{TÖYFO}_{it} = \alpha + \beta_1 \mathbf{KPDO}_{it} + \mu_{it} \quad (4.21)$$

Burada;

TÖYFO : Tahvillere Ödenen Yıllık Faiz Oranları

KPDO : Kâr Payı Dağıtım Oranları (Toplam Kâr Payı / Net Dönem Kârı)

Yatay Kesit: 25 ; Yıl Sayısı: 5 ; Toplam Panel Veri Sayısı: 125

Araştırma da 25 firmanın 2012-2016 yılları arasında 5 yıllık veri seti kullanıldığı için, bu kapsamda araştırma panel veri özelliği taşımaktadır. Bu verilerin

uygulamasında (4.21) numaralı regresyon denklemi kurulmuş ve model En Küçük Kareler Modeli (Pooled OLS) ile tahmin edilmiştir. Regresyon denkleminin analizi için Eviews 10 programı kullanılmıştır.

Araştırmanın amaçları çerçevesinde aşağıda belirtilen hipotez belirlenmiş ve belirlenen bu hipotez istatistiksel analizlerle test edilmiştir.

H₀ : “Firmaların kâr payı dağıtım oranlarıyla, tahvillere ödenen yıllık faiz oranları arasında ilişki yoktur.”

H₁ : “Firmaların kâr payı dağıtım oranlarının, tahvillere ödenen yıllık faiz oranları üzerinde etkisi vardır.”

Tablo 4.1: Analizde Kullanılan Değişkenler ve Kaynakları

Değişken	Tanımı	Gözlem Aralığı	Veri Kaynağı
TÖYFO	TAHVİLLERE ÖDENEN YILLIK FAİZ ORANLARI	2012-2016	https://www.firmaismi.com.tr/yatirimci-iliskileri/
KPDO	KÂR PAYI DAĞITIM ORANLARI	2012-2016	https://www.firmaismi.com.tr/yatirimci-iliskileri/

4.5. Tanımlayıcı İstatistikleri

(4.21) Numaralı eşitlikle tanımlanan kâr payı dağıtım oranları ile tahvillere ödenen yıllık faiz oranları arasında istatistiksel olarak anlamlı bir değişim olup olmadığı ve değişimin yönünü belirlemeye yönelik regresyonun Panel OLS metodu ile tahmin sonuçlarının dayanağını teşkil eden, panel veri analizinde kullanılan bağımlı ve bağımsız değişkenlerin temel bazı tanımlayıcı istatistikleri Tablo 4.2. de yer almaktadır. Tablo 4.2. de BIST 100 Endeksinde yer alan belirlenmiş 25 firmanın tahvillere ödenen yıllık faiz oranları ve kâr payı dağıtım oranlarına, Tablo 4.3. de değişkenlere ait aritmetik ortalama, standart sapma ve diğer istatistikî değerleri ayrıntılı şekilde yer almıştır.

Tablo 4.2: Analizde Yer Alan Firmalara Ait Tanımlayıcı İstatistikler

Firmalar	Değişken	Ortalama	Std sapma	Min	Max
AKSA ENERJİ ÜRETİM A.Ş.	TÖYFO	5,96	8,18	0,00	15,68
	KPDO	0,00	0,00	0,00	0,00
ANADOLU CAM SANAYİİ A.Ş.	TÖYFO	8,79	5,29	0,00	13,51
	KPDO	35,83	34,38	0,00	76,75
ARÇELİK A.Ş.	TÖYFO	11,12	6,80	0,00	17,95
	KPDO	44,92	15,97	20,10	59,37
AYEN ENERJİ A.Ş.	TÖYFO	5,80	7,96	0,00	15,08
	KPDO	0,00	0,00	0,00	0,00
AYGAZ A.Ş.	TÖYFO	7,61	4,62	0,00	11,86
	KPDO	82,60	24,07	46,00	108,00
BANVİT BANDIRMA VİT. YEM SANAYİİ A.Ş.	TÖYFO	9,91	5,90	0,00	15,61
	KPDO	0,00	0,00	0,00	0,00
COCA-COLA İÇECEK A.Ş.	TÖYFO	6,66	3,90	0,00	9,86
	KPDO	22,46	6,28	16,74	31,77
DEVA HOLDİNG A.Ş.	TÖYFO	9,78	5,55	0,00	13,75
	KPDO	0,00	0,00	0,00	0,00
DOĞAN ŞİRKETLER GRUBU HOLDİNG A.Ş.	TÖYFO	11,23	1,62	9,48	13,14
	KPDO	0,00	0,00	0,00	0,00
EREĞLİ DEMİR VE ÇELİK FAB. T.A.Ş.	TÖYFO	4,19	5,74	0,00	10,68
	KPDO	30,28	10,41	17,00	41,00
GLOBAL YATIRIM HOLDİNG A.Ş.	TÖYFO	12,86	1,71	11,00	14,25
	KPDO	8,50	7,85	0,00	15,73
İŞ GAYRİMENKUL YAT. ORTAKLIĞI A.Ş.	TÖYFO	7,73	7,20	0,00	14,92
	KPDO	25,79	15,73	8,56	45,86
KARDEMİR KARABÜK DE. ÇE. S. VE TİC. A.Ş.	TÖYFO	5,37	7,37	0,00	13,94
	KPDO	10,06	13,84	0,00	27,04
KARSAN OTOMOTİV SAN. VE TİCARET A.Ş.	TÖYFO	8,13	7,43	0,00	13,88
	KPDO	0,00	0,00	0,00	0,00
KOÇ HOLDİNG A.Ş.	TÖYFO	10,30	1,24	8,60	11,91
	KPDO	31,94	9,88	17,00	40,77
NET HOLDİNG A.Ş.	TÖYFO	10,55	6,15	0,00	15,99
	KPDO	2,40	5,36	0,00	11,98
SODA SANAYİİ A.Ş.	TÖYFO	8,38	5,10	0,00	12,92
	KPDO	30,40	15,37	16,00	55,00
TAT GIDA SANAYİ A.Ş.	TÖYFO	8,29	5,07	0,00	12,43
	KPDO	5,77	12,90	0,00	28,85
TOFAŞ TÜRK OTOMOBİL FAB. A.Ş.	TÖYFO	9,93	1,90	7,78	12,09
	KPDO	69,40	29,37	36,00	107,00
TRAKYA CAM SANAYİİ A.Ş.	TÖYFO	8,38	5,10	0,00	12,92
	KPDO	30,40	15,37	16,00	55,00
TURKCELL İLETİŞİM HİZMETLERİ A.Ş.	TÖYFO	5,89	8,12	0,00	16,12
	KPDO	9,80	20,28	0,00	46,00
TÜPRAŞ-TÜRKİYE PETROL RAF. A.Ş.	TÖYFO	9,64	2,04	7,49	12,36
	KPDO	53,40	38,31	0,00	89,80
TÜRK TELEKOMÜNİK. A.Ş.	TÖYFO	7,41	7,40	0,00	17,23
	KPDO	69,19	39,83	0,00	92,72
TÜRKİYE ŞİŞE VE CAM FABR. A.Ş.	TÖYFO	8,34	5,09	0,00	12,80
	KPDO	21,50	7,41	13,74	32,76
ZORLU ENERJİ ELEKT. ÜRETİM A.Ş.	TÖYFO	11,71	6,55	0,00	14,97
	KPDO	0,00	0,00	0,00	0,00

Tablo 4.3: Değişkenlere Ait Tanımlayıcı İstatistikler

	TÖYFO	KPDO
Ortalama	8,5592	23,3853
Median	10,3600	15,7300
Maximum	17,95	108,00
Minimum	0,00	0,00
Standart Sapma	5,57162	29,01670
Çarpıklık	-0.600	1,250
Basıklık	-1,075	0,681
Jarque-Bera	1,340	3,035
Probability	0,001226	0,00
Gözlem Sayısı	125	125
Yatay Kesit	25	25

4.6. Panel Veri Analiz Sonuçları

Öncelikle bağımlı ve bağımsız değişkenler arasında tutarlı ve güvenilir bir sonucun ortaya çıkarılması için modelde kullanılan serilerin birim kök testlerinin yapılması gerekmektedir. Panel veri analizinde birim kökün olup olmadığının belirlenmesi için DF (Dickey–Fuller) ve ADF (Augmented Dickey–Fuller) testleri genişletilmiştir. Panel veri analizinde birçok birim kök testi ADF testinin genişletilmesi esasına dayanmaktadır.

Modelde yer alan bağımlı ve bağımsız değişkenlerin durağan düzeyleri ile regresyon analizine katılması sahte regresyon sorunu ile karşılaşmamak için önemlidir. Bu bağlamda, modelde yer alan bağımlı ve bağımsız değişkenlerin durağanlık testlerinin yapılması önem arz etmektedir. Bu çalışmada, serilerdeki durağanlığın belirlenmesinde ortak birim kök olarak Levin, Lin, Chu panel birim kök testlerinden

yararlanılmıştır. Levin, Lin, Chu panel birim kök testleri sonuçları Tablo 4.4.te yer almaktadır.

Tablo 4.4: Levin, Lin&Chu Panel Birim Kök Test Sonuçları

	TÖYFO	
	t-istatistiği	Olasılık (p) değeri
Levin, Lin&Chu t	-30.3049	0.0000
	KPDO	
	t-istatistiği	Olasılık (p) değeri
Levin, Lin&Chu t	-3.32008	0.0004

Bağımlı ve bağımsız değişkenlerde hipotezler aşağıdaki gibi kurulmuştur:

H₀: Seri durağan değildir (Birim kök vardır)

H₁: Seri durağandır (Birim kök yoktur)

Tablo 4.4. te görülebileceği gibi analizde kullanılan TÖYFO ve KPDO değişkenlerinin hesaplanan p değerleri 0.05 kritik değerinden daha küçük oldukları için düzeyde durağan oldukları, yani birim köke sahip olmadıkları görülmektedir. Modelde kullanılan bağımlı ve bağımsız değişkenler için hesaplanan p değerleri 0.05 kritik değerini aşmadığından, serilerde ortak birim kök bulunmamakta serilerin birim köke sahip olduğunu ifade eden H₀ hipotezi reddedilmiştir.

Panel veri analiz modelleri Sabit Etkiler ve Rassal Etkiler Metodu ile tahmin edilirken tutarlı sonuçlar elde edilebilmesi için otokorelasyonun ve değişen varyanslılık probleminin test edilmesi gerekmektedir. Yapılan analiz testleri sonucunda bu problemlerin bulunduğu tespit edilirse, analizlerin bu problemleri giderecek şekilde yapılması gerekmektedir. Panel veri analizlerinde serisel korelasyon, analiz sonuçlarını etkilemekte, standart hataların sapmasına ve sonuçların tutarsız olmasına yol açmaktadır (Born ve Breitung, 2016: 1290-1316) .

Regresyon analizlerinin temel varsayımlarından birisi değişkenlerde korelasyon olmamasıdır. Kolerasyon farklı gözlemler için hata teriminin ardışık değerleri arasında ilişkinin bulunması durumudur. Eğer hata terimleri birbirleri ile ilişkili ise bu durum otokorelasyon ya da serisel korelasyon olarak adlandırılmaktadır. Otokorelasyon panel

veri modellerinde daha çok birim etki nedeniyle oluşmaktadır. Şayet modelde birim etki yoksa birleşik hatadaki otokorelasyon azalacaktır, ancak artık hatadaki (hata terimi) otokorelasyon etkilenmeyecektir. Bu nedenle analiz edilecek modelde hata teriminin otokorelasyonunun sınanması gerekmektedir (Korkmaz vd., 2010: 100).

Tablo 4.5: Breusch-Godfrey Serial Correlation LM Test Sonuçları

Breusch-Godfrey Serial Correlation LM Test:

F-istatistic	1.843389	Prob.F(1.22)	0.1771
Obs* R-squared	1.860605	Prob. Chi-Square (1)	0.1726

Breusch-Godfrey Serial Correlation LM Test istatistiği ile otokorelasyon, test edilebilir. Tablo 4.5. de test sonucu olasılık değerinin 0.1771 çıkması, hesaplanan p değeri 0.05 kritik değerinden daha büyük olduğundan serilerde otokorelasyon yoktur şeklindeki H_0 hipotezinin kabul edildiğini göstermektedir. Dolayısıyla, modelde otokorelasyon olmadığı söylenebilir.

Panel veri modellerinde birim boyutunun varlığı nedeniyle heteroskedasite problemiyle sıkça karşılaşılmaktadır. Kullandığımız modelde değişen varyanslılık sorununun bulunup bulunmadığı Breusch-Pagan-Godfrey LMh istatistiği ile test edilecektir. Bu testte sıfır hipotezi serilerde değişen varyansın bulunmadığını, alternatif hipotez ise değişen varyansın bulunduğunu belirtir.

Tablo 4.6. da yer alan test sonucu olasılık değerlerinin 0.0186 ve 0.0187 çıkması, değişen varyans yoktur şeklindeki H_0 hipotezinin kabul edilmediğini ortaya koymaktadır. Bu sonuç, modelde değişen varyans sorununun olduğunu göstermektedir. Çalışmada muhtemel değişen varyans sorununu çözmek amacıyla, coef kovaryans yöntemi olarak white (diagonal) kullanılacaktır (Reed ve Ye, 2011: 989).

Tablo 4.6: Heteroskedasite (Değişen Varyans) Testi Sonuçları

Heteroskedasticity Test:

F-statistic	5.691352	Prob. F(1,123)	0.0186
Obs*R-squared	5.528103	Prob. Chi-Square(1)	0.0187

Panel veri ile yapılan analizlerde, hangi tahmin modelinin seçileceğine karar vermek için bir takım istatistiksel testler yapılmaktadır. Modellerde kullanılan değişkenler

zamanlar ve ülkeler arasında değişebilmektedir. Bu nedenle verilerin zamanlar ve ülkeler arasında toplanıp toplanmayacağına belirlenmesi gerekmektedir. Bunu belirleyebilmek için zaman spesifik etkiler ile ülke spesifik etkilerin ortak anlamlılığının belirlenmesi gerekmektedir. Araştırmamızın yatay kesit kısmında firmalar yer almaktadır (Turhan, Kadir Has Üniversitesi, 2012: 83).

Breusch-Pagan (BP) testi yatay kesit bağımlılığını ölçmek için yapılan testlerdendir. Breusch-Pagan (BP) testi kullanılarak rassal birimsel etkinin anlamlılığı test edilmektedir. Bu testin sıfır hipotezi, rassal etkinin olmadığı şeklindedir. Sıfır hipotezinin rededilmesi durumu rassal etki modelinin Havuzlanmış EKK yerine tercih edilmesi gerektiğini göstermektedir. Sıfır hipotezinin reddedilemediği durumda ise, Havuzlanmış EKK modelinin kullanılması daha uygun olacaktır (Atabay Baytar, 2012: 416).

Yatay kesit bağımlılığının varlığı, zaman boyutu yatay kesit boyutundan büyük olduğunda ($T > N$); Berusch Pagan (1980) CD_{LM1} testiyle, zaman boyutu yatay kesit boyutuna eşit olduğunda ($T = N$); Pesaran (2004) CD_{LM2} testiyle, zaman boyutu yatay kesit boyutundan küçük olduğunda ($T < N$); Pesaran (2004) CD_{LM} testiyle kontrol edilmektedir (Erataş vd., 2015: 403). Bu araştırmada firma ($N=25$) ve yıl ($T=5$) olduğu için, Pesaran (2004) CD_{LM} testi kullanılmıştır.

Tablo 4.7: Pesaran CD_{LM} Test Sonuçları

Test	Statistic	d.f.	Prob.
Pesaran Scaled LM	955.5351	300	0.0000

Tablo 4.7. de verilen sonuçlara göre; olasılık değerleri 0.05'ten küçük olduğu için, serilerde ve denklemden yatay kesit bağımlılığı bulunmaktadır. Bu durumda paneli oluşturan firmalar arasında, yatay kesit bağımlılığı olduğunu gösterir. Bu sonuca göre bağımlı değişken modeli için H_0 hipotezi reddedilmektedir. Bu durum modeldeki verilerin havuzlanamayacağını ve model analizi için klasik regresyonun kullanılmayacağını göstermektedir.

Panel veri modelinin analizi için klasik regresyon kullanılmadığından, veri setine Sabit Etkiler Modeli ya da Rassal Etkiler Modeli'nden hangisinin uygulanacağına

Hausman Testi ile karar verilebilir. Hausman testinin verilerine göre veri seti analizi için sabit etkiler modelinin mi yoksa rassal etkiler modelinin mi uygun olduğuna karar verilir. Bu testte H_0 boş hipotezi, “rassal etkiler modeli sabit etkiler modelinden daha etkindir” şeklinde kurulur.

Sabit etki model parametre tahmincileri ile rassal etkili modelin parametre tahmincileri arasındaki farkın istatistiksel olarak anlamlı olup olmadığının incelenmesi için kullanılan Hausman test sonuçları Tablo 4.8. de gösterilmiştir. Hausman Testi sonucuna göre bulunan 0.7034 Prob. değeri 0.05 den oldukça büyük olduğundan H_0 boş hipotezinin “rassal etkiler modeli sabit etkiler modelinden daha etkindir” geçerli olduğu ve rassal etkiler modelinin tercih edilmesi gerektiği görülmektedir.

Tablo 4.8: Hausman Testi Sonuçları

Correlated Random Effects - Hausman Test			
Test cross-section random effects			
Test Summary	Chi-Sq. Statistic	Chi-Sq. d.f.	Prob.
Cross-section random	0.144970	1	0.7034

Hausman test sonucuna göre modelde panel veri analizinde yatay kesit bağımlılığı olarak rassal etkiler metodunun kullanılması gerekmektedir. Ayrıca modelde f-istatistiğini anlamlı olması açısından zaman periyodunda sabit etkiler metodu kullanılmıştır. Regresyon modelinin coef covariance yöntemi white (diagonal) seçeneğinde, yatay kesitin rassal etkiler metodu ve zaman periyodunun sabit etkiler metodu ile tahmin edilmesi durumunda f-istatistiği anlamlı çıkmaktadır. Bu şekilde oluşturulan modelin tahmin sonuçları **Tablo 4.11.** de gösterilmiştir.

Tablo 4.9. da sabit etkili modelin yatay kesit ve zaman periyotlarında tahmin sonuçları, Tablo 4.10. da rassal etkili modelin yatay kesit ve zaman periyotlarında tahmin sonuçları verilmiştir.

Tablo 4.9: Panel Veri Analizi Sabit Etkili Modelin Tahmin Sonuçları

Değişkenler	Kesite Bağlı Sabit Etki			Zamana Bağlı Sabit Etki			İki Yönlü Sabit Etki		
	Katsayı	t istatistiği	p değeri	Katsayı	t istatistiği	p değeri	Katsayı	t istatistiği	p değeri
Sabit	9.015558	9.925456	0.0000	8.60355	18.96651	0.0000	8.45265	14.84499	0.0000
KPDO	-0.01901	-0.594521	0.5535	-0.0018	-0.182545	0.8555	0.00443	0.227058	0.8209
R^2	0.150053			0.53483			0.681829		
Düzeltilmiş R^2	-0.064580			0.515290			0.584703		
D-W İst.	1.053030			1.212573			1.764099		
Log Lh	-381.4147			-343.7408			-320.0032		
F-İst.	0.699113			27.36463			7.020048		
F-İst olasılık	0.846535			0.000000			0.000000		

Tablo 4.10: Panel Veri Analizi Rassal Etkili Modelin Tahmin Sonuçları

Değişkenler	Kesite Bağlı Rassal etki			Zamana Bağlı Rassal Etki			İki Yönlü Rassal Etki		
	Katsayı	t istatistiği	p değeri	Katsayı	t istatistiği	p değeri	Katsayı	t istatistiği	p değeri
Sabit	8.77631	12.81845	0,0000	8.61013	4.625338	0.0000	8.57950	4.558539	0.0000
KPDO	-0.00904	-0.578145	0.5642	-0.0021	-0.21159	0.8328	-0.00084	-0.07472	0.9406
R^2	0.00229			0.00025			0.000032		
Düzeltilmiş R^2	-0.005816			-0.007869			-0.008097		
D-W İst.	0.889895			1.187405			1.389918		
F-İst.	0.283042			0.031827			0.003982		
F-İst Prob.	0.595674			0.858702			0.949789		
Hausman Prob.	0.7208			0.8414			0.7909		

Tablo 4.11: Panel Veri Analizi Kesite Bağı Rassal, Zamana Bağı Sabit Etkili Modelin Tahmin Sonuçları

Değişkenler	Katsayı	t istatistiği	Olasılık (p) Değeri
Sabit	8.571070	19.33899	0.0000
KPDO	-0.000495	-0.043484	0.9654
R^2	0.574793		
Düzeltilmiş R^2	0.556928		
D-W İst.	1.424056		
F-İst.	32.17279		
F-İst. Prob.	0.000000		
Yatay Kesit	25		
Zaman Periyodu	5		
Gözlem Sayısı	125		
Hausman Prob.	0.7564		

Ele aldığımız örnekleme belirlenen 25 firma nezdinde kâr payı dağıtım oranlarının tahvillere ödenen yıllık faiz oranları üzerindeki etkisi araştırılmıştır. Tablo 4.11. de düzeltilmiş R^2 değerinin 0.5569 çıkması, bağımsız değişkenlerin bağımlı değişkendirdeki değişmelerin %56'sını açıklayabildiğini; F istatistiği sonucunun 0.000000 olması ise, modelin bir bütün olarak anlamlı olduğunu göstermektedir. Bulgulara göre çalışma kapsamında belirlenen model anlamlı çıkmış, düşük düzeyde negatif bir etki olmakla beraber, kâr payı dağıtım oranları ile tahvillere ödenen yıllık faiz oranları arasında istatistiksel olarak anlamlı bir ilişki saptanmamıştır.

Tahvillere ödenen yıllık faiz oranlarının bağımlı değişken olduğu ve bağımsız değişken olan kâr payı dağıtım oranından etkilenip etkilenmeme durumuna göre oluşturulan hipotez aşağıda gösterilmiştir.

H_0 : “Firmaların kâr payı dağıtım oranlarıyla, tahvillere ödenen yıllık faiz oranları arasında ilişki yoktur.”

H_1 : “Firmaların kâr payı dağıtım oranlarının, tahvillere ödenen yıllık faiz oranları üzerinde etkisi vardır.”

Tablo 4.11. de bulunan değerlere göre H_1 reddedilmiş olup, H_0 kabul edilmiştir. Yani “Firmaların kâr payı dağıtım oranlarıyla, tahvillere ödenen yıllık faiz oranları arasında ilişki yoktur.” hipotezi kabul edilmiştir.

GENEL DEĞERLENDİRME VE SONUÇ

Küreselleşen dünyada ekonomik ve finansal sınırların ortadan kalkma eğilimi göstermesi, firmalara gerekli olan sermaye kaynaklarına ulaşma açısından çeşitli seçenekler sunmaktadır. Firmalar varlıklarını devam ettirebilmek için, değerlerini artırmak, kâr edici faaliyetlerde bulunmak ve yeni yatırım planları yapıp uygulamak zorundadırlar. Sürekli olarak inovasyon ve modernizasyon içinde olan firmalar için bu noktada yatırım faaliyetlerinin finansmanı önemli hale gelmektedir. Nihai hedef olan kârı en üst düzeye çıkarmak, alternatif kaynak maliyeti seçenekleri içinde en az maliyetle finansman sağlamaktan geçmektedir. Bu yüzden firmaların elde ettiği kâr ve nakit akışları yanında borç ve öz kaynak ile finansman kararları ön plana çıkmaktadır.

Kâr payı dağıtım politikaları belirlenirken firma değerinin maksimum olması hedeflenir. Bu işlem ödenmesi hesaplanan kâr payı tutarları gelecekteki büyüme oranı arasındaki dengenin sağlanmasıyla olur. Kâr payı dağıtım politikaları, elde edilen firma kârlarının ne kadarının hissedarlara dağıtılacağı, ne kadarının firmada bırakılacağı kararına yönelik olup, firma değerinin maksimize edilmesi amaçlanmaktadır.

Firmalar, kâr payı dağıtım politikasını etkileyen faktörleri inceleyerek, yatırım seçeneklerine, gelişme ve büyüme hedeflerine uygun bir kâr payı dağıtım politikası belirlemelidir. Belirlenen kâr payı dağıtım politikası üzerinde, gerekmedikçe bir değişiklik yapılmamalıdır.

Sermaye yapısı firmanın yatırımlarının finansmanında kullandığı borç ve öz sermaye oranını temsil etmektedir. Finans literatüründe sermaye yapısı kararlarına ilişkin birçok teori ve yaklaşım öne sürülmüştür. Sermaye yapısı kararlarına ilişkin, net gelir yaklaşımı, net faaliyet geliri yaklaşımı, geleneksel yaklaşım ve Modigliani ve Miller yaklaşımı temel alınarak birçok güncel yaklaşım ve teori geliştirilmiştir.

Dengeleme teorisi, optimal borçlanma düzeyine borç kullanmanın fayda ve maliyetlerinin dengelenmesiyle ulaşılacağını belirtir. Finansal hiyerarşi teorisi firmaların sermaye yapısının belli bir sıralamanın takip edilerek oluşturulması gerektiğini belirtir. Öncelikle iç kaynakların, iç kaynakların yetersiz olması durumunda tahvil ve melez menkul kıymetler gibi borçlanma araçlarının, en son olarak da hisse senedi ihracının tercih edilmesi gerektiği belirtilmektedir. Dengeleme Teorisi'nin özünde firmaların sermaye yapılarını oluştururken borçlanmanın getirdiği iflas ve sıkıntı

maliyetleri ile borç kullanmanın sağladığı vergi avantajının dengelendiği optimal bir borç düzeyinde firma tarafından sermayenin finansmanın sağlanması yer almaktadır.

5520 Sayılı Kurumlar Vergisi Kanunu'na 6637 sayılı Kanunun 8 inci maddesiyle eklenen bent ile 01.07.2015 tarihinden itibaren belirlenmiş sektörlerde ve belirlenmiş şartlarda sermaye şirketleri, ilgili hesap dönemi içinde, ticaret siciline tescil edilmiş olan ödenmiş veya çıkarılmış sermaye tutarlarındaki nakdi sermaye artışları veya yeni kurulan sermaye şirketlerinde ödenmiş sermayenin nakit olarak karşılanan kısmı üzerinden Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası tarafından indirimden yararlanan yıl için en son açıklanan "Bankalarca açılan TL cinsinden ticari kredilere uygulanan ağırlıklı yıllık ortalama faiz oranı" dikkate alınarak, ilgili hesap döneminin sonuna kadar hesaplanan tutarın %50'si olarak vergi indiriminden yararlanabileceklerdir.

Borçlanma yolu ile kaynak kullanımına getirilmiş olan vergisel avantajlar, bu kanun maddesi ile ödenmiş sermaye şeklinde kaynak kullanımına da getirilmiştir. Dolayısıyla, firmalar tahvil veya diğer yabancı kaynaklar ile borçlanmaya gittikleri zaman, bunlara ödenmiş olan faiz giderleri kârların vergilendirilmesi aşamasında gider olarak kabul edilip ödenecek vergi miktarının düşmesini sağlıyorsa, ödenmiş sermayenin nakit ödenen miktarları için firmalar 01.07.2015 tarihinden itibaren hesaplanacak faiz giderinin %50 si oranında aynı imkânlardan faydalanabileceklerdir.

Sermaye yapısı ile bazı ilgili yaklaşımlar ve ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti hesaplamaları vergi avantajının sadece yabancı kaynak ile borçlanıldığında oluştuğunu varsaymaktadır. Türkiye'de 01.07.2015 tarihinden itibaren belirlenen şartlarda ve belirlenen firmalar için vergi avantajının özsermaye maliyeti içinde uygulanmakta olduğunu belirtebiliriz.

Yabancı kaynak kullanımı firmaya faiz, kur farkı ve benzeri giderler olarak maliyetlenir. Yabancı kaynak kullanımı değişik şekillerde olabilir. Firmaların ihtiyaç duyduğu kaynakları tek başına bankalar sisteminin veya öz kaynaklar ile sağlanamayacağı muhakkaktır.

Banka kredileri ile uzun ve kısa vadeli borçlanılabilir. Uzun vadeli faiz oranları genelde kısa vadeli faiz oranlarından daha yüksektir. Uzun vadeli borçlanmaların hem esnekliğin olmayışı hem de konjonktürün uzunluğu nedeniyle kontrol edilemeyen beklenmedik olumsuz durumların ortaya çıkabilmesinden dolayı kısa vadeli

borçlanmalardan daha riskli oldukları ve kısa vadeli borçlanmadan daha maliyetli oldukları kabul edilmektedir.

Firmalar kısa vadeli krediler için finansman bonusu, uzun vadeli krediler için tahvil ihracına gidebilirler. Ülkemizde şirketlerin tahvil ihraç edebilmeleri Türk Ticaret Kanunu ile sadece anonim şirketlere tanınmış bir yetkidir. Anonim şirketler tahvil ihraç ederlerken, ayrıca Sermaye Piyasası Kanununa göre hareket etmeleri ve Sermaye Piyasası Kurulundan izin almaları gerekir. Tahvil ihraç edebilmek için yasa ile konulan işlemlerin sağlanması ve yerine getirilmesi gerekmektedir. Tahvilleri genelde yurtiçinde ve yurt dışında nitelikli yatırımcılara arz edilir. Tahvillerin süresi ülkemizde 2 ila 7 yıldır. Firmalar için çok çeşitli olabilecek borçlanma araçları içinde tahvil ihracı çalışmamızın konusunu oluşturmuştur.

Firmalar tarafından ihraç edilen tahvillerin alıcıları yurt içinde veya yurt dışında genellikle nitelikli yatırımcılardır. Yurt dışında yapılan tahvil ihraçları döviz üzerinden yapılmakta, faiz ve anapara ödemeleri, tahvillerin ihraç süresine göre belirlenmiş ödeme sürelerine göre dönemler itibari ile döviz cinsinden yapılmaktadır. Bununla birlikte yurt içine yapılan tahvil ihraçları genellikle nitelikli yatırımcılara yapılmakla birlikte faiz ve anapara ödemeleri döviz ve TL üzerinden yapılabilmektedir. Firmalar için tahvil ihracında görülen en büyük dezavantajlardan biri geri ödeme seçeneğinin döviz ile yapılmasında ortaya çıkmaktadır.

Tahvil ihracında borçlanma süresinin uzun olması, faiz ve anapara ödemelerinin bu süre boyunca devam etmesi, ekonominin istikrarlı olduğu durumlarda firma lehinedir. Ancak bu uzun süre içinde ortaya çıkacak olan ekonomik darboğazlar ve ekonomik istikrarı bozucu beklenmedik olaylar ve durumlar döviz kurlarında artışa yol açıyorsa, firma hesaplanandan çok daha yüksek oranlarda tahvil maliyetleri ile karşılaşır. Bu yüzden tahvil ihracı ile borçlanmalarda, beklenenden daha yüksek maliyetler ile karşılaşmamak için, firmalar bu süre zarfında finansal türev ürünleri kullanarak bu etkileri minimize edebilirler.

Çalışma sonucunda “firmaların kâr payı dağıtım oranlarının, tahvillere ödenen yıllık faiz oranları üzerinde etkisi yoktur” hipotezi kabul edilmiştir. Sermaye piyasalarının gelişebilmesi için bireylerin yüksek tasarruf alışkanlıklarının geliştirilmesi ve firmaların uzun vadeli fonlara erişimi kolay olmalıdır. Fakat Türkiye’de tasarruf sahipleri genellikle kısa vadeli yatırımlar yapmaktadır ve düşük gelir seviyeleri

sebebiyle de tasarruf düzeyi düşüktür. Finansal enstrümanların arz ve talep dengesinin istenilen düzey ve işlem hacimlerinde gerçekleşmesi, iyi gelişmiş sermaye piyasalarının varlığına bağlıdır. Dolayısıyla “firmaların kâr payı dağıtım oranlarının, tahvillere ödenen yıllık faiz oranları üzerinde etkisi yoktur” hipotezinin kabul edilmiş olması, özel sektör tahvil ihraçlarının günümüz piyasalarında henüz tam olarak istenilen düzeyde bir arz talep dengesinin ve tahvil ikincil piyasaların oluşmadığından kaynaklandığı düşünülmektedir. Türkiye’de özel sektörün tahvil ihracı için gerekli şartların oluşması için tasarrufların artması, ekonominin büyümesi, uzun dönem istikrar beklentilerinin oluşması, kredi derecelendirme kuruluşlarınca firmalar ve ülke nezdinde olumlu kredi notlarının verilmesi ve tahvil ihraç maliyetlerinin minimum seviyeye çekilmesi gerekmektedir.

Çalışma sırasında karşılaşılan en önemli güçlüklerden biri, ülkemizde tahvil ihraç eden firma sayısının az olması, konu ile ilgili araştırmanın olmamasıdır. Çalışmada karşılaşılan bir diğer güçlük ise belirlenen firmaların tüm dönemlerde tahvil ihraç etmemesi, bazı dönemlerde zarar olması ve bazı dönemlerde kâr elde edilmesine rağmen kâr paylarının dağıtılmamasıdır.

Özel sektör tahvil ihracı ile ilgili sayısal veriler geçmiş dönemlerde çalışma yapmaya yetecek düzeyde olmaması, 2010 döneminden sonra özel sektör tahvil ihraç hacminin artması dolayısıyla çalışmada 2012-2016 dönemlerinin baz alınması ile çalışma sonuçlarının verilerine göre sermaye piyasasında yer alan firmalar çalışma sonucuna göre tahvil ihracına karar verirken kâr dağıtıp dağıtmama veya kâr payı dağıtılabilecekse dağıtılacak oranın tahvil maliyetine etkisini görmüş olacaklardır. Gelecekte tahvil ihraç maliyetine etkisi olabilecek daha geniş çapta mikro ve makro faktörler ele alınarak çalışmalar yapılabilir.

KAYNAKÇA

- Aivazian, V., L. Booth, S. Cleary, (2003)** “*Do Emerging Market Firms Follow Different Dividend Policies From U.S. Firms?*”, The Journal of Financial Research, (26), ss. 371-387.
- Akgüç, Ö., (1998)**, *Finansal Yönetim*, (Yenilenmiş 7. baskı), Avcıol Basım, İstanbul.
- Akgüç, Ö., (2010)**, *Finansal Yönetim*, (8. baskı), Avcıol Basım, İstanbul.
- Akgül, F., (2005)**, *Türkiye’deki Tahvil Piyasası: Bazı Temel Makroekonomik Göstergelerin İMKB Tahvil/Bono İşlem Hacmine Etkisi*, (Yayımlanmamış Yüksek Lisans Tezi), Atılım Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, Finans Anabilim Dalı, Ankara.
- Akkaya, Ş., ve Pazarlıoğlu, M.V., (1998)**, *Ekonometri I*, (4. baskı), Anadolu Matbaacılık, İzmir.
- Akın, F., vd., (2015)**, *Finansal Yönetim*, (1. baskı), Beta Yayınları, İstanbul.
- Armağan, S., (2007)**, *Kâr Dağıtım Politikalarının Bireysel Yatırımcı Kararları Üzerine Etkileri ve Bir Uygulama*, (Yayımlanmamış Yüksek Lisans Tezi), Süleyman Demirel Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, İşletme Anabilim Dalı, Isparta.
- Amidu, M., J. Abor , (2006)**, “*Determinants of Dividend Payout Ratio in Ghana*”, The Journal of Risk Finance, 7, (2), ss. 136-145.
- Arkan, F., (2010)**, *Finansal Yapı ve Firma Değeri İlişkisi: İMKB’ ye Kayıtlı Firmalar Üzerinde Bir Araştırma*, (Yayımlanmamış Yüksek Lisans Tezi), Selçuk Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, İşletme Anabilim Dalı, Konya.
- Arsoy, M.F., (2015)**, *İşletmelerde Dağıtılan Temettülerin Yapay Sınır Ağları İle Tahmini: Borsa İstanbul Sanayi Sektörü Üzerine Bir Uygulama*, (Yayımlanmamış Doktora Tezi), Osmangazi Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, İşletme Anabilim Dalı, Eskişehir.
- Atabay Baytar, R., (2012)**, “*Türkiye ve BRIC Ülkeleri Arasındaki Ticaret Hacminin Belirleyicileri: Panel Çekim Modeli Analizi.*”, İstanbul Ticaret Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi, 11, (21), ss. 403-424.

- Avşar, M., ve Avşar, A., (2010),** *Finansal Ekonomi SPK Lisanslama Sınavlarına Uyumlu*, (1.baskı), Detay Yayıncılık, Ankara.
- Aydın, N., vd., (2010),** *Finansal Yönetim*, (2. baskı), Detay Yayıncılık, Ankara.
- Aydın, N., vd., (2014),** *Finansal Yönetim*, (4. baskı), Detay Yayıncılık, Ankara.
- Baker, H.K., G.E. Powell, (2000),** “*Determinants of Corporate Dividend Policy: A Survey of NYSE Firms*”, *Financial Practice and Education*, (10), ss. 29-40.
- Baker, M., J. Wurgler, (2004),** “*A Catering Theory of Dividends*”, *Journal of Finance*, 59, ss. 1125–1165.
- Baltagi B.H., (1995),** *Econometric Analysis of Panel Data*, John Wiley & Sons Ltd, England.
- Baltagi, B.H., (2001),** *Econometric Analysis of Panel Data* (2. Edition.), John Wiley and Sons, Ltd. Great Britain.
- Baraçlı, H., ve İme, M., (2013),** *Kurumsal İşletmelerde Finansal Yönetim*, (1.baskı), Alfa Basım Yayım, İstanbul.
- Baskin, J. B., ve Miranti, P. J., (1997),** *A History of Corporate Finance*, (First Edition) Cambridge University Press, Cambridge.
- Belke, M., (2014),** *Gelişmiş ve Gelişmekte Olan Ülkelerde Finansal Bütünleşme – Ekonomik Büyüme İlişkisinin Panel Veri Analizi*, (Yayımlanmamış Doktora Tezi), Akdeniz Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, İktisat Anabilim Dalı, Antalya.
- Berk, N., (2003),** *Finansal Yönetim*, (7. baskı), Türkmen Kitabevi, İstanbul.
- Berk, N., (2015),** *Finansal Yönetim*, (11. baskı), Türkmen Kitabevi, İstanbul.
- Block, S. B., ve Hirt, G.A., (1996),** *Foundations of Financial Management*, (8. Edition), The McGraw-Hill Companies, Inc., U.S.A.
- Bolak, M., (2010),** *İşletme Finansı*, (Gözden Geçirilmiş İlaveli Yeni Baskı), Birsen Yayınevi, İstanbul.
- Borçlanma Araçları Tebliği, (2013),** (VII-128.8), *06.07.2013 tarih ve 28670 sayılı Resmi Gazete*, 18/2/2017 tarihli ve 29983 sayılı Resmi Gazete’de Borçlanma Araçları Tebliği (II-31.1)’nde Değişiklik Yapılmasına Dair Tebliğ yayımlanmıştır.

- Born, B., J. Breitung, (2016),** “*Testing for Serial Correlation in Fixed-Effects Panel Data Models*”, *Econometric Reviews* , 35, (7), ss. 1290-1316.
- Brigham, E. F., (1986),** *Fundamentals of Financial Management*, (Fourth Edition), CBS College Publishing, New York.
- Brockman, P., E. Unlu, (2009),** “*Dividend Policy, Creditor Rights, and The Agency Costs of Debt*”, *Journal of Financial Economics*, 92, (2), ss. 276-299.
- Burucu, H., T. Öndeş, (2016),** “*Türk İmalat Sanayi Firmalarının Sermaye Yapısını Etkileyen Faktörlerin Analizi*”, *Çankırı Karatekin Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, 6, (1), ss. 201-225.
- Büker, S., vd., (1997),** *Finansal Yönetim*, (1. baskı), Anadolu Üniversitesi Kütüphane ve Dokümantasyon Merkezi, Eskişehir.
- Cameroon A.C., ve Triverdi P.K., (2010),** *Microeconometrics Using Stata* (Revised Edition), Stata Press, Texas, United States of America.
- Can, R., (2013),** *Finansman Hiyerarşisi Kuramı ve Borsa İstanbul (BIST) 100 Endeksi Üzerine Bir Uygulama*, (Yayımlanmamış Yüksek Lisan Tezi), Niğde Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, İşletme Anabilim Dalı, Niğde.
- Canbaş, S., ve Vural, G., (2010),** *Finansal Yönetim Açıklamalı Örnekler ve Problemler*, (1. baskı), Karahan Yayınları, Adana.
- Ceylan, A., (1995),** *Finansal Teknikler*, (2. baskı), Ekin Kitabevi, Bursa.
- Ceylan, A., ve Korkmaz, T., (2010),** *İşletmelerde Finansal Yönetim*, (11. baskı), Ekin Yayınevi, Bursa.
- Ceylan, A., ve Korkmaz, T., (2013),** *Finansal Yönetim Temel Konular*, (7. baskı), Ekin Yayınevi, Bursa.
- Ceylan, A., ve Korkmaz, T., (2014),** *Finansal Teknikler*, (8. baskı), Ekin Yayınevi, Bursa.
- Çakan, C., (2006),** *Finansal Kiralama (leasing) ve Türkiye Uygulaması*, Yayımlanmamış Yüksek Lisans Tezi, İnönü Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, İşletme Anabilim Dalı, Malatya.

- Çemrek, F., E. Burhan, (2014), "Petrol Tüketiminin Ekonomi Büyüme Üzerinde Etkisinin Panel Veri Analizi İle İncelenmesi: Avrupa Birliği Ülkeleri Ve Türkiye Örneği", Uluslararası Alanya İşletme Fakültesi Dergisi, 6, (3), ss. 47-58.**
- Çetin, M., E. Ecevit, (2010), "Sağlık Harcamalarının Ekonomik Büyüme Üzerindeki Etkisi: OECD Ülkeleri Üzerine Bir Panel Regresyon Analizi". Doğu Üniversitesi Dergisi, 11, (2), ss. 166-182.**
- Dağlı, H., (1999), *Finansal Yönetim*, (1.baskı), Derya Kitabevi, Trabzon.**
- Deshmukh, S., (2005) "The Effect of Asymmetric Information on Dividend Policy", Quarterly Journal of Business & Economics, 44, ss. 107-127.**
- Devlet Planlama Teşkilatı (DPT), (2007), *Finansal Hizmetler Özel İhtisas Komisyonu Raporu*, DPT: 2543 – ÖİK: 559, Ankara.**
- Diamond, J.J., (1967), "Earnings Distribution and the Valuation of Shares: Some Recent Evidence", Journal of Financial and Quantitative Analysis, (2), ss. 15-30.**
- Dickey, D., W. Fuller, (1979), "Distribution of the Estimates for Autoregressive Time Series With a Unit Root", Journal of the American Statistical Association, (74), ss. 427-431.**
- Erataş, F., H. Başcı Nur, S. Çınar, (2015), "Para Arzının Post Keynesyen Yorumu: Gelişmiş Ülkeler Örneği", Akademik Sosyal Araştırmalar Dergisi, 3, (15), ss. 398-409.**
- Ercan, M.K., ve Ban, Ü., (2009), *Finansal Yönetim: Değere Dayalı İşletme Finansı*, (5. baskı), Gazi Kitabevi, Ankara.**
- Ercan, M.K., ve Ban, Ü., (2012), *Finansal Yönetim: Değere Dayalı İşletme Finansı*, (7. baskı), Gazi Kitabevi, Ankara.**
- Erdoğan, M., (2009), *Finansal Yönetim*, Aktif Yayınevi, Erzurum.**
- Fama, E., K. French, (2001), "Disappearing Dividends: Changing Firm Characteristics or Lower Propensity to Pay?", Journal of Financial Economics, 60, (1), ss. 3-43.**
- Fama, E. F., H. Blasiak, (1968), "Dividend Policy: An Empirical Analysis", Journal of the American Statistical Association, 63, (324), ss. 1132-1161.**

- Fatemi, A., R. Bildik, (2012),** “*Yes, Dividends are Disappearing: Worldwide Evidence*” *Journal of Banking & Finance*, (36), ss. 662–677.
- Fettahoğlu, A., (2008),** *İşletme Finansmanı*, (1.baskı), Kayhan Matbaacılık, İzmit.
- Fettahoğlu, A., (2014),** *İşletme Finansmanı*, (2.baskı), Umuttepe Yayınları, Kocaeli.
- Gereklioğlu Düzakın, H., (2013),** *İşletme Finansmanı*, (1.baskı), Seçkin Yayıncılık, Ankara.
- Gill, A., N. Mathur, N. Biger, (2010),** “*The Relationship Between Working Capital Management and Profitability: Evidence from The United States*”, *Business and Economics Journal*, (10), ss. 1-9.
- Gitman, L.J., ve Zutter, C.J., (2015),** *Principles of Managerial Finance* ,(Fourteenth Edition), Pearson Education Limited, England.
- Gordon, M, J., (1962),** “*The Savings Investment and Valuation of a Corporation*”, *The Review of Economics and Statistics*, 44, (1), ss. 37- 51.
- Greene, W. H., (2002),** *Econometric Analysis*, (5. Edition), Prentice Hall, New Jersey.
- Griffits, W. E., ve Hill, R.C., (1993),** *Learning and Practicing Econometrics*, John Wiley, New York.
- Gujarati, D. N., (2003),** *Basic Econometrics*, McGraw Hill, Newyork.
- Gujarati, D. N., ve Porter D. C., (2009),** *Basic Econometrics*, (Fifth Edition) McGraw Hill, Singapore.
- Günay, S.G., (2012),** *İşletme Finansı Ders Notlar*, (1.baskı), Kriter Yayınevi, İstanbul.
- Güngör, B., C. Yerdelen Kaygın, (2015),** “*Dinamik Panel Veri Analizi İle Hisse Senedi Fiyatını Etkileyen Faktörlerin Belirlenmesi*”. *Kafkas Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, 6, (9), ss. 149-168.
- Gürsoy, C.T., (2012),** *Finansal Yönetim İlkeleri*, (2. baskı), Beta Yayınları, İstanbul.
- Hausman, J.A., (1978),** “*Specification Tests in Econometrics*”, *Journal of Econometric Society Econometrica*, 46, (6), ss. 1251-1271.
- Hsiao, C., (1986),** *Analysis of Panel Data*, Cambridge University Press.

- Hsiao, C., (2003),** *Analysis of Panel Data*, (Second Edition), Cambridge University Press.
- Holder, M. E., F.W. Langrehr, J. Hexter, (1998),** “*Dividend Policy Determinants: Investigation of the Influences of Stakeholder Theory*”, *Financial Management*, (27), ss. 73-82.
- Im, K.S., M.H. Peseran, Y. Shin (2003),** “*Testing for Unit Roots in Heterogeneous Panels*” *Journal of Econometrics*, (115), ss. 53-74.
- İleri, F.Ş., (2016),** *Nakit Kar Payı Ödemesinin Firma Değeri Üzerine Etkisi; Türkiye’de Otomotiv Sektörü Üzerine Bir Uygulama*, (Yayımlanmamış Yüksek Lisans Tezi), Gazi Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, İşletme Anabilim Dalı, Ankara.
- İnam, M., (2007),** *Sermaye Piyasası*, (1.baskı), Seçkin Yayıncılık, Ankara.
- İnci, C., (2014),** *Finansal Yönetim Kararlarının Firmanın Kârlılığı ve Piyasa Değeri Üzerindeki Etkileri: Bist’deki Sanayi Şirketleri Üzerine Bir Panel Veri Uygulaması*, (Yayımlanmamış Doktora Tezi), Bülent Ecevit Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, İşletme Anabilim Dalı, Zonguldak.
- Johnston, J., ve Dinardo, J., (1997),** *Econometric Methods*, (4.Edition), McGraw- Hill.
- Judge, G. G., vd., (1985),** *The Theory And Practice Of Econometrics*, (2. Edition), John Wiley & Sons Inc., Singapore.
- Kaba, F., (2009),** *Kâr Payı Dağıtımının Firma Değeri Üzerine Etkisi ve Bir Uygulama*, (Yayımlanmamış Yüksek Lisans Tezi), Sakarya Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, İşletme Anabilim Dalı, Sakarya.
- Kabakçı, Y., (2008),** “*Sermaye Yapısı ile İşletme Performansı Arasındaki İlişki: Gıda Sektöründe Bir Uygulama,*” *Ege Akademik Bakış*, (8), ss. 167- 182.
- Karabulut, R., (1995),** *Assessment of Leasing Practice in Turkey*, (Yayımlanmamış Doktora Tezi), University of Bradford, England.
- Karabulut, R., (2010),** *Soru ve Cevaplarla Leasing*, (1.Baskı), Alfa Akademi Ltd.Şti., Bursa.

- Karaca, S. S., (2007),** *Şirketlerin Kar Dağıtım Politikası ve Kâr payı Ödeme Şekillerinin Firma Değerine Etkisinin Analiz ve İMKB’de Bir İnceleme*, (Yayımlanmamış Doktora Tezi), İnönü Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, İşletme Anabilim Dalı, Malatya.
- Karacaer, B., (2009),** *Uluslararası Tahvil Piyasaları ve Türkiye’nin Tahvil İhraç Performansı*, (Yayımlanmamış Yüksek Lisans Tezi), Gazi Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, İşletme Anabilim Dalı, Ankara.
- Kaykusuz, M., (2012),** *Yöneticiler İçin Finansal Yönetim ve Finansal Piyasalar*, (1.baskı), Ekin Yayınevi, Bursa.
- Keskin, K., (2010),** *Özel Sektör Tahvil İhracı, Avrupa Birliği ve Türkiye*, (Yayımlanmamış Yüksek Lisans Tezi), İstanbul Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, Avrupa Birliği Anabilim Dalı, İstanbul.
- Korkmaz, T., B. Yıldız., R.İ. Gökbulut, (2010)** "Testing the Validity of CAPM in ISE National 100 Index with Panel Data Analysis." *Istanbul University Journal of the School of Business*, 39, (1), ss. 95-105.
- Kubar Y., (2014),** *Az Gelişmiş ve Gelişmekte Olan Ülkelerin Kalkınma Göstergeleri İle Ekonomik Büyüme Arasındaki İlişki: Bir Panel Veri Analizi (1995-2010)*, (Yayımlanmamış Doktora Tezi), Selçuk Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, İktisat Anabilim Dalı, Konya.
- Kurtaran, A., B. Günay, (2013),** *Türkiye’de Leasing Ve Leasing Şirketlerinin Etkinliklerinin VZA Yöntemi İle Ölçülmesi*, 17.Finans Sempozyumu, Muğla, 23-26 Ekim.
- Lee, C. F., ve Finnerty J. E., (1990),** *Corporate Finance Theory, Methods, and Applicatons*, (International Edition), Harcourt Brace Jovanovich , Inc.
- Levin A., C.F. Lin, C.S. James Chu, (2002),** "Unit Root Tests in Panel Data: Asymptotic and Finitesample Properties", *Journal of Econometrics*, 108, (1), ss. 1-24.
- Linther, J., (1956)** "Distribution of Incomes of Corporations Among Dividends, Retained Earnings, and Taxes", *American Economic Review*, (46), ss. 97- 113.

- Miller, M. H., F. Modigliani, (1961),** “*Dividend Policy, Growth and The Valuation of Shares*”, The Journal of Business, (34), ss. 411- 433.
- Naceur, S.B., M. Goaid, A. Belanes, (2006),** “*On the Determinants and Dynamics of Dividend Policy*” , International Review of Finance, 6, (2), ss. 1-23.
- Okka, O., (2005),** *Finansal Yönetime Giriş*, (1.baskı), Nobel Yayınları, Ankara.
- Okka, O., (2015),** *İşletme Finansmanı*, (Genişletilmiş 6.baskı), Nobel Yayınları, Ankara.
- Okuyan, A., (2013),** “*Türkiye’deki En Büyük 1000 Sanayi İşletmesinin Karlılık Analizi,*” Business and Economics Research Journal, 4, (2), ss. 23-36.
- Önem, H.B., (2014),** *Kâr Dağıtım Kararlarının ve Mülkiyet Yapısının Firma Performansına Etkisi: Bist İmalat Sektörü Üzerine Bir Uygulama*, (Yayımlanmamış Doktora Tezi), Süleyman Demirel Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, İşletme Anabilim Dalı, Isparta.
- Örten, R., (2001),** *Kurumlarda Kâr Dağıtımı ve Muhasebe Uygulamaları*, (1.baskı), Gazi Kitabevi, Ankara.
- Özaltın, S., E. Ersoy, İ. Bekçi, (2015),** “*Kâr Dağıtım Politikasını Bireysel Yatırımcı Kararları Üzerine Etkisi*”, Süleyman Demirel Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi, 20, (2), ss. 397-411.
- Özdemir, M., (1997),** *Finansal Yönetim*, (1. baskı), Gazi Kitabevi, Ankara.
- Özenalp, S., (2000),** *Kâr Dağıtım Politikasının ve Kâr Paylarının İstikrarlılığının İMKB’de İşlem Gören Seçilmiş Şirketler İçin Değerlendirilmesi*, (Yayımlanmamış Yüksek Lisans Tezi), Akdeniz Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, İşletme Anabilim Dalı, Antalya.
- Özer, A., (2012),** *İstanbul Menkul Kıymetler Borsasında Hisse Senedi Getirilerini Etkileyen Faktörlerin Belirlenmesi: Panel Veri Analizi*, (Yayımlanmamış Doktora Tezi), Atatürk Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, İşletme Anabilim Dalı, Erzurum.
- Pamukçu, A. B., (1999),** *Finans Yönetimi*, (1. baskı), Der Yayınevi, İstanbul.

- Partington, G. H., (1985),** “*Dividend policy and its Relationship to Investment and Financing Policies: Empirical Evidence*”, *Journal of Business Finance and Accounting*, (12), ss. 531-542.
- Patra, T., P. Sunil, (2012),** “*Determinants of Corporate Dividend Policy in Greece*”, *Applied Financial Economics*, (22), ss. 1079-1087.
- Pazarlıoğlu, M.V., Ö. Kiren Gürler, (2007),** “*Telekomünikasyon Yatırımları ve Ekonomik Büyüme: Panel Veri Yaklaşımı*” *Finans Politik& Ekonomik Yorumlar*, 44, (508), ss. 35-43.
- Pekkaya, M., (2006),** “*Kâr Payı Dağıtımının Şirket Değeri Üzerine Etkisi: İMKB 30 Endeks Hisselerine Bir Analiz*”, *Zonguldak Kara Elmas Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi*, 2, (4), ss. 183-209.
- Poyraz, E., (2008),** *Açıklamalı Örneklerle Finansal Yönetim*, (1.baskı), Ekin Yayınevi, Bursa.
- Pruitt, S., L.J. Gitman, (1991),** “*The Interactions Between the Investment, Financing and Dividend Decisions of Major US Firms*”, *Finance Review*, 26, (3), ss. 409-30.
- Rao, R.K.S., (1987),** *Financial Management Concepts and Applications*, Macmillan Publishing Company, Newyork.
- Reed, W.R., H. Ye, (2011),** “*Which Panel Data Estimator Should I Use?*” *Applied Economics*, 43, (8), ss. 985-1000.
- Saban, M., Y. Köse, (2002),** “*Anonim Şirketlerde Kar Dağıtım Politikası Üzerine Yasal Sınırlamalar*”, *Mali Çözüm*, 12, (61), ss. 145-164.
- Salim, M., R. Yadav, (2012),** “*Capital Structure and Firm performance: Evidence from Malaysian Listed Companies*”, *Procedia Social and Behavioral Sciences*, (65), ss. 156-166.
- Samuels, J. M., vd., (1995),** *Management of Company Finance*, (6. baskı), Chapman and Hall, London.

- Sandıkçı, M., (2014),** *İşletmelerde Kâr Payı Dağıtım Politikaları ve Finansal Performans Üzerine Etkileri: Borsa İstanbul'da Ampirik Bir Çalışma*, (Yayımlanmamış Yüksek Lisans Tezi), Selçuk Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, İşletme Anabilim Dalı, Konya.
- Sarıaslan, H., ve Erol, C., (2014),** *Finansal Yönetim: Kavramlar, Kurumlar ve İlkeler*, (2. baskı), Siyasal Kitabevi, Ankara.
- Sayılğan, G., (2011),** *Soru ve Yanıtlarıyla İşletme Finansı*, (Güncelleştirilmiş Ve Genişletilmiş 5.baskı), Turhan Kitabevi, Ankara.
- Shefrin, H., M., M., Statman (1984),** “*Explaining Investor Preference for Cash Dividends*”, *Journal of Financial Economics*, 13, s.s. 253-282.
- Statescu, B., (2006),** “*Dividend Policy in Switzerland*”, *Financial Markets and Portfolio Management*, 20, (2), ss. 153-183.
- Süer, S., (2007),** *Uluslararası Piyasalarda Alternatif Finansman Kaynakları Açısından Özel Sektör Tahvil Fiyatlaması; Uygulama*, (Yayımlanmamış Doktora Tezi), Marmara Üniversitesi, Bankacılık ve Sigortacılık Enstitüsü, Bankacılık Anabilim Dalı, İstanbul.
- Şahin, V.M., (2014),** *Türkiye'de Özel Sektör Tahvil İhraç Performansı ve Temel Makroekonomik Göstergeler İle İlişkisi*, (Yayımlanmamış Yüksek Lisans Tezi), Maltepe Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, İşletme Anabilim Dalı, İstanbul.
- Şit, M., A. Şit, (2013),** “*Türkiye’de Finansal Hizmetler Sektörünün Gelişimi: Finansal Kiralama Sektörü Örneği*”, *Dicle Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, 2, (5), ss. 35-47.
- Tarı, R., (2005),** *Ekonometri*. (3. baskı), Avcı Ofset, İstanbul.
- Tekbaş, M.Ş., vd., (2016),** *Temel Finans Matematiği ve Değerleme Yöntemleri (Lisanslama Sınavları Çalışma Kitapları)*, Sermaye Piyasası Lisanslama Sicil ve Eğitim Kuruluşu A.Ş.
- Toraman, C., M.F. Yürük, (2014),** “*Kredi Derecelendirme Kuruluşları ve Finansal Krizlere Etkileri*”, *Bitlis Eren Üniversitesi SBE Dergisi*, 3, (1), ss. 127-154.

- Toroslu, M. V., (1999),** *Uygulamalı Dış Ticaret İşlemleri ve Muhasebesi*, (2. baskı), Beta Yayınları, İstanbul.
- Turhan, G. T., (2012),** “*Kara Sınırı Komşuları İle Ticaretin Türkiye ’ nin Kalkınmasına Etkisi: Çekim Modeli Yaklaşımı*” (Yayınlanmamış Doktora Tezi), Kadir Has Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, İşletme Anabilim Dalı, İstanbul.
- Türkiye ve Orta Doğu Amme İdaresi Enstitüsü, (1989),** *Tahvil Yatırımlarının Yönetimi*, Meral Tecer, TÖDAİE Yayını, Ankara.
- Türko, R. M., (2002),** *Finansal Yönetim*, (2. baskı), Alfa Yayınları, İstanbul.
- Uğur, A., (2009),** *Hisse Senedi Getirilerinin Panel Veri Analizi ile Tahmini: İstanbul Menkul Kıymetler Borsasında Bir İnceleme*, (Yayınlanmamış Doktora Tezi) İnönü Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, İşletme Anabilim Dalı, Malatya.
- Usta, Ö., (2008),** *İşletme Finansı ve Finansal Yönetim*, (3. baskı), Detay Yayıncılık, Ankara.
- Van Horne, J. C., (1971),** *Financial Management and Policy*, (Second Edition), Englewood Cliffs, N.J., Prentice-Hall, Inc.
- Van Horne, J. C., ve J.M. Wachowicz, (2008),** *Fundamentals of Financial Management*, (Thirteenth Edition), Prentice –Hall, Inc.
- Verbeek M., (2004),** *A Guide to Modern Econometrics*, John Wiley & Sons Ltd, West Sussex, England.
- Weston, F. J., vd., (1996),** *Essentials of Managerial Finance*, (Eleventh Edition), The Dryden Press, Orlando.
- Wooldridge, J. M., (2009),** *Introductory Econometrics: A Modern Approach*, (Fourth Edition), South-Western Cengage Learning, Canada.
- W.Kolb, R., ve R. J.Rodríguez, (1996),** *Finansal Yönetim*, çev. Ali İhsan Karacan, (1. baskı), Sermaye Piyasası Kurulu, Pelin Ofset, Ankara.
- Yakar, R., (2011),** *Sermaye Yapısı Teorileri ve İMKB’de Ampirik Bir Çalışma*, (Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi), Selçuk Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, İşletme Anabilim Dalı, Konya.

Yalçın, K., vd., (2008), *Finansal Teknikler ve Türev Araçlar*, (1.baskı), Gazi Kitabevi, Ankara.

Yerdelen Kaygın, C., (2013), *Hisse Senedi Fiyatını Etkileyen Faktörlerin Panel Veri Analizi İle İncelenmesi: İmalat Sektörü Üzerine Bir Uygulama*, (Yayımlanmamış Doktora Tezi), Atatürk Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, İşletme Anabilim Dalı, Erzurum.

Yerdelen Tatoğlu, F., (2005), *Sermaye Piyasası'nda Riskin Sınırlı Bağımlı Değişkenli Panel Veri Modelleri ile Analizi*, (Yayımlanmamış Doktora Tezi), İstanbul Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, Ekonometri Anabilim Dalı, İstanbul.

Yıldız, B., (2009), *Hisse Senedi Getirilerine Etki Eden Yatırım Tercih Kriterleri ve FVFM' nin İMKB' de Panel Veri Yöntemi ile Test Edilmesi*, (Yayımlanmamış Yüksek Lisans Tezi), Bülent Ecevit Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, İşletme Anabilim Dalı, Zonguldak.

Yıldız, B., R.İ. Gökbulut, T. Korkmaz, (2014), *"Firmalarda Temettü Politikalarını Etkileyen Unsurlar: Bist Sanayi İşletmeleri Üzerine Bir Panel Veri Uygulaması"* Ekonomik ve Sosyal Araştırmalar Dergisi, 10, (1), ss. 185-206.

Yücel, İ., (2001), *Türkiye'deki Halka Açık Anonim Şirketlerin Sermaye Yapılarının ve Kâr Dağıtım Politikalarının Firma Değeri Üzerindeki Etkisi*, (Yayımlanmamış Yüksek Lisans Tezi), Atatürk Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, İşletme Anabilim Dalı, Erzurum.

319 seri nolu Vergi Usul Kanunu Tebliği

5520 sayılı Kurumlar Vergisi Kanunu

6102 sayılı Türk Ticaret Kanunu

6361 sayılı Finansal Kiralama, Faktoring ve Finansman Şirketleri Kanunu

<http://www.kap.org.tr/tr> (02.05.2017).

<http://www.borsadirekt.com/canli-piyasa/bist100> (18.06.2017).

<http://www.borsaistanbul.com/sirketler/sirketlerin-yukumlulukleri/pay-piyasasi/kar-payi-dagitimi> (22.09.2017).

<http://www.muhasabedersleri.com/dis-ticaret/leasing-2.html> (04.07.2017).

http://www.spk.gov.tr/displayfile.aspx?action=displayfile&pageid=986&fn=986.pdf&submen_uheader=-1 (22.09.2017). Sermaye Piyasası Kurulu Kâr Payı Rehberi

<http://www.spk.gov.tr/Sayfa/Index/6/10/1> (08.10.2017).

https://www.en.wikipedia.org/wiki/Frederick_Macaulay, (09.10.2017).

<http://www.investopedia.com/terms/m/macaulayduration.asp>, (09.10.2017).

