

T C

İNÖNÜ ÜNİVERSİTESİ

SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ

Lisansüstü Eğitim Öğretim ve Sınav Yönergesi'nin

İşletme Anabilim Dalı için Öngördüğü

DOKTORA TEZİ

Olarak Hazırlanmıştır.

FİNANSAL AÇIDAN ANONİM ŞİRKETLERDE KAR

PAYI DAĞITIM POLİTİKASI VE TÜRKİYE

UYGULAMASI

DOĞAN KUTUKIZ

MALATYA

EKİM-1997

T.C. YÜKSEKÖĞRETİM KURULU  
DOKÜMANTASYON MERKEZİ

İNÖNÜ ÜNİVERSİTESİ

Sosyal Bilimler Enstitüsü Müdürlüğüne

İşbu Çalışma Jürimiz Tarafından, İşletme Anabilim Dalında  
Doktora Tezi olarak Kabul Edilmiştir.

Başkan

Adı, Soyadı ve Ünvanı

Üye

Adı, Soyadı ve Ünvanı

Üye

Adı, Soyadı ve Ünvanı

Onay

Yukarıdaki İmzaların, Adı Geçen Öğretim Üyelerine Ait Olduğunu  
Onaylarım

...../...../1997

imza

Adı, Soyadı ve Ünvanı

Enstitü Müdürü

<i>GİRİŞ</i> .....	1
<i>BİRİNCİ BÖLÜM</i> .....	6
<i>FİNANSMAN YÖNETİMİ VE KARARI</i> .....	6
<i>1.1.FİNANS POLİTİKASI</i> .....	6
<i>1.1.1 Finans Fonksiyonu</i> .....	9
<i>1.1.2 Şirket Hedefleri</i> .....	15
<i>1.1.2.1 Hisse Senedinin Fiyat Maksimizasyonu Ve Sosyal Refah</i> .....	16
<i>1.2 ŞİRKET DEĞERİ VE BELİRLEYEN FİNANSAL KARARLAR</i> .....	18
<i>1.2.1 Para Değerindeki Değişmelerin Şirket Değeri Üzerine Etkisi</i> ...	20
<i>1.2.2. Borçlanmanın Şirket Değeri Üzerine Etkisi</i> .....	23
<i>1.2.2.1. Şirket Değeri Ve Kaldıraç Faktörü</i> .....	25
<i>1.2.3. Yatırım Kararı</i> .....	29
<i>1.2.4.Finansman Kararı</i> .....	32
<i>1.2.5. Kar Payı Dağıtım Kararı</i> .....	35
<i>1.2.6. Yatırımcıların Finansal Kararları</i> .....	37
<i>İKİNCİ BÖLÜM</i> .....	42
<i>KAR PAYI DAĞITIM POLİTİKASI VE HİSSE SENEDİ</i> .....	42
<i>DEĞERİ İLİŞKİSİ KONUSUNDAKİ TEORİK GÖRÜŞLER</i> <i>VE GÖRÜŞLERİN İNCELENMESİ</i> .....	42
<i>2.1. TEORİK MODELLER</i> .....	42
<i>2.1.1. Franco Modigliani ve Merton H.Miller Modeli</i> .....	42
<i>2.1.1.1. Modelin Geçersizliği</i> .....	44
<i>2.1.1.2.Belirsizlik Varsayımı</i> .....	48
<i>2.1.2.Myron J. Gordon Modeli</i> .....	54
<i>2.1.3. James E. Walter Modeli</i> .....	66
<i>2.1.4. Lerner Ve Carleton</i> .....	72
<i>2.2. MODELLERİN İNCELENMESİ</i> .....	74
<i>2.2.1. Modellerle İlgili Çalışmalar</i> .....	74

2.2.2. Kar Payı Dağıtım Politikasının Hisse Senedi Değerine Etkisinin Basit Bir Örnekle İncelenmesi.....	83
2.2.3. Şirket gelirleri ve Vergi Faktörü .....	85
2.2.4. Yatırımcıların Ödedikleri Vergiler .....	89
2.2.5. Kar payı Dağıtımının Tarafsızlığı .....	90
2.2.6. Olumlu ve Olumsuz Kar payın Etkisi.....	92
2.2.7. Kar Payı Ödemesi Hakkındaki Bilginin Önemi Ve Yatırımcıların Tercihleri.....	94
ÜÇÜNCÜ BÖLÜM.....	99
UYGULAMADA KAR PAYI DAĞITIM POLİTİKASI .....	99
3.1. SERMAYE YAPISI KARARI VE ŞİRKETİN PİYASA DEĞERİ.....	99
3.1.1. Optimal Sermaye Yapısının Bulunması .....	107
3.1.1.1. Uygunluk .....	109
3.1.1.2. Risk.....	110
3.1.1.3. Kaldıraç Faktörü .....	111
3.1.1.4. Maliyet ve Esneklik .....	122
3.1.1.5. Şirketin Kontrolü ve Fonlarda Zamanlama .....	123
3.1.1.6. Subjektif Görüşler.....	124
3.1.2. Kar Payı Dağıtım Politikası ve Yatırım Fırsatları .....	125
3.1.3. Finansal Sıkıntıların Maliyeti.....	131
3.2. SERMAYE MALİYETİ VE ŞİRKETİN PİYASA DEĞERİ .....	135
3.2.1 Öz Sermaye Maliyeti.....	138
3.2.1.1. Yeni Hisse Senedi Çıkarılması şeklinde Sağlanan Kaynakların Maliyeti .....	140
3.2.1.2. Hisse Senedi Çıkarma Giderlerinin Öz Sermaye Maliyetine Etkisi .....	145
3.2.1.3. Hisse Senetlerin Nominal Veya Primli Piyasa Değeriyle Satılması Durumunda Öz Sermayenin Maliyeti.....	147
3.2.2. Dağıtılmayan Karların Maliyeti.....	152

3.2.3. Sermaye Maliyeti İle İlgili Yaklaşımlar .....	157
3.2.3.1. Net Gelir Yaklaşımı.....	157
3.2.3.2. Net Faaliyet Geliri Yaklaşımı.....	161
3.2.3.3. Modigliani-Miller Yaklaşımı .....	165
3.2.3.4. Geleneksel Yaklaşım .....	169
3.3. HİSSE SENEDİ DEĞERLEMESİ.....	175
3.3.1. Hisse Senetlerin Risk Ve Getirisi.....	175
3.3.2. Hisse Senedi Değerlemesinde Kar Payı Değerleme Modeli....	176
3.3.3. Sermaye Varlıklarını Fiyatlandırma Modeli.....	184
3.4. KAR PAYI DAĞITIM POLİTİKASINA ETKİ EDEN FAKTÖRLER <sup>188</sup>	
3.4.1. Kar Payı Dağıtımına İlişkin Kısıtlamalar.....	189
3.4.2. Şirketin Fon İhtiyacı .....	194
3.4.3. Likidite Durumu.....	195
3.4.4. Borçlanma Kabiliyeti.....	196
3.4.5. Kontrol .....	197
3.4.6. Sıkı Kar Payı Ödeme Oranı .....	198
3.4.7. Şirketin Büyüme Hızı ve Büyüklüğü.....	200
3.4.8. Tahvil Sözleşmesi veya Borç Anlaşmalarındaki Kısıtlamalar..	202
3.4.9. İstikrarlı Kar Payı Dağıtımı.....	203
3.4.10. Enflasyon.....	205
3.4.11. Kar Payı Dağıtım İlanlarının Zamanı .....	206
3.4.12. Vergi.....	209
3.4.12.1. Hissedarların Vergi Durumları.....	209
3.4.12.2. Şirketin Halk Açık Olması.....	216
3.4.13. Bazı Son Gözlemler.....	220
3.5. Kar Payı Dağıtım Şekilleri.....	221
3.5.1. Kar Payının Hisse Senedi Şeklinde Dağıtılması (Stock Dividends).....	222
3.5.1.1. Hisse Senetlerin Bölünmesi.....	224

3.4.2.Hisse Senetlerin Geri Alınması Şeklinde Kar payı Dağıtımı....	227
3.5.2.1.Geri Alma Metodu .....	229
3.5.2.2.Hisse Senedi Geri Alma Payı ve Etkileri .....	232
DÖRDÜNCÜ BÖLÜM .....	238
TÜRKİYE'DE KAR PAYI DAĞITIMI VE HİSSE SENEDİ.....	238
DEĞERİNE ETKİSİNİN İNCELENMESİ İLİŞKİN BİR UYGULAMA	238
4.1. ARAŞTIRMANIN AMACI VE YÖNTEMİ.....	238
4.1.1. Araştırma Yöntem ve Modelleriyle İlgili Düzenlemeler .....	240
4.1.1.1. Varyans Değişimi.....	240
4.1.1.2. Ardışık Bağımlılık.....	241
4.1.1.3. Çoklu Doğrusal Bağlantı .....	242
4.1.1.4. Hipotezler.....	243
4.1.2. Araştırmanın Varsayımları.....	243
4.1.3. Türkiye'deki Genel Durum .....	243
4.4. ARAŞTIRMA KONUSU ŞİRKETLER VE ŞİRKETLERİN	
FİNANSAL YAPILARI.....	246
4.4.1. Şirketlerin Ödenmiş Sermayeleri.....	246
4.4.2. Şirketlerin Kaynak Yapılarındaki Değişmeler .....	249
4.4.3. Şirket Karlarındaki Gelişmeler .....	255
4.4.4. Kar Payı Ve Büyüme Hızlarındaki Gelişmeler.....	257
4.4.5. Şirketlerin Hisse Başına Dağıttıkları Kar Payları .....	261
4.4.6. Şirket Verimlerinin Karşılaştırılması.....	264
4.4.7. Karlılık Oranları (1991-1995 %) .....	269
4.5. BAĞIMSIZ DEĞİŞKENLER .....	277
4.5.1. Bir Önceki Yılın Hisse Senedi Fiyatı ( $P_{t-1}$ ).....	277
4.5.2. Hisse Başına Düşen Kar ( $HBDK_t$ ) .....	277
4.5.3. Hisse Başına Dağıtılan Kar Payı ( $HDAK_t$ ).....	277
4.5.4. Hisse Başına Dağıtılmayan Kar Tutarı ( $HDTK_t$ ).....	278
4.5.5. Hisse Senedinin Öz Sermayeye Göre Değeri ( $HOGD_t$ ).....	278

4.5.6. Hisse Senedinin Sağladığı Toplam Verim ( $P_t$ ) .....	279
4.6. SONUÇLAR.....	280
4.6.1. Bağımsız Değişkenlerin Bir Önceki Yıl Değerleriyle $P_t$ Arasındaki İlişki.....	280
4.6.2. Cari Dönem Bağımsız Değişken Değerleriyle $P_t$ Arasındaki İlişki .....	282
4.6.3. Birden Fazla Bağımsız Değişkenle $P_t$ Arasındaki İlişki.....	285
SONUÇ .....	286



## GRAFİKLER

Grafik.1.1.	Toplam Şirket Değerini Maksimum Eden Kaldıraç Fonksiyonu	26
Grafik.1.2.	Borçlanmanın Sınırlı Olması Halinde Şirket Değerinin Maksimum Olduğu Nokta	28
Grafik.2.1.	Kar Payı Dağıtımını Yatırımcılar Açısından Tarafsız Olduğunu İspatlama MM Modeli	43
Grafik.2.2.	Hissedarların Transfer Değerleri	53
Grafik.2.3.	Hisse Senedi Ve Kar Payının Dağıtımını	54
Grafik.2.4.	MM ve Gordon - Linter Modeli	56
Grafik.2.5.	Gordon Modelinde Verim Oranı (i) ile Dağıtılmayan Kar Oranı (b) Arasındaki İlişki	64
Grafik.2.6.	LC Fonksiyonu	72
Grafik.3.1.	Borçlanmanın Finansal Kaldıraç Derecesi	115
Grafik.3.2.	Borçlanma Minimum Net Gelir İle Sınırlandırıldığında Borçlanmanın Değeri	118
Grafik.3.3.	Sermaye Artışı İle Sermayenin Marjinal Maliyeti	128
Grafik.3.4.	Yatırım Fiyatları İle Optimal Borçlanma İlişkisi	129
Grafik.3.5.	Finansal Sıkıntıların Maliyeti İle Borçlanma İlişkisi	133
Grafik.3.6.	Borçlanmanın Değeri İle Hisse Senetlerinin Toplam Piyasa Değeri İlişkisi	159
Grafik.3.7.	Her Hisse Kazancı İle Faaliyet Geliri İlişkisi	164
Grafik.3.8.	Öz Sermaye Ve Yabancı Sermayeden Beklenen Verim Oranı İle Risk Arasındaki İlişki	167
Grafik.3.9.	Şirketin Borçlanma Ve Verim Oranı İlişkisi	171



Grafik.3.10.	Geleneksel Ve MM Yaklaşımında Verim Oranı İle Borç / Varlık Oranı İlişkisi	172
Grafik.3.11.	Menkul Kıymetin Piyasa Doğrusu	185
Grafik.3.12.	Kar Payı Dağıtım Politikasına Etki Eden Faktörler	188
Grafik.3.13.	Hisse Başına Düşen Kar Payı İle Hise Başına Dağıtılan Kar Payı Arasındaki İlişkiler	199
Grafik.4.1.	BBF ve 30 Şirketin Ödenmiş Sermayelerinin Karşılaştırılması	247
Grafik.4.2.	BBF ve 30 Şirketin Öz Sermaye ve Yabancı Kaynak İlişkisi	249
Grafik.4.3.	BBF ve 30 Şirketin Ödenmiş Sermaye Ve Değer Artış Fonlarının Karşılaştırılması	252
Grafik.4.4.	BBF ve 30 Şirketin Ödenmiş Sermaye Ve Değer Artış Fonlarının Karşılaştırılması	252
Grafik.4.5.	Şirketlerin, TEFE VE GSMH Büyüme Hızları	259
Grafik.4.6.	Hisse Başına Dağıtılan Ortalama Kar Payları	261
Grafik.4.7.	Hisse Başına Dağıtılan Kar Payları	262
Grafik.4.8.	Şirketlerin Ortalama Verimleri İle Borsa Verimi İlişkisi	265
Grafik.4.9.	Şirketlerin Karlılık Oranları	268

## TABLÖLAR

Tablo.1.1.	Finans Fonksiyonunu Etkileyen Kararlar	11
Tablo.1.2.	Hisse Senetleri Ve Diğer Ödemeler İçin Zaman Ve Dönem Arasındaki Fark	12
Tablo.1.3.	Gelişmiş Ve Gelişen Borsaların Beş Yıllık Ortalama Getirileri (1988-1992)	22
Tablo.1.4.	Kişisel Yatırımcıların İhtiyaç Duydukları Bilgiler	39
Tablo.1.5.	Profesyonel Yatırımcıların İhtiyaç Duydukları Bilgiler	40
Tablo.2.1.	Düşük Ve Yüksek Kar Payı Ödemenin Hisse Senedinin Fiyatına Etkisi	83
Tablo.2.2.	Kişisel Yatırımcıların Bekledikleri	96
Tablo.2.3.	Kurumsal Yatırımcıların Bekledikleri	97
Tablo.3.1.	Sermaye Yapısı Kararı İle İlişki Ortaya Çıkan Sonuçlar	103
Tablo.3.2.	Şirketin Tahmini Karları	106
Tablo.3.3.	Farklı Risklerde Sınırlı Ve Sınırsız Borçlanmayla Şirket Değerinin Değişimi	120
Tablo.3.4.	Net Faaliyet Yaklaşımına Göre 4 Farklı Durumda Beklenen Sonuç	156
Tablo.3.5.	Her Hisse Kazancının Sermaye Değişimine Etkisi	157
Tablo.3.6.	Bölünmenin Ve Kar Payının Hisse Senedi Olarak Dağıtılmasının Hisse Senedi Fiyatına Etkisi	226
Tablo.4.1.	Şirketlerin Ödenmiş Sermayeleri	245
Tablo.4.2.	Ödenmiş Sermayeler	246
Tablo.4.3.	Öz Sermaye Ve Yabancı Kaynak Tutarları	249
Tablo.4.4.	Öz Sermaye Ve Yabancı Kaynak Oranları	249
Tablo.4.5.	500 Büyük Ve 30 Şirketin Öz Kaynak Yapısı (1991-1995(%9))	251

Tablo.4.6.	Şirketlerin Yıl Karları	256
Tablo.4.7.	Tüketici Fiyat Artışları ve Gayri Milli Hasıla Büyüme Hızları İle Şirket Karlarındaki Büyüme Hızlarının Karşılaştırılması	259
Tablo.4.8.	Hisse Başına Dağıtılan Kar Payları	260
Tablo.4.9.	Şirketlerin Yıllık Verimleri	263
Tablo.4.10.	Şirket Ve Borsa Verimleri	264
Tablo.4.11.	Karlılık Oranları	267



## GİRİŞ

Şirketlerin vereceği en önemli finansman kararlarından biri kar payı dağıtım politikası ile ilgilidir. Kar payı dağıtım politikası, sağlanan karların dağıtılması yada yatırıma dönüştürülmesi ile ilgili kararları içerir.

Şirketlerin kuruluş nedenlerinden en önemlisi kar sağlamak ve sağlanan karın ortaklara dağıtımını yapmaktır. Şirket hissedarları sürekli yüksek kar payı almayı isteyebilirler. Ancak karın tamamen veya kısmen yada tamamen dağıtılmaması şirketin vereceği karara bağlı olacaktır. Gelecekte yüksek kar elde etmek için yatırımlarda bulunulabilir.

Birinci bölümde, finans politikası ve kar payı dağıtım politikasının finanstaki yeri ve önemine değinilerek şirkete yatırım yapan veya yapmayı düşünen kişisel ve kurumsal yatırımcıların şirket hakkında sahip olmak istedikleri bilgileri sağlama yollarını içerir. Şirket hedefleri arasında sadece şirket değil şirketin faaliyette bulunduğu ülke halkı, devlet hatta diğer ülkelerin insanları da yer almaya başlamıştır. Uluslararası faaliyette bulunan şirketlerin hisse senedi değerinin maksimizasyonu ile birlikte sosyal refaha önem verdikleri görülmeye başlamıştır.

Şirket değerini belirleyen kararların neler olduğu ve bu kararların sınırları ve kararları etkileyen borçlanma, para değerindeki değişimler ve kaldıraç faktörünün etkisi üzerinde durulacaktır. Ayrıca karar veren kişilerin sadece kurumsal şirketlerin yöneticileri olmadığı, şirketleri yakında takip eden ve şirketlerin hisse senetlerini alarak şirkete ortak olan kişisel ve kurumsal yatırımcıların finansal kararlarına da değinilecektir.

İkinci bölümde ise, teoride kar payı dağıtımının şirket değerine etkileri konusunda iki farklı yaklaşım vardır. Birincisine göre, kar payı dağıtım politikasının şirket değerini etkilemediği, diğeri ise etkilediği yaklaşımdır. Kar payı dağıtım politikasının şirket değeri üzerinde etkisinin olmadığını savunan Merton Miller ve Franco Modigliani'a göre şirket değerini belirleyen etken; şirketin kazanç gücü ve içinde olduğu risktir. Etkili olduğu görüşü ise Myron Gordon ve John Lintner tarafından ortaya atılmıştır. Her iki görüşün dayandığı görüşler ve varsayımlar üzerinde durulacaktır.

Daha sonraki dönemlerde ortaya çıkan çalışmalar her iki yaklaşımı destekleyecek nitelikte olmuştur. Ancak MM yaklaşımının giderek geçerliliğini kaybettiği, daha fazla Gordon yaklaşımının geçerli olduğunu ortaya koyan teorik ve deneysel çalışmaların olduğu görülmüştür. Kısaca bu bölümde, her iki yaklaşım arasındaki farklılıkların inceleneceği, günümüzde geçerli olabilecek yaklaşımın ne olabileceği, kişisel ve kurumsal yatırımcıların en önemli yatırım amacının ne olabileceği ve bunun ülkeler arasındaki farklılığı anlatılacaktır.

Üçüncü bölümde, uygulamadaki kar payı dağıtım politikasına değinilecektir. Teorik yaklaşımların yanında bir finansal karar olarak kar payı dağıtım politikasının şirket değerini etkileyip etkilemediğini, şirketin verimi ile olan ilişkisi, kar payı dağıtım politikasını etkileyen faktörler ve ülkemizdeki kanunlar çerçevesinde kar payı dağıtım politikasına verilen yer ve önemine değinilecektir.

Son bölümde ise, son 5 yılda ülkemizdeki şirketlerin karları, dağıttıkları kar payları, karlardaki büyümenin diğerk ekonomik değerlerdeki büyüme oranları karşılaştırılacak, şirkete yatırım

yapan kişisel ve kurumsal yatırımcıların beledikleri ile elde ettikleri verim ilişkisine ve son olarak kar payı dağıtmanın şirket değeri ve verimi üzerindeki etkisi ve ilişki derecesini tespit etmek için regresyon yöntemi kullanılarak bir sonuca ulaşılacaktır.



## **Çalışmanın Amacı**

Çalışmanın amacı; Türkiye’de faaliyette bulunan şirketlerin kar payı dağıtım politikasını belirlerken göz önünde bulundurdıkları kriterlerin neler olduğu, kar payı dağıtım kararının hisse senedi değeri üzerinde etkisinin olduğunu veya olmadığını savunan modellerden hangisini doğruladığını tespit etmek, uygulamadaki kar payı dağıtım politikasının ne olduğunu kullanılan metodlarla ortaya koymak olacaktır. Kar payı dağıtımın şirket değeri üzerindeki olumlu ve olumsuz etkisini, dağıtılan karın maliyeti ile dağıtılmayan karın maliyetini karşılaştırmak suretiyle bulmaktır. maliyet Çalışma dört bölümde oluşmakta, uygulama olarak, Türkiye’de faaliyette bulunan 30 şirketin izledikleri kar payı dağıtım politikasını tespit etmek için ilk olarak bu şirketlere ait kar payı dağıtım oranları, karlardaki büyüme hızları, şirketlerin verimleri üzerinde durulacak, daha sonra İstanbul Menkul Kıymetler Borsası’nda hisse senedi değeri ile kar payı dağıtımını arasındaki ilişki tespit edilmeye çalışılacaktır.

## **Çalışmanın Kapsamı**

Çalışmanın kapsamı, konunun adında da olduğu gibi, anonim şirketlerin kar payı dağıtım politikasının finansal açıdan incelenmesidir. Kar payı dağıtım politikasının geçmişten gelen modellere dayanması nedeniyle çalışmaya bu modellerden başlanmıştır. Modeller arasındaki görüş farklılıkları tespit etmek ve günümüzde, uygulama yönünden geçerliliğini ortaya koymak için bazı deneysel çalışmalar yapılmıştır. Bu çalışmalar uluslararası ve Türkiye’de yapılan çalışmalardır. Bu nedenle çalışmanın sonucuna ulaşmak için diğer ülkelerin menkul kıymet

borsalarında yapılan çalışmalara zaman zaman değinilmiştir.

Ayrıca Türkiye'deki şirketlerin uyguladıkları politikalar ve yasaların kar payı dağıtımı ile ilgili kısıtlamaları ve teşviklerine yer verilmiştir.

Kar payı dağıtım politikasının hisse senedi değeri üzerinde etkisini ortaya koymak amacıyla İstanbul Kıymetler Borsası'nda faaliyette bulunan 30 şirketin verileri kullanılarak, şirketler kar payı dağıtımı açısından analiz edilecektir. Ayrıca kar payı dağıtım politikası ile hisse senedi değeri arasındaki ilişkinin tespitinde regresyon yöntemi kullanılacaktır.

### **Çalışmanın Metodu ve Materyali**

Çalışmanın metodu, ilk önce kar payı dağıtımı konusundaki modellerin teorik olarak ele alınması, daha sonra modeller ile ilgili çalışmalar ve dünyada ve Türkiye'de yasal açıdan teorik bilgilerle ortaya konulmaya çalışılacaktır.

Çalışmanın uygulama kısmında regresyon modeli kullanılarak çalışmanın sonucuna ulaşılmaya çalışılacaktır. Hisse senetleri Menkul Kıymet Borsası'nda işlem 30 şirketin 1990-1996 yılları arasındaki verileri kullanılacaktır.

Araştırmada kullanılacak şirketler ve izledikleri kar payı dağıtım politikasını etkileyen kriterler belirlenirken değişkenlerin tespit edilmesi gerekir. Amaç, ülkemizde izlenen kar payı politikasının yıllar itibariyle ve ülke genelinde olup olmadığını, kar paylarının dağıtımı, hisse senedi değerini ne ölçüde yönlendirdiğini ve hisse senedi değerleriyle kar payı dağıtım politikası arasında bir ilişkinin olup olmadığını ve ilişkinin derecesi hakkında bilgi vermektir.



## BİRİNCİ BÖLÜM

### FINANSMAN YÖNETİMİ VE KARARI

#### 1.1.FİNANS POLİTİKASI

Finans birbiriyle ilişkili üç alt alandan meydana gelir: (1) Makro ekonominin önemini ihtiva eden faaliyetlerle ilgilenen para ve sermaye piyasaları. (2) Vatandaş ve finansal kurumların yatırım portföyleri ile ilgili hisse senetlerin seçim kararının odağını teşkil eden yatırımlar. (3) Şirket kararlarını kapsayan şirket finansmanı veya finansal yönetimidir. Bu alanların her biri diğerlerini etkiler.<sup>1</sup> 2000 yılına yaklaştıkça finansal yönetimin rolü ve yeri gittikçe artmakta ve bununla birlikte finansal yöneticilerin de sorumlulukları artmaktadır. Finans fonksiyonu ise, finansal yöneticilerce verilebilecek kararlar çerçevesinde oluşur. Bütün bunlar iki temel noktanın bulunmasında toplanır<sup>2</sup>.

Birincisi, para ve sermaye piyasasında şirket değerinin nasıl bulunacağıdır. Bugünkü ve gelecek sermaye piyasasında şirket değerini etkileyen faktörlerin tespiti ve şirket değeriyle birlikte hissedarların gelirini maksimum yapacak şekilde bulmak olacaktır.

İkincisi ise, şirket değerini etkileyen finansal kararların neler olacağıdır. Daha sonra belirtileceği gibi finans politikasını oluşturan tüm kararlar ve diğer bölüm kararları birbirleriyle etkileşim içerisindedirler. Verilecek bir karar şirketin bütün kararlarını ve faaliyetlerini etkilemektedir.

---

<sup>1</sup> Brigham, Eugene F.; Gapenski, Lois C., Financial Management Theory and Practice, Fifth Edition, Yıl. 1996. S. 4

<sup>2</sup>Haley, Charles D.; Lawrence D. Schall, The Theory Of Financial Decisions, Second Edition, Yıl. 1995. S. 7.

Şirketler faaliyetlerinden dolayı çeşitli gruplarla ilişki içindedir. Bu gruplar büyük olup; hissedarlar ve bono sahipleri en önemli iki grubu oluşturmaktadır.<sup>3</sup>

Hissedarlar; şirketin kontrol ve gelirlerini maksimize etmek için şirketin vereceği finansal kararları ve yatırım seçimini beklemektedirler. Özellikle şirket, hissedarlarına izin verdiğinde bono çıkarmanın riskli olması ve artması halinde bonolar hisse senetlerine dönüştürülerek bono sahiplerinden gelir transferi sağlanacaktır. Hissedarlar bu transferi yaparlarken iki kar payı dağıtım işleminden yararlanırlar.

Birincisi hissedarlar, planlanan yatırımı azaltır veya mevcut varlıkları tüketerek yada kar payları alabilirler. İkincisi, hissedarlar kar payı olarak almaları gereken toplam kar payları şirketin bünyesinde bırakarak, tahvil çıkarmayı engelleyebilirler. Bir başka deyişle gelir transferi fonların ödenme kabiliyetine bağlıdır.

Kar payı ödemelerinde, şirketlerin yurtiçi ve yurtdışındaki kazançların etkilerinin yararlı olması için üç neden vardır. Bunlardan birincisi kar payı dağıtım politikası ile ilgilidir. Buna göre; kar payı ödemeleri, şirketin kar payı dağıtım politikasının ışığında dağıtılmasıdır.<sup>4</sup> Bir popüler teori, şirketler, belirli karlılıkta kar payı öderler. Eğer yurtdışında sağlanan karlar yatırımcıları zor durumda bırakması halinde yurtiçinde sağlanan karlar harekete geçirilerek ortalama kar payları ödenir.

Hisse senedi ihraç eden şirketlerin kar payı dağıtım politikası,

---

<sup>3</sup> Kalay, Avner; "Stockholder - Bondholder Conflict And Dividend Constraints", New York University, New York NY 10003, USA-1982. S.255.

<sup>4</sup> Hines Jr., James R.; "Dividends and Profits: Some Unsubtle Foreign Influences", The Journal of Finance, Vol: LI, No: 2, June 1996, S. 661-662.

hisse senedi ihraç etmeyen şirketlerinininkinden farklarının tespit edilmesi gerekir. Kar payı ödemelerinin ilan edilmesi veya hisse senedi çıkarmanın ilan edilmesi kararlarıyla kar payında mutlaka artışın olacağı doğru değildir. Özellikle sermaye piyasasının tam yerleşmediği, yatırımcıların bilgi sahibi olmadığı bir konu olduğunda ve kısa vadeli yatırımcıların olduğu bir piyasada kar payı artışı beklenilmez. Bu gibi düşüncelerden hareketle kar paylarına bağlı olarak kar payları artar, azalır veya değişmez. Ancak kar payı dağıtım kararları kesin değer düşüklüğü göstermez ve kar payı dağıtımlarının ilan edilmesiyle olumsuz etkinin azaltılması yalnız başına giderilemez.<sup>5</sup>

Şirket yönetiminin asıl amacı uzun dönemde hisse senetlerinin değerini maksimize etmek olduğu tüm finans teorisyenleri ve araştırmacıları tarafından kabul edilmektedir. Şirket değeri maksimize edilirken hareket şeklinin ne olduğu bilinmelidir. Şirketler toplam kazançlarına karşılık her bir hisse kazancının ne kadar olduğuna bakmalıdırlar.

Finansal yöneticiler, cari kazançların tutulması ve geri yatırımlara sevk edilmesinden sonra kalan kazancın kar payı olarak dağıtılabileceğine karar vereceklerdir. Bu kar payı dağıtım politikası olarak ifade edilir. Optimal kar payı dağıtım politikası şirketin hisse senedi fiyatını maksimize etmektir.

Şirketin hisse senedi fiyatı aşağıdaki faktörlere bağlıdır.

- 1- Planlanan her bir hissenin kazancı,
- 2- Kazanç akımının zamanı,
- 3- Planlanan kazancın riski,
- 4- Şirketin finansman tarzı,

---

<sup>5</sup> Loderer, Claudio F.; Davyd C. Mauer; " Corporate Dividends and Seasoned Equity Issues: An Ampirical Investigation", The Journal Of Finance, Vol. XLVII, No. 1, March-1992, S. 202.

### 5- Kar payı dağıtım politikası

Şirketin hisse senedi fiyatı üzerinde etkisi olan bu faktörler şirket kararları açısından analiz edilmelidir.

Görüldüğü gibi, kar payı dağıtım politikası hisse senedinin fiyatını etkilemektedir. Bu faktörler birbirleriyle ilişkili olup birindeki değişme diğerlerini etkilemektedir.

#### 1.1.1 Finans Fonksiyonu

Temel finans fonksiyonu ekonomik sistemin tüm şekillerinde ve tüm örgütlerde yer almaktadır. Finansal kararlar, şirketlerin riski ve nakit akımlarının etkisiyle hisse senedi fiyatını etkiler. Politika kararları ve hükümet kısıtlamaları ile karlılık ve risk etkilenir.<sup>6</sup> Şirket değeri bu iki noktada bulunur. Yani yüksek kar elde etmek için yüksek riske katlanmasıyla sağlanır. Bir finansal piyasada fon akışı iki ekonomik birim arasında olur. Tasarruf edenler ve yatırım yapanlar. Basit bir işlev olarak ikisi bir arada bulunur. Yani tasarruf edenler ile yatırım yapanlar aynı birimlerdir. Ancak günümüzde finansal yapının ve piyasasının gelişmesiyle biriken tasarruflar finansal kurumlara veya şirketlere ortaklık şeklinde fon yatırımı yapılır. Dolayısıyla fonları değerlendirme işlevini finansal kurumlar veya şirketler yaparlar. Şirketlerin anonim şirket olması halinde ortaklık, şirketçe çıkarılan hisse senetleri, tahvil veya benzer nitelikteki menkul kıymetlere sahip olmakla kazanılır. Böylece yalnız başına yatırıma dönüştürülemeyen küçük miktardaki tasarruflar hisse senedi alınarak şirketlerin değerlendirilmesine bırakılır. Şirketler de faaliyetlerinden yüksek miktarda kar sağlayarak ortaklarını

---

<sup>6</sup>Weston, J. Fred; Thomas E. Copeland; Essential of Managerial Finance, Ninth Edition, 1994, S. 12.

memnun edecek şekilde hareket ederler.

Finans fonksiyonu örgütlerde yatırım, finanslama ve kar payı dağıtım kararlarından oluşur. Fonlar, dış finansal kaynaklarla ve farklı kullanımlara dağıtılmasıyla artar. Bunlar çeşitli faaliyetleri kapsar. Birincisi, planlama ve tahmin etmede finansal yönetici, belirlenen stratejik planlama faaliyetleriyle ilgilenir. İkincisi, finansal yönetici yatırım, finansal kararlar ve diğer etkenlerle ilgilenir. Başarılı şirketler, genelde artan yatırımlar için satış oranını yüksek tutarak başarılılar. Şirket uzun-kısa dönem ve iç-dış kaynak ayırımı yaparak fon sağlar. Üçüncüsü, finansal yönetici diğer birim yöneticilerle ilişki halinde olarak birbirlerini etkilerler. Tüm işletme kararları finans ile ilgilidir. Örneğin, pazarlama kararı satışların büyümesini etkiler. Bu çoğunlukla yatırımların değişimine sebep olur. Böylece mevcut fonlar, yatırım politikası ve fabrika kapasite kullanımı verilen bu pazarlama kararıyla değişir. Dördüncüsü, finansal yönetici para ve sermaye piyasasında fon artışını hisse senedi satışıyla birleştirir.

Sonuçta, finansal yöneticiler yatırımı ve yatırımı finanse edecek kararlarla ilgilenir. Finansal yöneticiler bu fonksiyonları başarmada, şirket değerini etkileyen kararları vermede doğrudan sorumludurlar. Şirketin finans fonksiyonunu teşkil eden alanlar aşağıdaki gibidir;<sup>7</sup>

1- Tüm kararların finansal durumlarının analizi.

2-Yatırım miktarı şirket hedeflerini başarıya ulaştıracak satışların oluşmasını gerektirebilecektir. Bu kararlar (yatırım) bilançonun sol tarafını etkiler.

3-Geliri oluşturan satışlarla, ürün ve hizmetin üretilmesiyle şirket varlıklarının finansmanını sağlamak ve tutulan fonların

---

<sup>7</sup>Weston, J. Fred; Copeland, Thomas E. Managerial Finance, Ninth Edition, S. 5

belirlenmesi.

4- Özellikle vatandaşların hesaplarını, geneldeki vatandaşların gelir ve maliyetlerinin analiz edilmesi.

5- Nakit akımlarının tüm şekillerinin analiz edilmesi, son yıllardaki belirgin artışların etkisinin bulunmasıdır.

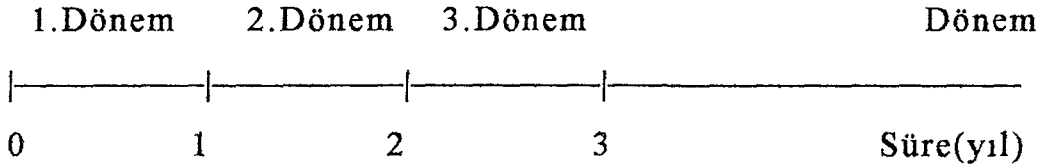
**Tablo. 1.1.Finans fonksiyonunu etkileyen kararlar.**



Birinci politika kararı, şirket faaliyetlerinin endüstri dalı seçiminde verilir. Karlılık ve risk; şirket büyüklüğü, büyüme oranı, kullanılan donanımın tipi, borçlanma kapasitesi, şirketin likidite durumu ve diğerleriyle ilişkili kararlardan etkilenir. Ek borçlanma ile karlılık, hissedarların net geliri ve verim oranı artar. Fakat aşırı borçlanma aşırı riski beraberinde getirir. Finansal yöneticiler hissedarların gelirlerini maksimize edecek risk ve karlılık arasındaki dengeye ulaşmaya çalışırlar. Çoğu finansal kararlar risk-verim değişimini kapsar.<sup>8</sup>

<sup>8</sup>Weston, J. Fred; a.g.e., S. 13-14.

**Tablo. 1.2. Hisse Senetleri ve Diğer Ödemeler İçin Zaman ve Dönem Arasındaki Fark**



Kaynak: Charles W. Haley; Lawrence D. Schall, The Theory of Financial Decisions, Second Edition, McGraw-Hill International Book Company, USA 1995, S.156.

Görüldüğü gibi başlangıç ile 1. yıl sonuna kadar olan süre 1. dönem olmaktadır.

Şirketlerin, başlangıçta ( $X_0$  0 döneminde) belli bir miktar nakde sahip olması gerekir. Çünkü şirketin ilk cari dönemde ( $X_1$  1. döneminde) nakit sağlayacağı kesin değildir.<sup>9</sup> Başlangıçta şirketin sermaye bütçesinde yatırım kararı ( $I_0$ ) olup ve bu dönemde yatırımın yapılacağına kesinlik kazandırılmalıdır. Yine aynı dönemde yapılan yatırımlardan rast gele elde edilen gelirler birinci dönemin nakit gelirlerini oluşturur.<sup>10</sup>

Şirketler genel iki kaynaktan fon sağlayarak yatırımları finanse eder. Birincisi iç kaynak olup, elde edilen kar paylarının dağıtılmayarak şirkette bırakılmasıyla olur. İkincisi ise dış kaynaklardan yani hisse senedi, tahvil ve bono gibi menkullerin satılması yoluyla sağlanır. Şirketler, finansal kararları verecekleri zaman borçlanma ile yeni hisse senedi çıkarılması arasında finansal amaç açısından bir karşılaştırma yapmak ve en uygun seçeneği uygulamak durumundadır. Böylece şirketler finans politikasını belirlerken, üç finansal kararın birlikte incelenmesi

<sup>9</sup>X hisse senedi satışıyla gerçekleşen toplam fonu göstermektedir.

<sup>10</sup>Haley, Charles W.; Lawrence D. Schall; The Theory of Financial Decisions, Second Editions, 1995, S. 156.

gerekir. Bu kararlar geleceği düşünen şirketler için temel prensipler olmaktadır.<sup>11</sup>

Şirketlerin finansal kararı ve ekonomik temeli, yatırımların mahiyetini ve seviyesini tespit etmektir. Şirketler fiziksel varlıklar(Duran Varlıklar) ve finansal varlıklara(Menkul Kıymetler) yatırım yapabilirler. Yapılacak yatırım kararları ile şirket, gelecekteki toplam gelirini veya servetini bulabilir. Yatırımlardan sağlanan gelir bazen şirket yönetimin dışındaki faktörlerden etkilenir.

Bir şirket iki ek finansal karara dikkat etmelidir. Birincisi, kar payı kararı olup ödemeler için cari gelirin ne kadar olacağını bulunmasıdır. İkincisi ise, finansal yapı kararı içerisine giren finansal varlıkları çıkarırken(ihraç) finansal varlıkların tipi ve miktarının tespit edilmesidir.

Bu açıdan bakıldığında, şirketler iki genel şekliyle ilgilenirler.

1- Yatırım kararı

2- Finansman kararı ve kar payı dağıtım kararı. Kar payı dağıtım kararı finansman kararı içerisine girmektedir.

Şirketler mevcut ve gelecek dönemde sürekli nakit akımlarının eşit olmasına dikkat edip ve buna göre finansal kararları verirler. Hisse senetleriyle nakit arasındaki ayırım ekonomik analizde alışılmış hale gelmiştir. Şirketlerin nakit akımlarını eşitlikler yardımıyla bulabiliriz.

Şirketlerin başlangıçtaki veya birinci yıl sonundaki yani birinci dönem nakit akım eşitliği aşağıdaki gibidir.<sup>12</sup>

Başlangıçtaki nakit akım eşitliği;

<sup>11</sup>Haley, Charles W.; Lawrence D. Schall; a.g.e., S. 3.

<sup>12</sup>Haley, Charles W.; Lawrence D. Schall; a.g. e. , S. 156-157.



$$X_0 + F_0 = D_0 + I_0 \quad (1.1.)$$

(Girdi) (Çıktı)

Aynı dönemde şirketin toplam kar paylarını ifade eden eşitlik ise;

$$D_0 = X_0 - I_0 + F_0 \text{ olur.} \quad (1.2.)$$

Verilen nakit akım eşitlikleriyle birinci dönemde mevcut hissedarlara ödeme miktarını bulabiliriz. Piyasada  $F_0$ ' da  $F_0$ 'ın artışını sağlayan şirketler birinci dönemde biraz ödeme yapmayı kabul edeceklerdir. Bu ödeme miktarı  $Y^F$  olup, genelde kesin değildir.  $I_1 = 0$  dır. Çünkü birinci dönemde ödeme yapmıştır. Birinci dönemde nakit akım eşitliği;

$$X_1 = D_1 + Y^F \text{ dir.} \quad (1.3.)$$

Eşitlikte  $D_1$  dışarı alındığında yeni eşitlik;

$$D_1 = X_1 - Y^F \text{ olur.} \quad (1.4.)$$

Yani birinci dönemde ödenecek kar payı miktarı şirketçe sağlanan nakit toplamından ödemelerin düşülmesi suretiyle bulunur.

Mevcut hissedarlara şirket tarafından sağlanan toplam gelir;

$$W_s = S^0 + D_0 \text{ ile bulunur.} \quad (1.5.)$$

$W_s$  : Hissedarların toplam geliri,

$S^0$  : Eski hissedarların toplam değeri,

$$S^0 = \frac{X_1 - \lambda \text{ cov}(X_1, M)}{1+i} - F_0 \quad (1.6.)$$

Bunu yukarıdaki formüle yerleştirdiğimizde;

$$W_s = X_0 - I_0 + \frac{X_1 - \lambda \text{ cov}(X_1, M)}{1+i} - F_0 \text{ olur.} \quad (1.7.)$$

Bu eşitlik, finans politikasıyla etkilenen  $X_0$ ,  $X_1$ ,  $I_0$  Finans politikasının bağımsız olduğu, şirket tarafından sağlanan geliri

göstermektedir. Gelir, şirketin ve yatırım politikasının temel nakit akımının tek bir fonksiyonudur.

Şirket, yatırımlarını finanse etmek veya diğer politikalar gereği öz sermayesini hisselerle ayırarak hisse senedi çıkarabilir. Eğer şirket cari dönemde yatırımları finanse etmede yeni hisse senedi çıkarırsa, yeni hissedarlar gelecek gelirin gerçek bir hissesini ele geçirebilirler. Çıkarılan yeni hisselerin yeterli olduğu ve toplam hisselerin %10'unu oluşturduğunu kabul ettiğimizde, şirketin birinci dönemde toplam ödemeleri  $X_1$  dir. Yeni hisselerle %10, eski hisselerle %90 ödeme yapması gerekir.

Çıkarılan yeni hisselerin değerini;

$$S^N = \frac{0.10X_1 \cdot \lambda_{cov}(0.10X_1, M)}{1+i} \text{ formülüyle bulabiliriz. (1.8.)}$$

Eski hisselerin değerini ise;

$$S^O = \frac{0.90X_1 \cdot \lambda_{cov}(0.90X_1, M)}{1+i} \text{ ile bulabiliriz. (1.9.)}$$

Bunun yanında eski hisselerin getirisi,

$$W_s = S^O + D_0 \text{ veya (1.10.)}$$

$$D_0 = X_0 - I_0 + S^N \text{ dir. (1.11.)}$$

$$\text{Böylece } W_s = X_0 - I_0 + S^N + S^O \text{ diyebiliriz. (1.12.)}$$

Fakat  $(S^N + S^O)$  yeni hisselerin çıkarılmasından sonraki şirket ödemeleridir.

### 1.1.2 Şirket Hedefleri

Yönetimin birinci amacı hissedarların gelirini maksimize etmektir. Bu sadece hisse senedinin fiyatının maksimize edilmesiyle sağlanmaz. Bir şirketin hisse senetlerine sahip olunmakla iki fayda beklenir. Birincisi, kısa vadede fiyat

farkından yararlanmaktadır. Diğeri ise kar payı almaktır. Yani hem hisse senedi fiyatı yükseltilecek hem de dağıtılacak kar payı arttırılacaktır.<sup>13</sup> Dolayısıyla şirket yönetimi, hissedarların gelirini uzun dönemde maksimize edecek programlarla bu konuyu zorunlu hale getirmelidir.<sup>14</sup> Ayrıca, şirketler hissedarların (özellikle kurucu ortakların) ve tüketicilerin sosyal refahını yükseltmeyi bir sorumluluk haline getirmeleri de amaçlar arasında yer almasını gerektirmektedir. Başarılı şirketler toplumsal projelerde ve işçilerin kar programlarına yardım ederler.

#### **1.1.2.1 Hisse Senedinin Fiyat Maksimizasyonu Ve Sosyal Refah**

Finansal yönetimin ve şirket amaçlarının en önemli yönlerinden biri sosyal sorumlulukla ilgilidir.

Şirketler, hisse senedinin değerini maksimum yaptıkları zaman bu toplum için hem iyi hem de kötü olur. Genelde iyi olur. Faydalananlar açısından iyi, diğerleri için kötüdür. Çünkü ilgili şirkete yatırım yapanların gelirini artırmak asıl amaç olduğunda diğer kesim için zararlı olur. Yani hisse senedi değerini maksimum yaparken o ülkenin hatta faydalanan insanların hepsinin üzerinde yapacağı etki önemlidir. Ancak monopol durumundaki piyasalarda ve mallarda böyle yasal faaliyetler sosyal refahı olumsuz etkiler. Bu durumdaki hisse senedi değeri maksimize edilirken hükümet tarafından bazı kısıtlamalarla engellemek mümkündür. Bu kısıtlamalara ülkemizde ve tüm dünyada rastlanılmaktadır.

Şirketler değerini maksimum yaparken faaliyet giderlerini ve

---

<sup>13</sup> Hissedarların gelirinde anlatılan toplam gelirdir. Fiyat farkı, kar payı geliri ve şirketin sağladığı sosyal yardımlar ve benzeri nitelikteki faydalardır.

<sup>14</sup> Brigham, Eugene F.; Lois C. Gapenski; Theory And Practice Financial Management, Fifth Edition, Tokyo-1996. S.12

maliyetlerini düşük tutarak yüksek kaliteli üretim yapmalıdırlar. Hisse senedi fiyatlarındaki artışın faaliyet şekli toplum karlılığıyla doğrudan ilişkilidir.

Serbest ekonomilerde vatandaşların veya hissedarların refahı, sosyalist ve diğer ekonomik sistem şekillerinden daha çok başarılı olmuştur. Finansal yönetim, başarılı şirketlerin faaliyetlerinde kritik bir rol oynar. Başarılı şirketler üretken ekonomi, sosyal refah ve sağlık için bir zorunluluk duymaktadırlar. Bu açıdan finans sosyal noktadan öneme değer bir konudur.<sup>15</sup>

Başarılı şirketler, yenilik ve verim açısından en önde yer almaktadırlar. Değerin maksimizasyonu yeni ürünler, teknoloji ve büyük istihdama yol göstermekle sağlanır. Bununla beraber, son yıllarda dış etkilerin önemi de artmıştır.(Kirlilik, Ürün güvenilirliği, İş güvenilirliği gibi) İşletme yönetimi bu sosyal hareketleri ve politikaların etkilerini hesaplamalıdır. Böylece dış ekonomik gelişmelere bağlı olarak şirketin karar vermesi önem kazanır. Finansal piyasalardaki değişmeler ve işletme faaliyetlerindeki dalgalanmalarda bile dış çevrenin etkileri vardır.

Şirketler, faaliyetleriyle gelirlerin maksimizasyonunu başarmada işçilerin, tüketicilerin, bahisçilerin ve faiz grupların beklediklerine karşılık vermelidirler.

Çoğu insanlar, hisse senedi fiyatlarını ve karlarındaki artışı ve ürün fiyatlarındaki artışı kendi çabalarıyla araştırırlar. Tam rekabet ekonomilerde fiyatlar, rakipler ve tüketici koruma kurumlarıyla sınırlandırılmıştır. Eğer şirketin ürün fiyat seviyesi artarsa, buna karşılık pazar payı düşecektir.<sup>16</sup>

<sup>15</sup> Brigham, Eugene F.; Lois C. Gapenski, a. g. e., S. 12.

<sup>16</sup> General Motor şirketinin bu sebepten dolayı Almanya ve Japonya' daki satışları düşmüştür. Aynı eser S. 13.

Finansal yönetim çalışmasıyla hissedarlar ile yöneticiler ve hissedarlar ile bono sahipleri ( genelde kreditorler ) arasında iş ilişkileri vardır. Michael Jensen ve William Meckling, karar verme prensiplerini bir kişi veya çok kişi üzerinde iş ilişkilerini bulmuşlardır.<sup>17</sup>

## 1.2 ŞİRKET DEĞERİ VE BELİRLEYEN FİNANSAL KARARLAR

Genel olarak bir teşebbüsün amacının belirlenmesi genel yönetim biliminin ele alması gereken konulardan biridir. Burada felsefi amaçlara girilmeden finansal amaçlar ve ilgili diğer amaçlar çerçevesinde bir karar modelinin oluşturulması amaç olacaktır. Bir işletmede her bölümün ayrı ayrı amaçları vardır. Yöneticiler, bu çoklu amaçlar topluluğunda amaçlar ile kısıtlayıcı etkenleri karşılaştırarak en önemli amaçları belirleyip, bu doğrultuda hareket edilmesini sağlarlar.<sup>18</sup>

İşletmenin asıl amacı kar sağlamaktır. Kar denildiğinde farklı kavramlardan bahsetmek mümkündür. Mesela; bilanço karı, faaliyet karı, dönem karı, hisse başına düşen kar. Bu kavramlar birbirine yakın olmasına rağmen farklılıklar mevcuttur. Finansal açıdan bakıldığında, işletmenin amacı karı en çoklamak değildir. Ayrıca karlılığın da en çoklanması değildir. İşletmenin piyasa değerinin en çoklanması son yıllarda tüm finansal literatürde yer

---

<sup>17</sup> Jensen, Michael C.; William H. Meckling; " The Theory Of Firm ; Managerial Behavior, Agency Costs And Ownership Structure ", Journal of Financial Economics, October-1976, S. 305-360.

<sup>18</sup>Ülkemizde aile tipi şirketlerde amaçların belirlenmesinde çok zorluklar çekilmektedir. Alt kademe yöneticilerin görüşleri alınmadan veya önemsiz sayılarak şirket sahibi veya sahipleri iyi tespit edemedikleri problemleri ve amaçları kendileri belirlemeleri halinde yönetimin profesyonelliğini ortadan kaldırmaktadır.

almaya başlamıştır.<sup>19</sup> İşletmenin piyasa değerinin maksimum yapılmasıyla hisse senetlerin piyasa değerini maksimum yapmak aynı şeydir. Çünkü işletmenin değeri hisse senetlerin piyasa değerleriyle hisse sayısının çarpılmasıyla bulunur. Görüldüğü gibi, şirketin karını maksimum yaparken bir dönemi değil, şirketin ömrü süresince karı en çok olacak şekilde olmalıdır. Bu nedenle karlılık oranlarıyla bir şirketi analiz etmenin bazı sakıncaları vardır. Bir şirket yüksek oranda ve tutarda karlı olabilir, ancak diğer benzer şirketlerin karlılık oranları ve tutarlarıyla da karşılaştırılması gerekecektir.<sup>20</sup>

İşletmeler anonim şirket olduğundan hissedarların sahip oldukları hisse senetleri değerinin maksimum olması ile işletmenin piyasa değeri maksimum yapılmış olur. İşletmenin piyasa değerini etkileyen faktörlerden biri, işletmenin karlılığı, diğeri ise karlılığa ulaşırken katlanılan riskin derecesidir. Optimal sermaye yapısının belirlenmesinde risk ve borçlanma oranı arasında da ters bir ilişki vardır.<sup>21</sup>

Finans yöneticisinin alacağı kararlar, risk ile karlılık arasındaki bağlantının birbirine ters bir şekilde etkilendiğini göstermektedir. Genellikle riski çok olan yatırımların karının da yüksek olduğu, riski az olan yatırımların karının da düşük olduğu kabul edilmektedir.<sup>22</sup>

Bir şirketin toplam değeri aşağıdaki fonksiyon ile

<sup>19</sup>1960'lı yıllardan sonraki tüm yerli ve yabancı kitaplarda bu şekilde yer almaya başlamıştır.

<sup>20</sup>Gönenli, Atilla; İşletmelerde Finansal Yönetim, 7. Baskı, İstanbul 1991, S. 9-15.

<sup>21</sup>Leland, Hayne E.; "Corporate Debt Value, Bond Covenants, and Optimal Capital Structure", The Journal of Finance, Vol. XLIX, No. 4, September - 1994, S.1214-1215. Bu konu daha sonraki bölümlerde detaylı bir şekilde açıklanacaktır.

<sup>22</sup>Konumuz Anonim şirketler olduğundan genellikle çoğu yerlerde geçen şirketler veya işletme kavramlarından anonim şirket kastedilmektedir.

gösterilebilir.

- V : Şirketin Değeri,
- I : Yatırım Kararları,
- F : Finansal Kararlar,
- D : Kar Payı Dağıtım Kararları.

Maksimum şirket değeri  $MaxV=f(I,F,D)$  şeklinde gösterilebilir.<sup>23</sup> Bu kararlardan yatırım kararı ve finansman kararı birbirinden farklı bir riski beraberinde getirmekte ve toplam riske göre kar payı dağıtım kararı büyük ölçüde belirlenmektedir. Kar payı dağıtım kararı şirketin büyüme hızını, piyasa değerini, ortakların varlıklarını etkileyen bir kriter niteliği taşır. Ayrıca kar payı dağıtım kararına finansman yönüyle bakıldığında bir oto finansman kaynağı olabilmekte ve yapılacak yatırımlara kaynak sağlanmaktadır. Yani kar payı dağıtım kararı, finansman veya yatırım kavramları içerisine girmektedir. Eğer şirket fon ihtiyacını sermaye piyasasında karşılıyorsa, kar payı dağıtım kararı finansman kararı içerisine girmektedir.

### **1.2.1 Para Değerindeki Değişmelerin Şirket Değeri Üzerine Etkisi**

Çok önemli fiyat hareketlerinden biri döviz kurudur. Bir diğer deyişle ülkelerin cari para fiyatıdır. Döviz kurundaki değişmeler uluslararası çalışan şirketlerin başarısını yeterince etkilemektedir. Döviz kurundaki hareketler, ülke fiyatları ve dış mallardaki değişmelerle cari ve gelecekte beklenen nakit girişi uluslararası faaliyetlerden etkilenmektedir.

Genelde döviz kurundaki değişmeyi veren etki, şirketin kısa

---

<sup>23</sup>Akgüç, Öztin; Finansal Yönetim, İ.Ü.Yayımları, İstanbul 1994, S. 3.

ve uzun dönem ekonomik durumlarına göre bulunur.<sup>24</sup> Faiz ve makro ekonomik değişmelerde olduğu gibi, şirket mallarında da ülke içerisindeki fiyatlarında oluşan değişme döviz kurundaki değişmelere neden olur. Döviz kurundaki değişme uluslararası faaliyetlerde bulunmayan şirketleri bile doğrudan etkilemektedir. Bu değişmeler regresyon yöntemiyle az da olsa dövizdeki aynı değişmeyi göstermektedir.

Bir şirketin değerini döviz kurlarındaki değişimlerin etkilediği genellikle kabul edilen amaçlar arasında yer almaktadır. Standart ekonomik analizde, dolar olarak nakit girişin büyük veya küçüklüğün beklenen cari nakit girişine dönüştürülmesi Birleşik Devletlerde, çoğu şirketlerin değerini ve karlılığını ifade eder. Pratik düzeyde, finansal analistler ve yöneticiler bu hareket noktasında uluslararası faaliyetlerindeki döviz değişiminde şirket başarısı için her ikisi sorumludur.

Bu konudaki son çalışmalar, Jorion(1990), Amihud(1993) ve Bodnar ve Gentry(1993), hisse senedi fiyatlarıyla şirket değerini ölçmede, aynı zamandaki değişme ve döviz değerindeki değişme arasındaki ilişkiyi ABD şirketleri bu ihtimale karşı karşıya kalacağını bulmuşlardır. Bunlara göre, dövizdeki değişimlerin anında ve tamamen sermaye piyasalarını tersine etkilediği hipotezine dayanır.<sup>25</sup> Bu çalışmalar, dövizin dalgalanması ve hisse senedi fiyatlarıyla aynı anda olması arasındaki ilişki, yeterli bir korelasyonla kanıtlamadaki başarılar sınırlı olmuştur. Bununla beraber ikisi arasındaki ilişki iki şekilde açıklanabilir. Birincisi

---

<sup>24</sup> Levi, M.; International Finance, Second Edition, McGraw Hill, New York-1990, S. 243.

<sup>25</sup> Bartov, Ely; Gordon M. Bodnar; " Firm Valuation, Earnings Expectations, and The Exchange- Rate Exposure Effect ", The Journal of Finance, Vol. XLIV, No. 5, December-1994, S. 1755-1757.



daha önce yapılan çalışmalarla açıklanabilir. İkincisi ise, yatırımcıların sistematik hatalarından dolayı başarının sınırlı kalmasından kaynaklanabilir.

1988-1992 döneminde gelişmiş ve gelişen borsaların getirilerinin karşılaştırmalı olarak incelenmesi, uluslararası yatırımcıların gelişen borsaları tercih ettikleri görülmektedir. Aşağıda verilen tabloda Latin Amerika ve Asya'daki gelişen borsaların bu dönemde dolar bazında yıllık ortalama getirileri EAFE endeksinin aynı döneme ait aylık ortalama getirisinden çok yüksek olduğu görülmektedir.<sup>26</sup>

**Tablo. 1.3. Gelişmiş ve Gelişen Borsaların Beş Yıllık Ortalama Getirileri (1988-1992)**

	(ABD DOLARI) %
MSCİ DÜNYA	4.1
EAFE	-0.2
ABD(S&P500)	12.1
JAPONYA(TOPIX)	-5.9
İNGİLTERE(FT ALL-SHARE)	4.8
ALMANYA	6.7
IFC BİLEŞİK	10.7
IFC ASYA	8.7
IFC LATİN AMERİKA	38.2
ARJANTİN	47.5
BREZİLYA	17.2
ŞİLİ	35.9
KOLOMBİYA	32.1
MEKSİKA	59.1
VENEZÜELLA	22.6

<sup>26</sup> En çok Referans gösterilen MSCI endeksi, EAFE(Europe, Australia and The Far East)'dir. Bir çok hisse senedi portföyü, pasif olarak EAFE ile aynı getiriyi sağlamak amacıyla hazırlanmaktadır.

KORE	7.2
FİLİPİNLER	12.1
TAYVAN, ÇİN	5.8
HİNDİSTAN	17.5
ENDONEZYA	2.9
MALEZYA	15.6
PAKİSTAN	17.5
TAYLAND	26.1
YUNANİSTAN	-1.8
ÜRDÜN	0.6
NİJERYA	0.8
PORTEKİZ	-12.6
TÜRKİYE	-14.9
ZİMBABWE	-14.4

Kaynak: Targan Ünal; gelişen Borsalarda Kurumsal Yatırımcılar: Türkiye Örneği Sorunlar ve Çözüm Önerileri, Araştırma Yayınları No.7. İstanbul-1995.

Gelişen borsaların gelişmiş borsalar karşısında gösterdikleri başarı, gelişmiş ülkelerdeki bireysel yatırımcıların da ilgisini çekmiş, gelişen borsalara direk girmeleri mümkün olmayan yatırımcılar, "Gelişen Borsa fonları" ile borsalara girmeye başlamışlardır. Gelişmekte olan ülkelere yatırımın geleneksel lider durumundaki İngiliz ve Japon yatırımcıların yerini 1990'lı yıllarda ABD'li yatırımcılar almıştır.

Tabloda çıkan asıl sonuç ülke paralarının dolar karşısındaki başarı düzeyleridir. ABD, bu dönemde 12.1 getiri sağlarken Türkiye -14.9 getiri düzeyi ile en fazla negatif getiri ülke olmuştur.

### 1.2.2. Borçlanmanın Şirket Değeri Üzerine Etkisi

Şirketin borçlanma değeri ve sermaye yapısı değişimleri birbirine bağlıdır. Borçlanma değeri sermaye yapısının bilinmesi ile bulunmaz. Ayrıca sermaye yapısı ortalama borçlanma değerinin

bilinmesiyle de optimize olmaz.

Borçlanma şirketin toplam değerini iki şekilde etkiler. Birincisi, borçlanma bazen şirket değerini iflas maliyetleriyle azaltır. İkincisi, borçlanma ile oluşan faiz ödemelerindeki vergi muafiyeti nedeniyle şirket değeri artar.<sup>27</sup>

Şirketin toplam değeri  $v(V)$ , üç terimle ifade edilir.

Şirket varlıklarının değeri + Hisse senetleri kupon ödemelerinde vergi muafiyet değeri - Borçlanmanın getirdiği iflas maliyet değeri;

$$v(V) = V + TB(V) - BC \quad (1.13.)$$

TB(V): Vergi indirimiyle ortaya çıkan kar ( Tax Benefit )

BC(V): Borçlanma ile gelen iflas maliyeti (Bankruptcy costs)

Şirketin toplam değeri, hisse senetleri çıkarmak suretiyle yapılan borçlanma ve borçlanmanın getirdiği risk ile iflasla gelebilen risk arasında ilişki kurularak sağlanmıştır.

Şirketin borçlanma kapasitesi varlıkların değeriyle orantılı bir şekildedir. Bir şirket riskindeki ( $\sigma^2$ ) artış ve iflas maliyetindeki artışla birlikte kapasite düşer. Borçlanma kapasitesi, kurumlar vergisi oranı ( $\tau$ ) ve serbest riskteki ( $r$ ) artış oranında artar. İflas maliyeti veya kurumlar vergisi oranı söz konusu olduğunda, toplam şirket değeri şirket riskinin artmasıyla artar. Serbest risk oranında riskin artışında bile şirket değeri artar.

Şirketler, küçük işletme riskinde veya yüksek riskte hisse senetlerine ait kuponlar için büyük tutarda ödeme yapmaları uygun olur. Bununla birlikte şirketler, orta seviyeli riskte küçük kupon sahiplerine ödeme yapmaya söz vermelidirler. Ayrıca riskli şirketlerin optimal kaldıraç oranı, az riskli şirketlerin kaldıraç

---

<sup>27</sup> Leland, Hayne A., a.g. m., S. 1221

oranından sürekli daha düşük olmaktadır.<sup>28</sup>

Bir şirkette verilen finansal kararlar belirlenirken önce finansal problemlerin neler olduğu ve kaynaklarının araştırılması gerekir. Bu problemlerin çözümünde aşağıdaki sorulara cevap aranmalıdır;<sup>29</sup>

1- Şirket varlıklarını veren portföy için en uygun finansal karar nedir?

2- Yatırımların değerini belirlerken (yeni hisse senetleri için) aşağıdaki faktörler nasıl yer alacaktır?

a- Yapılan yatırımlardan sağlanan ek nakit girişinin en uygun şekilde dağılımı,

b- Finansman araçları, ( varlıkları)

c- Yatırımlar nedeniyle nakit girişindeki artış ve yatırımlar dışındaki varlıklarla nakit girişi arasındaki stoklastik ilişki.

Burada 2(a) şıkkı sadece şirket problemleriyle ilgilidir. Bir projenin nakit girişi ve şirketin diğer varlıklarından sağlanan nakit girişi arasındaki stoklastik ilişkinin göz önünde tutulması zorunlu değildir.

Eğer optimal kararlar, yatırım ve finansman problemlerin her ikisinin aynı anda çözümünü gerektiriyorsa, şirket için yatırım kararlarının sorumluluğunu dağıtmak yönetim açısından uygun olmaz. Bir başka deyişle, tüm yatırım ve finansman kararları en üst düzeyde alınmalıdır.

### 1.2.2.1. Şirket Değeri Ve Kaldıraç Faktörü

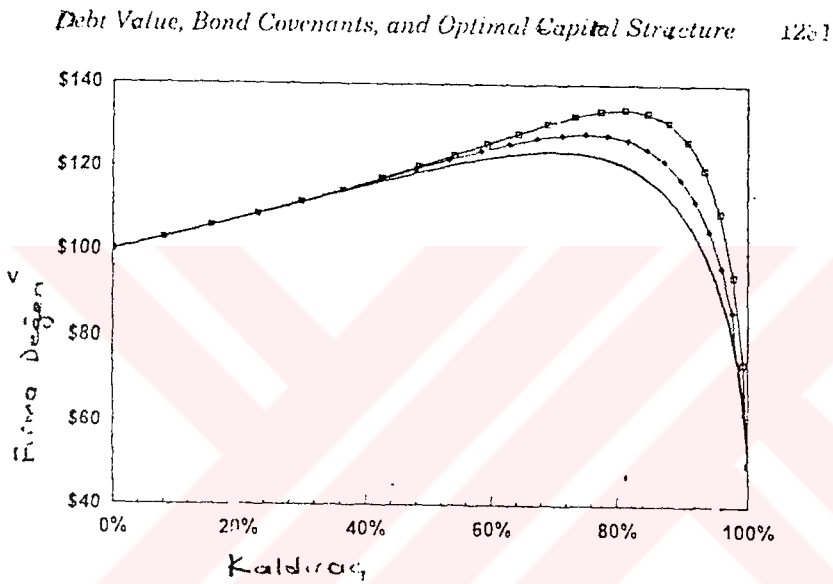
Borçlanmanın sınırlı ve serbest olması durumlarında kaldıraç faktörünün toplam şirket değerini etkilediği ve bununla beraber

<sup>28</sup> Ayrı eser, S. 1222.

<sup>29</sup> Haley, Charles W., a.g.e. , S. 366-367.

kaldıraç fonksiyonunun hangi noktada şirket değerini maksimum yaptığının bilinmesi gerekir. Borçlanma sınırsız olduğunda kaldıraç faktörüyle kaldırıcın % 100'e ulaştığı noktanın tespit edilmesi gerekir. Aşağıdaki tabloda toplam şirket değerini maksimum yapan nokta, kaldıraç fonksiyonu ile gösterilmiştir.

**Grafik. 1.1. Toplam Şirket Değerini Maksimum Eden Kaldıraç Fonksiyonu.**



Kaynak: Leland, Hayne E., a.g.e., S.1231.

$\sigma$  : % 15 (açık kareli eğri), % 20 (kapalı kareli eğri), % 25 (düz eğri) dir. Risksiz bir ortamda ve faiz oranı  $r = \% 6$ , iflas maliyeti % 50 ( $\alpha = 0.50$ ) ve kurumlar vergisi oranı % 35 ( $\lambda = 0.35$ ) olarak ele alınmıştır.

Kaldıraçsız durumdan optimal kaldırıca giden her noktada potansiyel kazançlar büyük miktardadır. Parametre seviyeleri nedeniyle optimize edilmiş finansal yapı kaldıraçsız durumda şirket değeri %25- %40 arasında artar. Bu sonuçlar, Brennan ve Schwartz (1978) tarafından, iflas maliyeti sıfır olduğunda optimal kaldırıcın %100'den az olduğu yapılan incelemelerle

doğrulanmıştır.

Kaldıracın % 75 - % 95 arasında olması, aşırı derecede iflas maliyeti olmayan ve varlıkların riski düşük seviyede olan şirketler için optimaldir. Yüksek risk ve yüksek iflas maliyeti durumundaki bütün şirketlerin kaldıracı %50-% 60 civarındadır.<sup>30</sup> Vergi oranı %15 kabul edildiğinde, optimal kaldıraç oranları yaklaşık %5-%25 arasında bir düşme gösterir. Faiz oranlarındaki artışla birlikte iflas maliyetinde de artış olur. Buna karşılık iflas maliyetindeki artış kadar optimal kupon (c) düşer. İflas etme ihtimali azaldığında hisse senetlerin verim farkı da azalır.

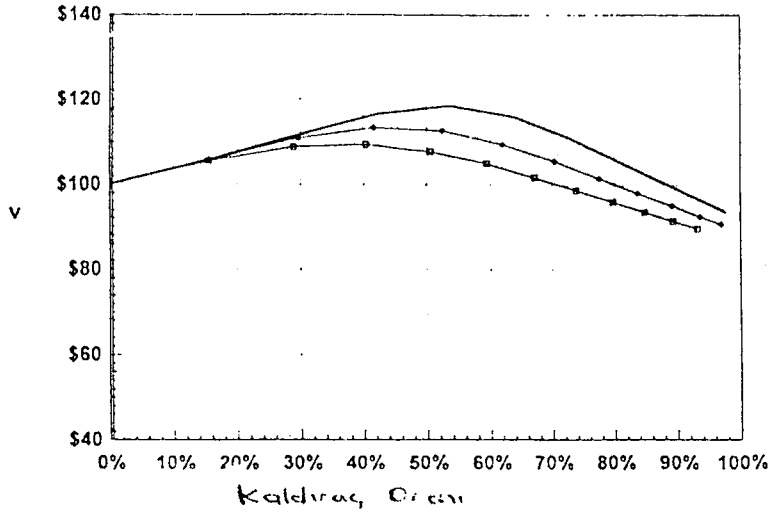
Borçlanmanın sınırlı olması halinde, şirketin maksimum değeri sınırsız borçlanma durumundan düşük olur. Aynı zamanda optimal kaldıraç sınırlı borçlanmada daha düşüktür. İflas maliyeti artı ( $\alpha > 0$ ) olduğunda optimal kaldıraçta faiz ödemeleri de düşüktür. Sınırsız borçlanmanın maksimum karlılığı, sınırlı borçlanma artışının üzerinde olduğunda;

- Kurum vergileri artar.
- Faiz oranı yükselir.
- İflas maliyeti düşer.

---

<sup>30</sup> Kurumlar Vergisi oranı % 35 varsayılmıştır.

**Grafik.1.2. Borçlanmanın Sınırlı Olması Halinde Şirket Değerinin Maksimum Olduğu Nokta.**



Kaynak: Leland, Hayne E., a.g.e., S.1233.

Sayısal sonuçlarla açıkça görüldüğü gibi, optimal kaldıraç seviyesi iflas maliyeti sıfır olduğunda, sınırlı ve sınırsız borçlanma için aynı olmaktadır. Kaldıraçın değişen seviyeleri, hisse senetlerin yıllık değişimin üç durumu için  $\sigma = \%15$  (düz eğri),  $\%20$  (kapalı eğri),  $\%25$  (açık kareli eğri), risksiz faiz oranı  $r = \%6$ , iflas maliyeti  $\%50$  ( $\alpha=0.5$ ) ve kurumlar vergisi oranı  $\%35$  ( $\lambda=0.35$ ) kabul edilmiştir.

Optimal kaldıraç oranı ( $D/v$ ), iflas maliyeti düşük olduğu zaman, kurumlar vergisi oranının artışı kadar düşer. Optimal borçlanma ( $D$ ) ise, kurumlar vergisi oranının artışı ile birlikte artar.

Genelde şirketin optimal kaldıraç geçici olur. Vergi oranının etkisi azaldığında optimal kaldıraç ve yıllık hisse senedi değişimi düşer. Mesela; Kurumlar vergisi oranı  $\%35$  iken optimal kaldıraç oranı  $\%75$  ve yıllık hisse senedi verim değişimi  $75$ 'dir. Kurumlar vergisi oranı  $\%15$ 'e düştüğünde optimal kaldıraç oranı  $\%59$ 'a ve hisse senedi verim değişimi  $\%35$ 'e düşer.

### 1.2.3. Yatırım Kararı

Yatırım, maddi veya manevi<sup>31</sup> çıkar, kar, kazanç sağlamak için önceden yapılan harcama olarak ifade edilebilir.

İşletmelerin stratejik politikalarına (büyüme, pazarı genişletme, sermaye artırımını, varlıklara yatırım, karlı diğer yatırımlar) bağlı olarak yatırım kararı alınır. Bu karar, şirket için ne ölçüde karlı olduğu ve nasıl bir borçlanma yoluna gidileceği açısından önem taşır.

Sermaye piyasasında işlem gören ve çeşitli özelliklere sahip yatırım araçlarını elde tutabilme imkanı karşısında, yatırımla ilgilenenlerin verilmesi zor kararlar beklemektedir. Yatırımcının değişik zamanlardaki farklı ihtiyaçları ve gelecekteki olayların belirsizliği, karar vermeyi zorlaştıran etkenlerdendir.

Amacın kar olduğu her yatırımda, üstlenilmesi gereken riskler olduğu ve bu risklerin portföy oluşturularak bir ölçüde azaltılabileceği, yatırım dünyasında iyi bilinen bir gerçektir.

Dolayısıyla yatırım kararını; yatırım tutarı, sermayenin sağlayacağı faydanın ekonomik ömrü ve yıllar itibariyle ne ölçüde farklılık göstereceği gibi konular belirleyecektir. Şirket tarafından alınan yatırım kararının riski çok önemlidir. Konumuz anonim şirketler olduğundan, yatırımı yapan kişilerin farklı, yatırımdan faydalanacak şirket ortakların farklı kişiler olması nedeniyle bazı konularda açıklık kazandırılması gerekir.

Yatırım politikasının asıl problemi, şirketin mevcut vergi kanunlarında şirket gelir vergisinin ödenmesinde değer belirlemenin çok karmakarışık olmasıdır. Genelde bu, iki nedenden kaynaklanır. Biri amortisman politikası, diğeri ise, şirketin borç

---

<sup>31</sup> Toplum içinde prestij kazanma veya kendini herhangi bir şirketin ortağı hissetme şeklinde yapılan yatırımlar gibi.



ödemeleri durumunda ortaya çıkan vergi indirimidir. Bununla beraber yatırım fırsatları genelde ilk başta belirlenen maliyet oranından farklı çıkmaktadır. Yatırım kararı çoğunlukla finansman kararına bağlıdır.<sup>32</sup>

Görüldüğü gibi, finans politikası kararları birbirini etkileyen karışık bir hal almaktadır. Buna bir optimal çözüm bulabilmek için bazı varsayımlar kabul edilerek standart bir çözüm noktasının bulunması gerekir. Bu noktada standart çözüm, finansman kaynağın optimal karışım problemi ve yatırım kararları finansman politikasına bağlı olduğunda belirlenen kriter için tek bir çözümün bulunmasıdır. Yatırımın bütçesi, tutulan kazançlar ve yapılan borçlardan oluşur. Yatırım kararı belirlenirken şirketin asıl amaçları göz önünde bulundurulması gerekir. Daha öncede belirtildiği gibi şirketin amacı, şirket değerini uzun sürede en yüksek düzeye yükseltmektir. Şirketin çok riskli olmadığı, finansal yapının tehlikeli olmadığı sürece karlı bir yatırımda bulunmaması kaçınılmaz olacaktır. Günümüzde, özellikle sermaye piyasasının gelişmiş olması, şirketlerin prestij, özerklik, sosyal sorumluluk, şirkette çalışanların refah düzeyini yükseltmek, hisse sahiplerinin servetlerini göz önüne alarak şirket değerini uzun sürede en yükseğe çıkaracak şekilde hareket edilmelidir.

Burada yatırım kararı ile yatırımın ekonomik ömrü yani yatırımın getirisi arasında bir çelişkiden söz etmek mümkündür. Şirketin ana amacı, uzun dönemde şirket değerini ve hissedarların servetlerini en yükseğe çıkarmak olduğudur. Ancak bir kısım hissedarlar, her yılın sonunda veya hisse senedi aldığı yılın sonunda bir gelir bekleyebilir. Bu nedenle finansal kararlar alındığında, şirket politikaları, amaçları, genel durumu göz önünde

---

<sup>32</sup> Haley, Schall, a.g.e., S. 175.

bulundurulması yararlı olacaktır. Yapılan veya yapılması beklenen yatırımın gelecekteki değerinin bilinmesi, şirket yöneticileri ve yatırımcıları bir tercih yapmaya zorlayacaktır. Burada ölçü bugünkü değer kavramı olmaktadır. Bugünkü değer, yatırım kararlarının temel prensibini oluşturmaktadır. Bir yatırım, fırsat maliyetin en aza indirilmesi halinde kabul edilebilir. Fırsat maliyeti, fonların bir yatırıma sevk edilmesindeki eşit riskle kazandırılmalıdır. Yatırım kararının temel prensibi; bir yatırım risk-zamanlamada piyasa faiz oranının en aza indirilmesiyle sağlanan kazançların kabul edilebilir prensibine dayanmaktadır.<sup>33</sup> Hisse senedinin fiyatı gelecekteki nakit girişinin net bugünkü değerinden çıkarılır. Risk seviyesine göre belirlenen faiz oranının uygulanmasıyla net bugünkü değer bulunur.<sup>34</sup> Yatırım yapılan kıymetin fiyatının (dolayısıyla getirisinin) piyasadaki faiz oranlarından olumsuz olarak etkilenmesi durumunu ifade eder.<sup>35</sup> Burada esas nokta, gelecekteki karların hissedarların cari değerine eklenmesidir. Yani gelecekteki kazançlar için yapılan yatırımların bütün hissedarların değerini arttırmalıdır. Örneğin; Gelecek değer, bugünkü değer ve kesin yatırım kararı arasındaki ilişkiyi basit bir şekilde gösterebiliriz.

Bir yıl sonra 1.210.000. TL ye satılabilecek bir varlığın bugünkü yatırım fırsat değeri 1.000.000. TL'dir. Uygulanacak faiz oranı %10'dur. Bugünkü değer, gelecekteki değer ve bunların verim oranı kullanılarak yatırım kararını analiz edelim.

Yatırımın gelecekteki değeri; 1.000.000.TL %10 faiz ile yıl

---

<sup>33</sup> Weston, J. Fred;, Thomas E. Copeland; a.g. e., S. 47-48.

<sup>34</sup> Burton, Alan; " Shareholder Value Budgetin ", Management Accounting, June- 1996, S. 26-27.

sonundaki değeri,  $1.000.000(1+0.10) = 1.100.000$ .TL olur.

Ancak bu miktarın bir varlığa yatırılması halindeki değeri, 1.210.000.TL olabilecektir. Bu değer piyasaya yapılan yatırımdan yüksek olmuştur.

Bugünkü değer  $P_0$ ,  $PV_{r,n}$  veya PV ile gösterilebilir.

Örneğimizde, iki yatırımın bugünkü değeri;

Piyasaya yatırım  $P_0 = 1.100.000/1.10 = 1.000.000$ .TL (%10 verim)

Varlığa yatırım  $P_0 = 1.210.000/ 1.10 = 1.100.000$ .TL (%21 verim)

Sonuçta, varlığa yatırım %21 verimle daha avantajlıdır.

Hisse senetlerinde, sermaye kazancı elde edildiğinde yeniden yatırıma riski söz konusu olur. Sabit getirili yatırım araçlarında vadenin yatırımcının elde tutma süresinden az olduğu durumlarda, katlanılan risk hem kupon, hem de anapara ödemesi için söz konusu olur.

#### 1.2.4.Finansman Kararı

Bu karar sermaye yapısı kararı olarak da ifade edilebilir. Kazancın tutulması ve yeni hisse senedi çıkarılması arasında tercih yapılır. Bir başka deyişle, borç ile kazancın tutulması karşılaştırılacaktır.

Yatırım kararları şirket bilançosunun aktif tarafını ilgilendirirken, finansman kararları bilançonun pasif tarafıyla ilgili olup, gerekli fonların sağlanacağı kaynağın ve kaynağın süresini tespit etmeye yönelik kararlardır.

---

<sup>35</sup> Sermaye Piyasası Ve Borsa Temel Bilgiler Kılavuzu, Eğitim Yayınları, No.1. İstanbul Menkul Kıymetler Borsası Yayınları, İstanbul-1997. S. 447.

Finansal kararlar üç ana başlık altında toplanabilir;

- Toplam değerleri sağlamada kullanılan fonun vadesinin belirlenmesidir. Yani kısa ve uzun vadeli fonların miktarı tespit edilecektir.
- Şirket fon ihtiyacının sağlanacağı kaynağın tespitini yapmasına yönelik kararlardır. Borçlanmanın ne oranda olacağı ve finansal kaldıraç derecesinin ne olacağıdır.
- Kar payı dağıtım politikasının belirlenmesidir.

Bunlar arasındaki ilişki aşağıdaki eşitliklerde gösterilmiştir.

Başlangıçtaki nakit eşitliği;

$$X_0 + B_0 = D_0 + I_0 + \lambda X_0 \text{ ve} \quad (1.14)$$

$$D_0 = X_0^\lambda + B_0 - I_0 \quad (1.15)$$

$B_0$  : Yeni borçlanma değeri (Tahvil veya Bono çıkarılması).

Daha önceden bono çıkarılmadığı varsayılmıştır. 2. eşitlik yardımıyla dağıtılabilecek kar payı miktarı bulunabilir.<sup>36</sup>

Başlangıç noktasında eski tahvil olmadığından daha sonraki dönemlerde kullanılacaktır. Aynı şekilde yukarıdaki eşitlik birinci dönem için şöyle olacaktır.

$$X_1 = D_1 + Y^B + \lambda (X_1 - I_0 - Y^B) \quad (1.16)$$

$$D_1 = X_1 + \lambda I_0 - (1 - \lambda) Y^B \text{ olur.} \quad (1.17)$$

$Y^B$  : Tahvil sahiplerine kesinleşmemiş ödemeleri gösterir. Çünkü bu süre içerisinde vergi kanunlarındaki değişikliklerle ortaya çıkabilecek vergi indirimleri ödeme miktarını değiştirecektir. Finansman kararı verilirken kar payı ödemeleriyle birlikte tahvil ödemelerinin de hesaplamalarda kullanılması gerekir. Tahvillerin değerini veren eşitlik;

<sup>36</sup> Haley, Schall; a.g.e., S. 174-175.

$$B_0 = \frac{Y^B - \lambda \text{cov}(Y^B, r_M)}{1+i} \text{ dir.} \quad (1.18)$$

Şirketin toplam nakit ödemeleri, kar payı ve tahvil ödemelerinin toplamından oluşur. Buna göre şirketin toplam nakit ödemelerini veren eşitlik ise;

$$W_s = X_0 - I_0 \frac{X_1 - \lambda \text{cov}(X_1, r_M)}{1+i} + \frac{I_0}{1+i} + B_0 \text{ 'dir.} \quad (1.19)$$

Bu eşitlikte risk faktörü dikkate alınmadığından, tahvil çıkarma riskinde olabilecek artış eşitliğin dengesini bozacaktır. Bu nedenle gelecek sermaye piyasalarında riskin bulunmasıyla en doğru eşitlikleri bulabiliriz.

İşletmeler, borçlanma politikasını izleyerek karlılıklarını arttırabilirler. Borçlanma, sınırsız olmamakla birlikte her zaman işletmeyi karlı yapacak şekilde de değildir. Ancak günümüzde borçlanmanın karlı olduğu söylenebilir. İşletmenin finansal kaldıracı yükseldikçe finansal riski de yükselecek ve bu hisse senetlerinin piyasa değerini etkileyecektir. Bundan dolayı işletmeler, borçlanma ve yeni hisse senedi çıkarma oranında verilecek bir finansman kararının uygun olması gerekir.<sup>37</sup>

Bir başka deyişle, bir firmanın başarısı, önce varlığını devam ettirmelidir. Bundan sonra üretimini sürdürebilmesi, dönen ve duran varlıklara yatırım yapabilmesi çoğunlukla izlediği finansman politikasına, aldığı finansal kararlara bağlı olmaktadır.<sup>38</sup>

Bir finansman kararın risk, zaman ve nakit gibi etmenleri vardır. Verilebilecek en iyi karar, bu ve bunlara benzer etmenler

<sup>37</sup>Gönenli; a.g.e., S. 333.

<sup>38</sup>Akgüç, a.g.e., S. 15.

arasında bir denge kurulmasıyla olur. Tüm işletmeler imkanların çok üstünde bir büyüme isteyebilirler. Ancak, bu aşırı büyüme büyük tutarda borçlanmayı gerektirir ve bu da işletmenin altında kalkamayacağı bir duruma düşürebilir. Borçlanma, dış kaynaklardan olabileceği gibi iç kaynaklardan da olabilir. Şirketin finansal yapısını bozmayan bir kar payı dağıtımı yapılabilir. Burada yapılması gereken aynı şeyi şirketin büyümesini sağlamak ve büyümeyi yapacak finansman kararların büyüme sürecine göre olması ve şirket değeri ile hisse senedinin piyasa değerini en yükseğe çıkararak finansman kararının verilmesidir.

İşletmelerde tutulan kar payları, diğer yapılan yatırımlar kadar bir kazanç sağlayabilir. İşletmeler yatırım amacıyla hisse senetlerini geri satın alabilirler. Böyle olması durumunda, kar payı dağıtım politikasını bir yatırım kararı içinde görmek mümkündür.<sup>39</sup>

#### **1.2.5. Kar Payı Dağıtım Kararı**

Kar payı dağıtım politikasının, bazı hallerde bir yatırım kararı bazı hallerde de bir finansman kararı içerisine alınabilir.<sup>40</sup> Şirketin sermaye piyasasından kaynak sağlama imkanı olmadığı durumlarda ve buna karşılık işletme durumuna göre yatırım yapması gerektiğinde, oto finansman yoluna gidilebilir. Bu da karların tamamen veya kısmen dağıtılmayıp en azından bazı yatırımlar için bir kaynak sağlanmış olur ki, büyük ölçüde yatırım kararı içerisine girer.<sup>41</sup> Ancak işletmenin sermaye piyasasında kaynak sağlaması halinde kar payı dağıtım politikası tamamen bir finansman

---

<sup>39</sup>Van Horne, James C.; *Fundamentals of Financial Management, Fifth Edition*, Prentice-Hall, Int.Ed., London 1980, S.447.

<sup>40</sup> Berk, Niyazi; *Finansal Yönetim, II. Baskı*, Türkmen Kitabevi, Mayıs-1995, İstanbul, S. 365-366.

<sup>41</sup> Akgüç; a.g.e., S.755.

kararıdır.

Kar payı dağıtım kararlarının hisse senetlerinin değerini ne şekilde etkileyeceği konusunda birbirine zıt iki görüş vardır.

En çok kabul edilen görüş John Lintner ve Myron Gordon'un savundukları görüş olmuştur. Buna göre kar payı dağıtım kararı hisse senetlerin piyasa değerini etkiler. Bir diğer görüş ise Merton Miller ve Franco Modigliani'nin savunduğu görüştür. Bunlara göre kar payı dağıtım kararı hisse senedinin fiyatını etkilemez.<sup>42</sup>

Yatırımcıların kısa vadede nakit kar payları tercih ettikleri ve daha yüksek kar payı istedikleri görülmektedir. Bunun nedeni olarak, geleceğin belirsiz olması, bugünkü gerçek değer zamanla korunamamasından kaynaklanmaktadır.

Kar payı dağıtım kararı verilirken, şirketin nakit girişine ve yatırımlar ile diğer ödemeler için nakit çıkışına bakılması gerekir. Ayrıca dağıtılabilecek toplam kar payının eski ve yeni hissedarlara hangi oranda ve tutarda dağıtılacağı bilinmesi gerekecektir. Şirketler eski ve yeni hissedar ayırımı yaparak gelecekteki değer korunması yoluna gidebilir. Bunu aşağıdaki formüllerle izah edebiliriz.

Başlangıçta  $X_0$ 'ı şirketin vergi öncesi gelirinden ve birinci yıl sonundaki  $X_1$ ' den önce varsayılmıştır.

Başlangıçtaki nakit akım eşitliği;<sup>43</sup>

$$X_0 + S^N = D_0 + I_0 + \lambda X_0 \quad (1.20)$$

(Girdi)                      (Çıktı)

$\lambda X_0$  :  $X_0$ 'daki vergiyi göstermektedir.

$X^\lambda = (1 - \lambda)X$  ile yeni bir değişken varsayılacaktır. Bu eşitliği yukarıdaki formülde yerine koyduğumuzda;

<sup>42</sup> Görüşler ve dayandığı varsayımlar daha sonraki bölümde geniş bir şekilde izah edilecektir.

<sup>43</sup> Haley, a.g. e., S. 173.

$$X_0^\lambda + S^N = D_0 + I_0 \quad \text{veya} \quad (1.21)$$

$$D_0 = X_0^\lambda + S^N - I_0 \quad \text{eşitlikleriyle bulunur.} \quad (1.22)$$

Birinci dönem için nakit akım eşitliğini aynı şekilde oluşturduğumuzda;

$$X_1 = D_1 + D^N + \lambda (X_1 - I_0) \quad \text{veya} \quad (1.23)$$

$$D_1 = X_1^\lambda + \lambda I_0 - D^N \quad \text{olur.} \quad (1.24)$$

$D_1$  de mevcut hissedarlara kar payı ödemesi yapılabilir.  $D^N$  de ise yeni çıkarılan hisselerle ödeme yapılabilir.

Kar payı dağıtım kararını, işletmede elde edilen net karın ortaklar ve işletmede tutma oranındaki dağılımı verir. Bu konuda takip edilen politikalar; işletme hisse senedi değerini ve dolayısıyla şirket değerini, ortakların refah düzeyini, yatırımın riski ve belirsizliğini ve işletmenin büyüme hızını etkileyen bir kriter olmaktadır. Ayrıca kar payı dağıtım sırasında tümünü ödemek için işletme kasasında yeterince nakdin bulunması mümkün değildir. Ancak bunu nakit olarak ödemesi gerekiyorsa dış kaynaktan borçlanma yoluyla veya kar payı için yeni hisse senedi veyahut kar payı tutarı kadar sermaye artışına gitmesi gibi yöntemler kullanılarak kar payı dağıtımını yapılabilir.

#### 1.2.6. Yatırımcıların Finansal Kararları

Şirket varlıklarını ellerinde bulunduran tüm yatırımcılar bu varlıklardan sorumludurlar. Bu varlıkların alımından, elinde bekletilip kar payı alımından, bir başkasına satımından veya şirkete geri vermekten kendileri sorumlu olup her türlü tasarrufu yine kendilerine aittir. Ancak şirketlerce çıkarılan hisse senetlerine kar payı sağlama ve benzeri ödemelerde şirketin yönetimi büyük önem taşır. Büyüyen şirketler, hissedarların gelirini maksimize etme amacı, hesap özetlerini ve yönetim



raporlarını açık bir şekilde kapsamalıdır. Hissedarların gelirini maksimize eden nokta veya tutarın ne olması gerektiği büyük önem taşır. Bu konuya daha önce değinildiği gibi, gelir maksimize edilirken sadece şirket hissedarları değil, tüm ülkenin hatta şirket faaliyetlerinden faydalanan bütün yurtiçi ve yurtdışı tüketicilerin davranışları ve durumlarına bakılarak yapılır.

Normal vatandaşlar finansal kararlarını verirken iki unsura dikkat ederek verirler. Birincisi servetleri yani yatırımlardan bekledikleri gelirlerdir. İkincisi ise yatırım fırsatlarıdır. Bir vatandaşın geliri insan ve insan dışı iki unsurdan oluşur. İnsan unsuru emek gelirini teşkil eder. Emek geliri çoğu vatandaşın en önemli gelir kaynağı olup finansal kararları etkiler. İnsan dışı gelirler (servet) genelde para, menkul kıymetler ve fiziksel varlıklara dağıtılır.<sup>44</sup> Vatandaşların büyük eksikliklerinin başında yatırım ve tüketim kararlarının çok karmaşık olması gelir. Eksikliğin etkilerinden biri portföy senetleriyle ilgili geçmiş kararlara bağlıdır. Ayrıca bu etki daha çok kişisel durumlardan kaynaklanmaktadır. Bu nedenle vatandaşların problemleri karmakarışık olup ve analitiksel olarak tahlil etmek çok zordur.<sup>45</sup> Vatandaşın fırsatı zamanla yapılan tüketim, finansal varlıkların satışı veya alışı ve kendi becerisiyle ortaya koyduğu değerlerden oluşur. Konumuz açısından önemli olan vatandaşın finansal kararları vermedeki temel probleminin ne olduğudur. Biz temel problemi, vatandaşın gelir ve fırsatlarını tüketime nasıl tahsis ettiğini varsayarak değerleyeceğiz.

---

<sup>44</sup> Haley; a.g.e., S. 2-3.

<sup>45</sup>Haley; a.g.e., S.365

Vatandaşın finansal kararları aşağıdaki konuları kapsar ve vatandaşlar bunları başarmalıdır;<sup>46</sup>

- 1- Her dönemdeki tüketim miktarı, (Tüketim)
- 2- Her dönemde sağladığı menkul kıymetlerin tipi ve miktarı, (Yatırım)
- 3- Her dönemde yapabileceği taleplerin tipi ve miktarı, (Finans)

Vatandaşlar bu kararları verirken gelişen teorilere ve değişimleri yakından takip etmelidirler.

Yatırımcılar yatırım kararı verirken, ihtiyaç duydukları bilgileri ve bunların elde edilebileceği kaynakların belirlenmesini iyi bilmelidirler.

Yatırımcılar, yatırımlarıyla ilgili kararlar verirken hangi bilgilere ihtiyaç duydukları konusu, SRI International tarafından Amerika'da kişisel ve profesyonel yatırımcılar üzerinde bir araştırma yapılmıştır.<sup>47</sup>

Kişisel ve profesyonel yatırımcıların ihtiyaç duydukları bilgileri tablo üzerinde ve önem sırasına göre aşağıdaki şekilde gösterilmiştir.

**Tablo 1.4. Kişisel Yatırımcıların İhtiyaç Duydukları Bilgiler**

Sıra	Bilgi Türü	Önemlilik Derecesi
1	Şirketin Nam Yapması	%78.8
2	Şirketin İçinde Bulunduğu Endüstride Bekledikleri	%78.6
3	Şirket İle İlgili Beklentiler	%78.4
4	Şirket Hisse Senedinin Başarısı	%70.2
5	Şirketteki Son Gelişmeler	%69.9
6	Şirketin Finansal Tabloları	%67.6
7	Şirkette Beklenmeyen Riskler	%66.9
8	Geçmiş Finansal Bilgiler	%57.7
9	Şirketin Üretim İle İlgili Bilgileri	%54.5

<sup>46</sup> Haley; a.g.e., S. 3.

<sup>47</sup> SRI International, Investor Information Needs and The Annual Report, S. 30

10	Ekonomik Durum Hakkındaki Bilgileri	%52.0
11	Komisyoncunun Şirket Hakkında Yaptığı Araştırma	%42.5
12	Profesyonel Kişilerin Tavsiyeleri	%42.4
13	İşbölümü İle İlgili Bilgiler	%39.5

Kaynak: SRI international, Investor Information Needs and Annual Report, S.30

Kişisel yatırımcıların önce şirket, sonra şirketin içinde bulunduğu şartlar üzerinde durdukları görülmektedir. Buna karşılık profesyonel yatırımcıların önem verdikleri bilgiler ise daha ayrıntılı ve fazla olmaktadır.

**Tablo 1.5. Profesyonel Yatırımcıların İhtiyaç Duydukları Bilgiler**

Sıra	Bilgi Türü	Önemlilik Derecesi
1	Son Gelişmeler ve Şirketin Endüstrideki Bekledikleri	%82.4
2	Şirketin Yıllık Karı	%82.4
3	Şirketin Piyasadaki Pozisyonu	%80.4
4	Şirketin İçine Düştüğü Riskler	%79.8
5	Şirketi Etkileyen Son Olaylar	%79.8
6	Şirketin Yıllık Bilanço Bilgileri	%79.5
7	Şirketin Yıllık Nakit Akımları	%74.0
8	Şirketin Amaçları ve Stratejileri	%70.2
9	Şirketin Temel İş Birimleri İle İlgili Bilgileri	%67.0
10	Şirketin Başarıları Hakkındaki Tahminleri	%62.5
11	Şirketin Hisse Senedi Başarısı	%61.2
12	Şirketin Üretimi Hakkındaki Bilgileri	%60.6
13	Şirketin Finansal Bilgileri	%58.7
14	Şirketin Üç Aylık Karları	%58.7
15	Şirketin Üç Aylık Durumu ve Bilançoları	%57.4
16	Ekonomi Genelinde beklenen durumlar	%49.4
17	Şirketin Üç Aylık Nakit Akımları	%46.2
18	Diğer Profesyonel Analistlerin Şirket Hak. Analiz ve görüşleri	%35.2

Kaynak: SRI International, Investor Information Needs and Annual Report, S.31

Bu tabloda ortaya çıkan sonuç ise, profesyonel yatırımcıların genellikle şirketin başarısına ve bunu etkileyen faktörlere daha fazla önem verdikleri görülmektedir.

Her iki gruptaki yatırımcıların ekonomi genelindeki şartlara,

olaylara ve beklenelelere önem vermezken, şirket ve şirketin içinde bulunduğu endüstri hakkındaki bilgilere daha fazla önem verdikleri görülmektedir.<sup>48</sup>

Kapitalist toplumlarda çoğu insanlar, büyük şirket yöneticilerinin sosyal refahı ile doğrudan ilgilendiklerine inanırlar. Ancak sosyal refahla ilgilenen sadece şirket yöneticileri ve iştirakçiler değildir. Diğer sosyal kurumlar ve devlet de sosyal refahın düzeltilmesine katkıda bulunmaktadır. Buna karşın sosyalist toplumlarda çoğu insan, şirket yöneticilerin devletin sosyal politikasına ayırdığına inanır. Bu toplumdaki insanlar sosyal refahı kendi girişimleriyle elde edebilirler. Genelde bu finans alanının dışında tutulmaktadır.

Ayrıca kişisel ve kurumsal yatırımcıların elde ettikleri bilgi kaynakları da farklı olmaktadır. Örneğin Amerika'daki kişisel yatırımcıların en önemli bilgi kaynağı yıllık raporlardır. Bunun dışında, gazeteler, dergiler, danışmanlar, arkadaş tavsiyeleri ve diğer yayın organlarından bilgi alınmaktadır.

Türkiye sermaye piyasasında kurumsal yatırımcılar; küçük tasarrufların fon açığı veren ekonomik ajanların kullanabilecekleri şekilde büyük tutarlar halinde birleştirilmesini ve finansal araçlar aracılığıyla ekonomik yatırımlar arasında daha etkin bir şekilde dağıtılmasını sağlayan finansal kurumlar, borsanın daha sığ, spekülâtif ve bireysel bir tabana oturmasına neden olmaktadır.<sup>49</sup>

---

<sup>48</sup> SRI International Survey tarafından 1986 yılında yayınlanmıştır. Ancak bu verilerin ne kadar yatırımcı kullanılarak yapıldığı hakkında bir bilgi bulunmamaktadır.

## İKİNCİ BÖLÜM

### KAR PAYI DAĞITIM POLİTİKASI VE HİSSE SENEDİ DEĞERİ İLİŞKİSİ KONUSUNDAKİ TEORİK GÖRÜŞLER VE GÖRÜŞLERİN İNCELENMESİ

#### 2.1. TEORİK MODELLER

##### 2.1.1. Franco Modigliani ve Merton H.Miller Modeli

Kar payı dağıtım politikasının değerlemede geçersizliğini, yani hisse senetlerinin değeri kar payı dağıtım politikasını etkilemediğini savunan ve kendileri tarafından ortaya koydukları varsayımlar ile izah etmeye çalıştıkları bu model Franco Modigliani ve Merton H. Miller tarafından ortaya çıkarılmıştır. Bu yazarlara göre, kar payı dağıtım politikası bir ayrıntıdan başka birşey değildir. Şirketin elde ettiği karın dağıtılması veya dağıtılmaması hisse sahipleri açısından fark etmez. Hisse sahiplerinin servetleri, sonuç itibariyle aynı olduğudur. Uzun dönemde karın dağıtılmamasına karşılık şirketteki sermaye payı yükselecektir. İşte bu sonuçları doğuran ve izah edilmeye çalışılan görüşün varsayımlarına bakıldığında daha da iyi anlaşılacaktır.

Miller-Modigliani (MM) görüşünde geçerli olan varsayımlar şöyle sıralanmaktadır.<sup>50</sup>

- Sermaye piyasasında tam rekabet koşulları geçerlidir. Ayrıca

---

<sup>50</sup> M.Miller Modigliani, "Dividend Policy, Growth and The Valuation of Shares ", Journal of Business, October- 1961, S. 411-433. Türko, Metin; Değerleme Açısından Kar Dağıtım Politikası, A.Ü.Yayı, Erzurum 1985, S.15

tüm yatırımcılar rasyonel hareket etmektedirler.

- Haberleşmenin mükemmel bir şekilde olduğu ve yatırımcılar bilgileri ücretsiz sağlamaktadırlar.

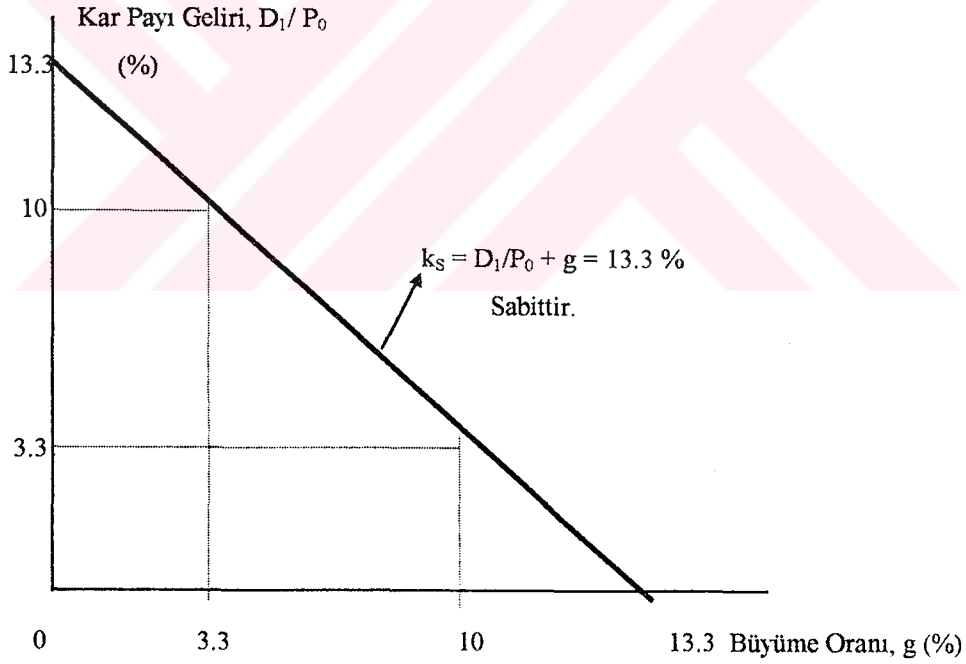
- Alım-satım işlemlerinde herhangi bir komisyon veya benzer ücretler alınmamaktadır.

- Şirketlerin yatırım politikaları değişmemektedir.

- Piyasaya belirsizlik hakim olmakta ve şirketlerin gelecekteki yatırımları ve karları tahmin edilebilmektedir.

MM'ye göre şirket değerini belirleyen şey, işletmenin kazanç gücü ve risk sınıfıdır. Dolayısıyla şirket değeri yalnızca yatırım politikasına bağlıdır.<sup>51</sup>

**Grafik 2.1. Kar Payı Dağıtımın Yatırımcılar Açısından Tarafsız Olduğunu İspatlayan MM modeli**



Kaynak: Weston J. Fred; Equene F. Brigham, Essential of Management Finance, Ninth Edition, 1990, S. 736.

<sup>51</sup> Weston J. Fred; Equene F. Brigham, Essential of Management Finance, Ninth Edition, 1990, S. 736.

Yukarıdaki varsayımlara bakıldığında, hisse senetlerinin fiyatları, verimleri birbirine eşit kılacak bir şekilde oluşur.

Tabloda gösterilen  $D_1$  kar payı dağıtımı (birinci dönemde),  $g$  büyüme hızı,  $k_s$  hisse senedi verimini ifade etmektedir.

$k_s = D_1 / P_0 + g = 13.3$  noktasında sabit olup, sermaye kazancının büyümesi ve kar payı geliri arasında farksızdır. Yani yatırımcılar ikisinden birine veya her ikisine yatırım yaptıklarında toplam verim aynıdır. Bir başka deyişle kar payın şirkette tutulması ile dağıtılması arasında fark yoktur. Mesela; %3.3 oranında kar payı dağıtıldığında ve %10 oranında da şirkette bırakılan kar payı değer kazanarak toplam verim %13.3 olur veya bunun tam tersi olacaktır.

#### 2.1.1.1. Modelin Geçersizliği

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

Hisse senetlerinin piyasa değerini tespit ederek bu varsayımlar ışığında nasıl bir sonuca ulaşacağını örneklerle açıklayalım.

Bir hisse senedinin piyasa değeri genellikle ifade edildiği gibi, hisse senetlerinin piyasa değeri, bir sonraki dönem için dağıtılması beklenen kar payı ile dönem sonundaki elde edilecek piyasa değerinin

o işletme için beklenen iskonto oranı ile iskontolanması şeklinde bulunur.<sup>52</sup>

$D_1$  : Birinci dönemde hisse başına dağıtılacak kar payı,

$P_1$  : Birinci yılda hisse senedinin piyasa değeri,

$P_0$  : Hisse senedinin cari piyasa değeri,

$i$  : İskonto oranını

göstermek üzere;

$$P_0 = \frac{1}{1+i} (D_1 + P_1) \quad (2.1)$$

formülü ile hisse senedinin değeri tespit edilmektedir.

Başlangıçta, yani dönem başlamadan evvel hisse senedi sayısına  $n$  ve birinci dönemde işletme  $m$  kadar yeni hisse senedini  $P_0$  fiyatında satması halinde hisse sahiplerinin servetini şu şekilde hesaplayabiliriz.<sup>53</sup>

$$nP_0 = \frac{1}{1+i} [nD_1 + (n+m)P_1 - mP_1] \quad (2.2)$$

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

$$mP_1 = I - (X - nD_1) \text{ olacaktır.}$$

Burada bulduğumuz  $MP_1$  değeri yukarıdaki formülde yerine konulduğunda;

---

<sup>52</sup>Aynı Eser, S.738.

<sup>53</sup> Aynı Eser, S.739.



$$nP_0 = \frac{1}{1+i} [(n+m)P_1 - I + X] \quad (2.3)$$

sonucu elde edilir.

Son formüle baktığımızda hisse senedi değeri ile kar payı dağıtımını arasındaki ilişkiden söz edilemez.<sup>54</sup> Eşitlikteki diğer faktörler  $I, X, (n+m)P_1$  ve  $I, D_1$  bağımsız olmaktadır. Bunlar hisse senedi değerini etkileyen bağımsız değişkenlerdir.

MM görüşünde asıl yaklaşım belirtildiği gibi, yeni yatırım kararlarının finansmanını sağlamada dağıtılmayan karlarla yetinmeyip, dış finansman kaynaklarına başvurabileceklerdir. Dış finansman kaynakları olması halinde, yatırım ve kar payı ödemeleri oranındaki ilişkiyi geçersiz kılmaktadır. Hisse senedinin marjinal değerinde olabilecek bir azalışa karşılık, kar payı dağıtımındaki artışla sağlanacaktır.

MM'e göre, kar payı dağıtım politikasının, hisse senedi değerini etkilemediği varsayımları ışığında elde edilen hisse senedi değeri tespiti formülünde  $D_1$ 'in görülmediği ortaya çıkmıştır. Bunu bir örnekle açıklayalım.

A işletmesinin kapitalizasyon oranı (ortalama sermaye maliyeti) %20 olan risk sınıfına dahil edilmiştir. İşletmenin elinde her biri 3.000 TL'ye satılan 100.000 adet hisse senedi bulunmaktadır. İşletmenin cari dönemin sonunda hisse başına 300 TL kar payı dağıtacağını belirtmiştir. Bu modele göre;

- a- İşletmenin kar payı ödememesi durumunda hisse senedinin piyasa değerini,

---

<sup>54</sup>Van Horne, James C.: Financial Management and Policy'', Tenth Edition. Prentice Hall International Inc., London 1995, S.279.

b- Cari dönemde, işletmenin kar payı ödeyeceği, 3.000.000 TL net gelir sağladığı ve bunun yanında 4.000.000 TL'lik bir yatırım yaptığını kabul ederek yeni çıkarılacak hisse senedi adetini bulalım.

$$P_0 = 3.000 \text{ TL.}$$

$$x = 2.000.000 \text{ TL.}$$

$$I = 0.20 (4.000.000 \text{ TL.})$$

$$D_1 = 300 \text{ TL.}$$

$$n = 100.000 \text{ Adet}$$

a)

$$P_0 = \frac{1}{1+i} (D_1 + P_1) \quad (2.4)$$

$$3.000 = \frac{1}{1+i} (0 + P_1)$$

$$P_1 = 3.000(1+0.2) \Rightarrow P_1 = 3.600 \text{ (1.2)}$$

$$P_1 = 3.600 \text{ TL.}$$

b)

$$nP_0 = \frac{1}{1+i} [(n+m)P_1 - I + X] \quad (2.5)$$

önce  $P_1$ 'i bulmamız gerekir.

$$P_0 = \frac{1}{1+i} (D_1 + P_1), \quad 3.000 = \frac{1}{1+i} (150 + P_1)$$

$$P_1 = 3.450 \text{ TL}$$

Şimdi  $P_1$ 'i yerine koyarsak;

$$100.000(3.000) = \frac{1}{1+i} [(100.000+m)3.450 - 4.000.000 - 2.000.000]$$

$m = 4.928$  adet çıkarılması gerekir.

Görüldüğü gibi, kar payı dağıtım kararı, hisse senedi değerini ( $D_1$ ) ile doğru orantılı, ( $MP_1$ ) değeri ile ters orantılı olarak farklı iki yönde etkilemektedir.

Miller-Modigliani'de geçen varsayımlar içerisinde, kar payı dağıtım politikasının geçersizliğini ortaya koyan bir nokta da, dağıtılacak kar payının finansman ya da öz kaynaktan sağlanmasının sonucu değiştirmedir.

İşletmede dağıtılacak kar payının getirdiği açığı yeni hisse senedi çıkararak karşılamakta ve dağıtılan kar payının sağladığı hisse senedi değerinde yaptığı artışı, yeni çıkarılan hisse senetleri ile yine eski seviyeye düşüğünü izah etmektedir. Bu sonucu veren bir başka varsayım da, borçlanmanın maliyeti ile özkaynak maliyetinin aynı olduğudur.<sup>55</sup>

#### **2.1.1.2. Belirsizlik Varsayımı**

Miller-Modigliani görüşünün en çok eleştirilen ve uygulamada yerinin olmadığı bir diğer varsayım da, gelecekteki yatırımlar ve karlar açısından tam bir belirlilik olarak gösterilmesidir. Buna fazla itirazların olması nedeniyle belirlilik varsayımını kaldırarak kar dağıtımını ile hisse senedi değeri arasındaki ilişkiyi belirsizlik içerisinde incelemişlerdir. Fakat ulaşılan sonuç yine aynı olmuştur.

MM'ye göre, gelecek dönemlerin belirsizliklerle dolu olması, yukarıda belirlilik varsayımı altında bulunan denklemde, eşitliğin

---

<sup>55</sup>Miller-Modigliani; "Cost of Capital, Corporation Finance and The Theory of Investment", American Economic Review. XIVIII. July 1958. S.415-417.

değişkenlerini değiştirmeyecektir. Değişkenler rakamlarla ifade edilme yerine tesadüfi olarak ele alınacaktır.<sup>56</sup>

Toplam kazanç ve yatırım seviyeleri eşit iki işletmenin oluşturduğu bir piyasada ve ( $\approx$ ) işaretinin tesadüfi olduğunu gösteren değişkenlerle ilgili eşitlikler yazılabilir.

$$\begin{array}{l} \approx \\ X_{1t} = X_{2t} \quad t = 0 \dots \dots \dots \infty \end{array}$$

$$\begin{array}{l} \approx \\ I_{1t} = I_{2t} \quad t = 0 \dots \dots \dots \infty \end{array}$$

$$\begin{array}{l} \approx \\ n_1 t D_1 = n_2 t D_2 \quad t = 0 \dots \dots \dots \infty \end{array}$$

Bu eşitlikler, işletme 1'in cari dönem geliri, yatırımı ve dağılacak kar payının işletme 2'ye eşit olduğunu tesadüfi olsa da göstermektedir. İşletme 1'in hisse sahiplerinin beklenen gelirleri ( $R_e$ );

$$\begin{array}{l} \approx \\ R_{10} = D_{10} + V_{11} - M_{11} - P_{11} \text{ olacaktır.} \\ \text{cari dönemde beklenen gelir seviyelerini de,} \end{array}$$

$$\begin{array}{l} \approx \\ R_{10} = X_{10} - I_{10} + V_{11} \\ \text{eşitliği göstermektedir.} \end{array}$$

Bu durumda, belirsizliğin olması halinde işletmelerin değeri dağıtılan kar payından etkilenmemekte, sadece beklenen yatırım seviyesi ve kazanç gücüne bağımlı bir şekilde değişmektedir.<sup>57</sup>

Bu hususta savunulan bir nokta da kar payı dağıtım oranındaki bir değişimin işletmenin piyasa değerini değiştirdiği noktasıdır. Değişken kar payı dağıtım oranı, yöneticilerin, işletmenin kazanç gücünde yaptıkları bir değişim sonucu meydana

<sup>56</sup>Miller-Modigliani; a.g.m., S. 427-428.

<sup>57</sup> $X_{10} = X_{20}$ ,  $I_{20}$ ,  $V_{11} = V_{21}$  eşitlikler işletme 1 ve işletme 2'nin beklenen gelirlerine ( $R_{10}$ ) ve ( $R_{20}$ ) eşit olduğunu göstermektedir.

Bakır, Pınar; Finansal Yönetim, İstanbul 1985, S.260-261.

gelmektedir. Yani kar payı dağıtım oranının değişmesi, işletmenin piyasa değerinin değişmesi için bir neden değildir.

Kar payı dağıtım politikasının geçerli olmadığını ispatlamak amacıyla yapılan bir diğer varsayım da “tam rekabet” koşullarının geçerli olduğunu ileri sürmeleridir. Hiç bir mal veya sermaye piyasasında tam rekabetin söz konusu olmadığı göz önüne alındığında bu varsayımın elbette itirazları fazla olacak ve değişmeyi gerektirecektir. Miller-Modigliani daha sonra bu varsayımı kaldırıp bunun yerine “etkin rekabet” koşullarında kar payı dağıtımının hisse senedi piyasa değerine etkisini incelemişlerdir.

MM, tam rekabet varsayımına gelen itirazlara karşı eksik rekabetin geçerli olması durumunda, piyasada bazı rasyonel olmayan ve yanlış davranışlara rastlandığı cevabını vermişlerdir.

MM görüşünün geçerli olduğunu ispatlayan varsayımlardan biri de verginin olmaması ve yapılan alım-satım işlemlerinde herhangi bir komisyon ve benzeri giderin olmadığıdır.

İşletmelerin toplam kazançlarından hisse sahiplerinin aldığı kar payından hiçbir verginin alınmadığı varsayılmıştır. Oysa işletmelerin dönem karı üzerinden gelir veya kurumlar vergisi kesilmekte, bunun yanında yine dönem karı üzerinden stopaj ve bunun da üzerinden belli bir fon payı kesintisi yapılmaktadır. Ayrıca hisse sahiplerinden, dağıtılan kar payının eklenmesiyle toplam gelirlerden belli dilimlerdeki oranlarda gelir vergisi kesilmektedir.<sup>58</sup>

---

<sup>58</sup>Vergi kesintisi hususu Türkiye için geçerlidir. Daha sonraki bölümde geniş bir şekilde incelenecektir. Ancak, ABD ‘de kar payı üzerinden ödenen vergi, mükellefin ait olduğu vergi dilimindeki oran tarafından belirlenir. Değer artışı üzerinden ödenen vergi ise %25 olup sabittir.

Bu görüşte, vergi sisteminin göz ardı edilmesi, hisse senetlerinin alım ve satımında herhangi bir komisyon ve benzeri giderlerin alınmaması gibi hususların olduğu bir sermaye piyasasından söz etmek mümkün değildir. Başta “tam rekabet”in olduğu ve yapılan itirazlara karşı “eksik rekabet” koşullarının geçerli olduğu şeklinde değiştirmeleri, eksik rekabet koşullarında kişilerin rasyonel olmadıkları ifade edilmiştir. Yukarıda bahsedilen bir sermaye piyasasında kişilerin rasyonel olmadığını söyleyip de kar dağıtım oranının yüksek olması ve bunun piyasa değerini olumlu yönde etkileyeceği, verilen varsayımlar çerçevesinde ispatlamak gerçekleri göstermeyen bir görüş haline gelir.

Görüldüğü gibi, kar payı dağıtım politikasının hisse senedi değerine etkisinin olmadığını ve bunu ispatlamak amacıyla bir takım varsayımların oluşturulması önce daraltıcı unsur olmakta, daha sonra yapılan itizarlara karşın, bazı varsayımların değiştirilmesi ve kaldırılmasıyla kar payı dağıtımın değerlemede geçersizliğinin değişmediğini göstermeye çalışmaktadır.

MM görüşünün geçerli olamayacağını daha basit ve somut bir şekilde cevaplamak mümkündür.<sup>59</sup>

Mesela; kar ve değer artışının farklı vergilendirilmesi hisse sahiplerinin vergi dilimleri oranında vergilendirilmesi ve değer artışından alınan vergiden farklı olması hisse sahipleri tarafından bir tercih unsuru taşımaktadır. Ayrıca özkaynak ve yabancı kaynak maliyetinin eşit olduğunu ispatlamaya çalışan MM görüşü, sermaye maliyetinin değişmediğini iddia etmektedirler. Ancak

---

ABD için bkz. Çağlayan, Toper; ABD Vergi Sisteminde Gelir Unsurlarının Vergilendirilmesi, Vergilendirme Yöntemleri, Fatura ve Kayıt Düzeni, Maliye ve Gümrük Bakanlığı, Ankara 1985.

<sup>59</sup>Van Horne; a.g.e., 1995, S. 186-188.

yabancı kaynaklardan alınan faiz ve diğer giderlerin özkaynak maliyetinden çoğunlukla fazla olduğu görülmektedir. Bir başka kanıt da hisse senetlerinin alım-satımından alınan komisyon ücreti ve benzeri satış masrafları olmaktadır.

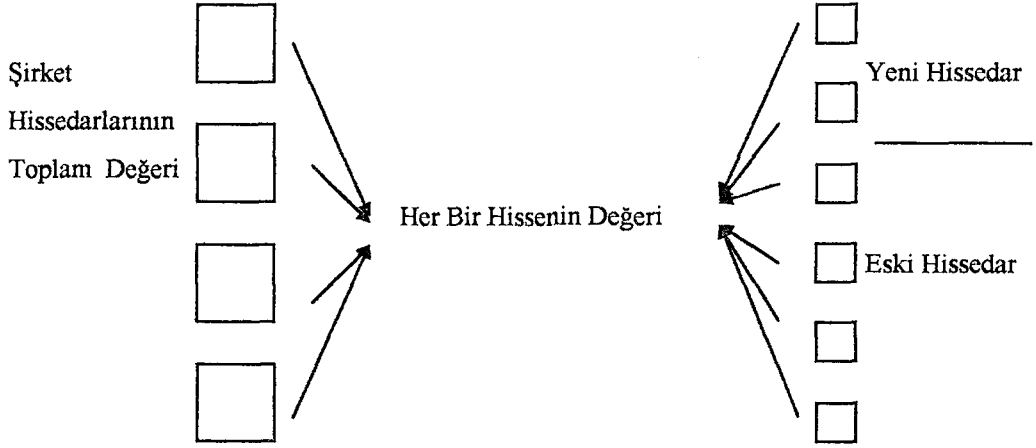
Bütün bunların dışında, MM görüşündeki kar payı dağıtımının değerlendirilmede geçersiz olduğunu ispatlayan çok sayıda delil ve veri bulunmakta ve hisse sahipleri kar payı alma veya almama arasında bir tercih yapabilmektedir. Ayrıca dağıtılacak kar payı oranının bir optimal seviyede olması gerektiği ortaya çıkmaktadır.<sup>60</sup>

Klasik MM görüşünde yatırımcı veya hissedar için önemli olan işletmenin kazancı olduğu, hisse başına karın bir şey ifade etmediği, dolayısıyla hisse başına karı yükseltmek yerine toplam kazancı maksimize edilmesi gerektiğini ifade etmişlerdir. Borçları karşılama yolu ilk başta kazancın işletmede tutulması yoluyla ödenebileceği ve artan bir para olduğunda kar payı olarak dağıtılabiliridir. Hissedarlar yalnız başına hisse senedinin piyasa değerini değiştiremezler. Piyasa değerinin değişmezliği eski hissedarlardan yeni hissedarlara transfer değerini olmaktadır.

---

<sup>60</sup> MM ve diğer modellerin eleştirisi ve incelemesi daha sonraki kısımda inceleneceğinden üzerinde fazla durulmadı.

## Grafik 2.2. Hissedarların Transfer Değerleri.<sup>61</sup>



Kaynak: Breakly, Richard A.; Steward C. Myers, Principles of Corporate Finance, Third Edition, 1988, S. 365.

Görüldüğü gibi, şirketin toplam değeri değişmemekte, hisse senedi satışıyla yeni hissedarlar, eski hissedarlardan eşit ve hisse senedi değerinin düşmesi kadar bir hisse senedine sahip olmaktadır.

Ayrıca aşağıda olduğu gibi, kar payı dağıtımını ile şirket değeri ilişkisi iki şekilde olmaktadır. Yatırımcıların nakit olarak kar payı dağıtımına ihtiyaçları yoktur. Onun için şirketlerin kar payı dağıtımını politikasında bir endişeleri de yoktur. Onlar yatırım ve finansman kararını vermesiyle kar payı değişimine müsaade ederler.<sup>62</sup>

<sup>61</sup>Breakly, Richard A.; Steward C. Myers; Principles of Corporate Finance, Third Edition, 1988, S. 363-364.

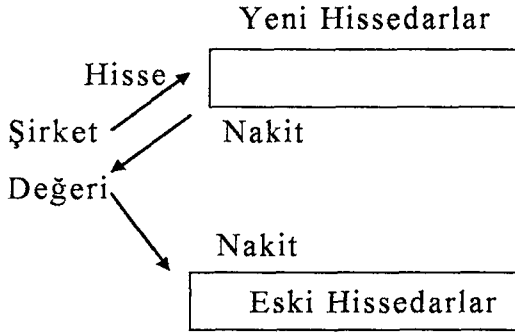
<sup>62</sup>Breakly;Myers; a.g.e., S. 364-365.



### Grafik 2.3 Hisse Senedi ve Kar Payın Dağıtımı

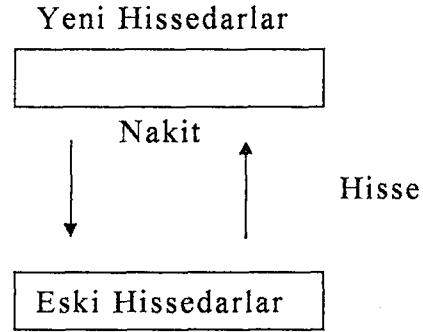
Hisse Senedi Dağıtılmasıyla

Kar Payı Finanse Edilmiştir.



Kar Payı ve Hisse Senedi

Dağıtımı Yoktur.



Burada ilk hissedarların nakit artışı iki şekilde artmaktadır. Birinci durumda nakdin alınması eski hissedarların değerindeki düşmeyle denkleştirilir. İkinci durumda ise, eski hissedarlar bir kısım hisselerini satmasıyla her hisse aynı değerde kalır, fakat eski hissedarların hissesi azalmış olur.

#### **2.1.2. Myron J. Gordon Modeli**

M. J. Gordon 1854-1857 yılları arasında ABD’de gıda ve makine imalatı ile uğraşan 48 şirket üzerinde yaptığı araştırmada kar payı ödeme oranı ile hisse senedi fiyatları arasında yüksek oranda ilişkinin olduğunu regresyon yöntemi ile bulmuştur.<sup>63</sup> Gordon’un bu çalışması ve buna dayanarak oluşturduğu model ortaya çıktığından beri çoğu araştırmacılar tarafından desteklenmiştir.<sup>64</sup>

Gordon Modelinde, hisse sahipleri kısa süreli olarak almak istedikleri kar payını uzun süreli kar payına tercih etmektedirler.

<sup>63</sup> Deangelo, Harry; Linda Deangelo; Douglas J. Skinner; Dividends And Loses, The Journal Of Finance, Vol. XLVII, No. 5, December 1992. S. 1837. Bayar, Doğan; Nurhan Aydın, a.g.e., S. 276-277.

Değerleme açısından “daldaki kuştansa eldeki kuş” deyimine yer veren Gordon bunu açıkça ortaya koymaktadır.<sup>65</sup> Hissedarlar, risklerden uzak kalmak için gelecekte ortaya çıkacak kar payları almak yerine mevcut veya yakın gelecekteki kar payları almayı tercih edeceği kabul edilmektedir. Mesela; kazançları aynı fakat ödedikleri kar payları farklı iki şirketin hisse senetlerinden, kar payı ödemesi daha fazla olan şirketin hisse senetlerinin fiyatı daha yüksek olacaktır. Hisse sahipleri yukarıda bahsedilen deyim prensibini dikkate alarak bugünkü değeri gelecekte oluşacak değerlere tercih edeceklerdir. Bu görüş, Gordon ve Bradford (1980), zamanla kar payı ve sermaye kazancı fiyatları arasındaki ilişkiyi detaylı olarak sağlamışlardır.<sup>66</sup> Gordon’un dışında J.E.Kirshman, Benjamin Graham ve David L. Dodd tarafından da izah edilmektedir.<sup>67</sup>

Graham ve Dodd bu görüşü daha da belirginleştirerek “piyasa değeri bir dolar olan hisse senetlerine dağıtılan kar payları, dağıtılmamış bir dolarlık karın yaklaşık dört misli civarında olma eğilimindedir.” demektedir.<sup>68</sup>

Graham ve Dodd tarafından önerilen modelin formülleştirilmesi halinde;

$$V = M(D + 1/3HBK) \pm \text{olacaktır.} \quad (2.6)$$

Buna göre hisse senedine ödenecek kar payı ise, hisse başına

<sup>65</sup>Weston, J.Fred, Eguene F. Brigham; Essential of Management Finance, Ninth Edition, 1990, S.735.

<sup>66</sup>Eades, Kenneth M.; Patrick J. Hess and E. Han Kim; Time Series Variation in Dividend Pricing, The Journal Of Finance, Vol. XLIX, No. 5, December-1994. S. 1617-1618.

<sup>67</sup>Lintner, John; Dividends, Earning, Leverage, Stocks Prices, and The Supply of Capital to Corporations, Review of Economics and Statistics, August 1962, S. 243-269.

<sup>68</sup> Graham, Benjamin; Davyd L. Dodd; Cottle, Sidney, Security Analysis, New York: McGraw Hill Inc., 4th Ed., 1962, S. 487.

kazancı üçte biri oranında etkilemektedir.

M : Belirlenecek çarpan,

D : Dağıtılacak kar payı,

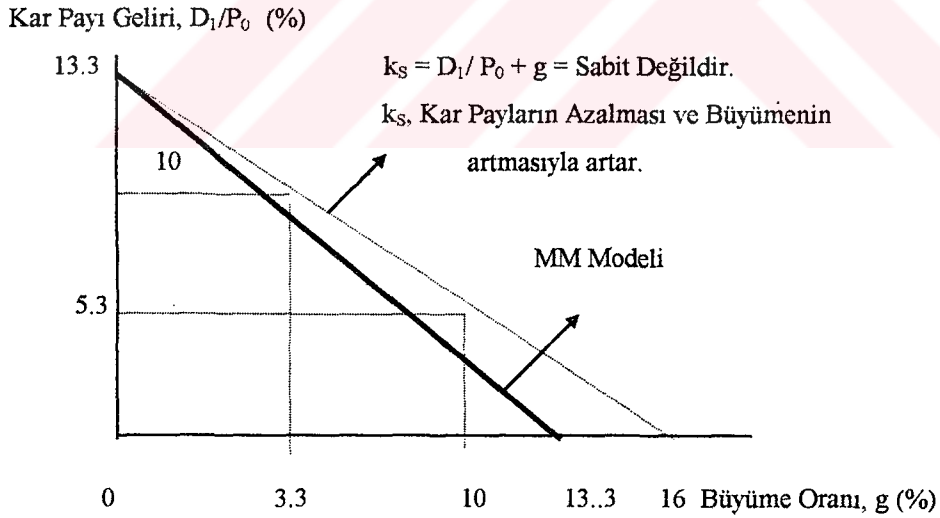
HBK : Hisse başına kar payı göstermektedir.

Bu formülde; A işletmesinin hisse başına dağıtacağı kar payı 1.000 TL, hisse başına kar payı 3.000 TL olduğunda, hisse senedinin değeri;

$1.000 + 1/3(3.000) = 2.000$  TL olur. Belirlenecek çarpan M ise, kar payı dağıtım oranına göre değişeceği söylenilmektedir.

Gordon modelini en fazla destekleyen ve çoğunlukla Gordon-Lintner Modeli olarak geçen Lintner olmuştur.<sup>69</sup> Gordon-Lintner, eldeki kar payın diğer sermaye kazancından daha az riskli olduğunu araştırmışlardır.

#### Grafik. 2.4. MM ve Gordon-Lintner Modeli



Kaynak: Weston J. Fred; Equene F. Brigham, Essential of Management Finance, Ninth Edition, 1990, S. 736.

$k_s = D_1/P_0 + g$  sabit değildir. Eğer şirket kar payın tamamını

<sup>69</sup> Lintner John; "Distribution of Incomes of Corporations Among Dividends, Retained Earnings and Taxes", American Economic Review, May-1956, S. 100-125.

öderse, verim oranı veya öz sermaye maliyeti %13.3 olabilecektir. Fakat şirketin toplam gelirinde ödenen kar payı kadar bir düşme olacak ve öz sermaye maliyetinde artma olacaktır. Örneğimizde, kar payı ödemesi sıfır olduğunda hisse senedi verimi  $k_s$  %16 olur. Buna karşılık şirket, kazançlarının tamamını kar payı olarak öderse, hisse senedi verimi veya öz sermaye maliyeti %13.3 olur.  $k_s$ 'nin artışı kadar kar payları düşer ve büyüme oranı artar.

Gordon ve oluşturduğu modelin değişik araştırmacılar tarafından da kabul edildiği ve bu konudaki çalışmaları ve görüşlerine kısaca değindikten sonra Gordon Modeli'ni inceleyebiliriz.

Gordon Modeli'nin dayandığı varsayımlar şunlardır.

- İç verim oranı  $r$  sabittir,
- Uygun iskonto oranı(ortalama sermaye maliyeti-kapitalizasyon)  $k$  sabittir,
- Vergi yoktur,
- Büyüme oranı  $br=g$  sabittir,
- Dış finansman yoktur.

Gordon bu varsayımlar ışığında bir hisse senedi değerini bulmak için aşağıdaki formülden yararlanmıştır. Bir hisse senedinin değeri ( $P_0$ ), gelecek yıllarda dağıtılması beklenen kar paylarının belirli bir oran ( $k$ ) ile iskontolanmasıyla bulunan bugünkü değerlerin toplamı ile bulunur.<sup>70</sup>

$$P_0 = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{dt}{(1+k)^t} \quad (2.7)$$

Bu formüle göre, şirket her yıl aynı tutarda kar payı dağıtacağı ve aynı sermaye maliyeti ile iskonto edeceği kabul

edilmiştir.

Ancak, kar payı dağıtım süresinin uzaması ile hisse senedinin riski de giderek artmakta ve buna karşılık yüksek kapitalizasyon oranının gerektiği ve hızla büyüyen şirketlerin her yıl daha yüksek kar payı dağıtması gerekir.

Formülde dağıtılmayan kar payı gösterilmemekte, fakat dolaylı etkisi olduğu bilinmekte ve bunu gösteren eşitlikler aşağıda olduğu gibi yazılabilir.

(E) dönem sonu dağıtılabilir kar,

(b) şirkette bırakılan kar payı oranı (dağıtılmayan kar payı oranı)

(r) iç verim oranı,

olarak ifade edildiğinde ve büyüyen şirketler için hisse senedi fiyatını veren formül şöyle olacaktır;

(E<sub>0</sub>), (t=0) döneminin net karını göstermesi halinde, (t=1) döneminin net karı;

$$E_1 = E_0 + r.bE_0 = E_0(1+r.b)^1 \text{ olur.} \quad (2.8)$$

Bu formül görüldüğü gibi bir basit faiz formülünden farklı değildir. Ancak bunun her yıl ki gelirinin büyümesiyle artar. Formül, t döneminde hisse başına kar payı verecek şekilde şöyle yazılabilir;

$$E_t = E_0(1 + r.b)^t \text{ olur.} \quad (2.9)$$

Herhangi bir dönemde kar payı dağıtım miktarı ise,

$D_t = E_t(1-b)$  olduğu ve burada yukarıdaki  $E_t$  karlılığı yazıldığında;

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

---

<sup>70</sup>Gordon, Myron J.; The Investment, Financing and Valuation of The corporation, Richard D. Irwin, Homewood, Ill., 1962, S. 1153-1160.

Dağıtılmayan kar oranını kapsayan hisse senedi piyasa değeri ( $P_0$ ) şöyle olur;

$$P_0 = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{(1-b)E_0(1+rb)^t}{(1+k)^t} \quad (2.10)$$

Burada sabit kabul edilen oranın 1'den küçük olduğu kabul edilir. Hisse senetlerinin fiyatları eksi çıkması mümkün olmadığından  $k > rb$  olması gerekir.

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

$br = g$  (büyüme hızı) eşitlikleri kullanılarak,

$$P_0 = \frac{D_0 (1+g)}{(k-g)} = \frac{D_1}{(k-g)} \quad (2.11)$$

ile ifade edilir.<sup>71</sup>

Bu formüle göre, hisse senedinin cari fiyatı, gelecek dönemde ödenmesi beklenen kar payının kapitalizasyon oranı ile büyüme oranı arasındaki farka bölünmesiyle bulunur. Yukarıda da ifade ettiğimiz gibi, bu formülün geçerli olabilmesi için  $k > g$  kabul edilir. Eğer  $k = g$  olması halinde hisse senedi değeri belirsiz olacaktır.

Yukarıdaki ifadeye göre, hisse senedinin değeri; kar payı dağıtım oranı  $(1-b)$ , iç verim oranı  $(r)$  ve sermaye maliyeti  $(k)$  ve büyüme oranı  $(g)$  tarafından belirlenmektedir.

Gordon önerisinin varsayımları çerçevesinde hazırlanan bu ifadeleri bir örnekle açıklayalım.

A işletmesi gelecek yıl için hisse başına 1.000 TL kazanmayı ve 300 TL kar payı dağıtmayı düşünmektedir. İşletmenin kazancı, hisse senedi fiyatları ve kar payı dağıtımını %10 oranında artmaktadır. Kapitalizasyon oranı ise %5 olarak kabul edilmektedir. Buna göre;

---

<sup>71</sup>Aynı Eser. S. 1161.

$$P_0 = \frac{1.000}{0.15-0.10} = \frac{1.000}{0.05} = 2.000.TL$$

olacaktır.

Buradan dağıtılmayan karların maliyetini bulmak mümkündür. Dağıtılmayan karların maliyeti (k) olarak kabul edilirse,

$$P_0 = \frac{D_1}{k-g} \text{ de yerine koyarsak; } \quad (2.12)$$

$$20.000 = \frac{1.000}{k-0.10}$$

$$k = 0.10+0.05$$

$$k = 0.15 \text{ olur.}$$

Gördüğümüz gibi, Gordon modelinde hisse senedi değerini veren formül dağıtılmayan karların maliyeti formülüyle aynı olmaktadır. Büyüme hızı %10 olduğunda, yıl sonunda hisse senedi değeri  $(20.000 \times 0.10) = 22.000$  TL olacaktır. Ancak bu fiyat A işletmesinin dağıtılmayan karı olan 700 TL'yi %15 verimlilik sağlayan bir yatırımda bulunması halinde 22.000 TL olacaktır. Görüldüğü gibi, işletme dağıtılmayan karların maliyetinden daha fazla kazandığında hisse senetlerinin piyasa değeri yükselecektir.

Ayrıca verilen denklemde  $E_0$ , k ve r pozitif, b değerinin de sıfırla bir arasında ( $0 < b < 1$ ) olduğu kabul edilmektedir.<sup>72</sup>

Dağıtılmayan kar oranı (b)'yi şu şekilde bulmak mümkündür;

$$b = \frac{E-D}{E_0} \text{ ve } \quad (2.13)$$

$$D = E_0(1-b) \text{ olur}$$

---

<sup>72</sup>Aynı Eser. S. 1161.

$br = g'$  de olduğu gibi, dağıtılmayan kar oranı ile iç verim oranının çarpımı büyüme oranına eşit olmaktadır.

Gordon modelinde sabit kabul edilen büyüme oranının sürekli olması durumunda;

$$E_t = E_0 e^{gt} = E_0 e^{r+bt} \text{ olur.} \quad (2.14)$$

Şirkette belirlenen büyüme oranının üstünde bir olağanüstü büyüme oranı gerçekleşebilir. İşletmelerin ömürlerinin hayat seyri farklı olmaktadır. Şirketlerin ilk dönemlerinde daha fazla yatırım yapma ihtiyacı, gelişme ve büyüme ihtiyacı ortaya çıkar. Ancak önemli olan, ömürleri boyunca artan ve istikrarlı bir kazanç sağlamak olacaktır. Bu durumları göz önüne aldığımızda, her dönemde kapitalizasyon oranı, iç verim oranı ve dağıtılmayan kar oranı farklı olmaktadır.

Gordon modelinde ise, sabit kabul edilen büyüme oranı normal kabul edilmekte, beklenenin altında veya üstünde olması kabul edilmemektedir. Bunu kapitalizasyon oranı ve iç verim oranına bakılarak izah edilebilir.

Bunu;

$$P_0 = \frac{e_t(1-b)}{k-br} \quad (2.15)$$

ile bulabiliriz.

$br = g$  ve  $e_t (1-b) = d$  olmakta ve hisse başına dağıtılan kar payını ifade etmektedir.

$r > k$  olması, gelişen bir şirket olduğu ve kar payı dağıtım oranının sıfıra eşit olması gerektiğidir.

Örneğin A işletmesinde;

$$e_t = 1.000 \text{ TL.}$$

$$r = \%20,$$



$k = \%15$  ve

1)

$b = \% 50$  olduğunda;

$$P_0 = \frac{e_t(1-b)}{k-br} = \frac{1.000(1-0.50)}{(0.15-0.50*0.20)}$$

$P_0 = 10.000$  TL.

2)

$b = \% 40$  olduğunda;

$$P_0 = \frac{1.000(1-0.40)}{(0.15-0.40*0.20)} = \frac{600}{0.07} = 8.517. TL$$

3)  $b = \% 70$  olduğunda;

$$P_0 = \frac{1.000(1-0.7)}{(0.15-0.7*0.2)} = 30.000. TL$$

Görüldüğü gibi, gelişen şirketlerde dağıtılmayan kar oranı ile hisse senedi değeri ( $P_0$ ) birlikte artmaktadır.

$r < k$  olması, gerileyen bir şirket olduğu ve kar payı dağıtım oranının bire eşit olması gerektiği Gordon tarafından belirtilmiştir. Aynı örneği  $r < k$  olacak şekilde yapalım.

$r = \% 5$

$k = \%15$

$e_t = 1.000$  TL.

1)  $b = \%50$  olması,

$$P_0 = \frac{e_t(1-b)}{k-br} = \frac{1.000(1-0.50)}{(0.15-0.50*0.50)} = 4.000. TL$$

2)  $b = \%40$  olması,

$$P_0 = \frac{1.000(1-.40)}{(0.15-0.40*0.05)} = 4.615. TL$$

$$3) \quad b = \%70 \text{ olması,}$$

$$P_0 = \frac{1.000(1-0.70)}{(0.15-0.70*0.05)} = 2.609.TL$$

Görüldüğü gibi, gerileyen şirketlerde de dağıtılmayan kar oranı artarken, ( $P_0$ ), hisse senedi değeri düşmektedir. Aynı şekilde, kar payı dağıtım oranı ile ( $P_0$ ) hisse senedi aynı yönde artmaktadır.

$r = k$  olması ise, kar payı dağıtım oranının şirket değerini etkilemeyeceği ve karın dağıtılıp dağıtılmaması hususunda şirketin kayıtsız kalacağıdır.<sup>73</sup> Bunu aynı örnekle açıklayalım.

$$r = \%15,$$

$$k = 15,$$

$$et = 1.000 TL.$$

$$1) \quad b = \%50 \text{ olması,}$$

$$P_0 = \frac{1.000(1-0.50)}{(0.15-0.15*0.50)} = 6.667.TL$$

$$2) \quad b = \%40 \text{ olması,}$$

$$P_0 = \frac{1.000(1-0.40)}{(0.15-0.15*0.40)} = 6.667.TL$$

$$3) \quad b = \%70 \text{ olması ise,}$$

$$P_0 = \frac{1.000(1-0.70)}{(0.15-0.15*0.70)} = 6.667.TL$$

Bu sonuçlardan da görüldüğü gibi, dağıtılmayan kar oranı ( $b$ ) ile ( $P_0$ ) hisse senedi değeri arasında bir ilişki bulunmamakta, dağıtılmayan kar oranı ( $b$ ) ne oranda olursa olsun ( $P_0$ ) hisse senedi değeri aynı değerde kalmaktadır.

---

<sup>73</sup>Aynı Eser. S.1162.

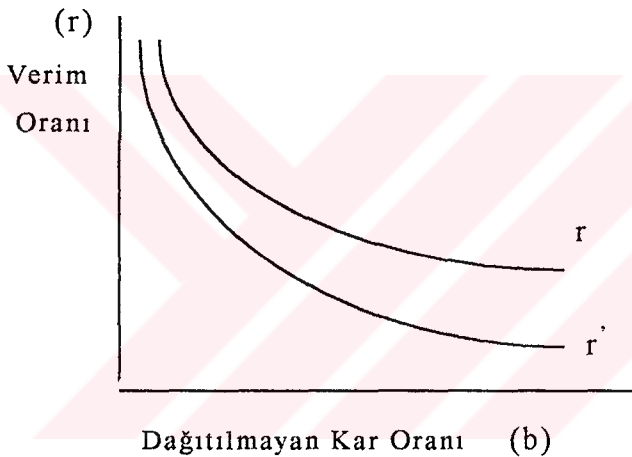
Yukarıda izah etmeye çalıştığımız üç hal kısaca şu şekilde izah edilebilir.

$r > k$  olması durumunda, şirket karını dağıtmayarak tamamını yatırımlara aktarması gerektiği,

$r < k$  olması durumunda, şirket karının tümünün hisse sahiplerine dağıtması gerektiği,

$r = k$  olması durumunda ise, şirket karının hisse senedi değerini etkilemediğinden dağıtıp, dağıtmaması hususunda kayıtsız kalacağıdır.

**Grafik 2.5. Gordon Modelinde Verim Oranı (r) ile Dağıtılmayan Kar Oranı (b) Arasındaki İlişki.**



(r) ile gösterilen eğri yatırımın ortalama verim oranını göstermektedir. (r') ile gösterilen eğri ise, marjinal verim oranını göstermektedir. Grafikte görüldüğü gibi, dağıtılmayan kar oranı arttıkça, marjinal ve ortalama verim oranı düşmektedir.<sup>74</sup>

$r' > k$  olması durumunda, şirket yatırım yapacağından dağıtılmayan kar oranı (b) artacaktır.  $r > k$  olması halinde, yatırımlar  $r' = k$  oluncaya kadar yatırıma devam edebilir. Azalan verim kanununa göre yatırımlar arttıkça marjinal verim (r')

<sup>74</sup>Aynı Eser. S.1162.

giderek azalmaktadır.

Genel olarak yapılan yatırımlar belli bir noktada, beklenen verim oranı marjinal verim oranına eşit olacak ve hisse senetlerinin değeri en yükseğe çıkacaktır. Dağıtılmayan kar oranı (b), kapitalizasyon oranı (k) ile marjinal verim oranı (r')'nin eşit olmasını sağlayacaktır. Ayrıca dağıtılmayan kar oranı optimal yatırım hacmini ve optimal kar payı dağıtım politikasını belirleyecektir.<sup>75</sup>

Optimal kar payı dağıtım politikasını belirleyen faktörler bulunduktan sonra yapılacak tek şey, bunu daha önce verilen formüller yardımıyla tespit etmek olacaktır.

$$d_1 = (1-b) e_1 \text{ ve} \quad (2.17)$$

$$P_0 = \frac{(1-b)e_1}{k - br} \quad (2.18)$$

$d_1$  : hisse başına dağıtılacak kar payı,  
(b) oranına göre türevi alındığında;

$$\frac{dP_0}{db} = \frac{e_1}{(k-br)^2} (r-k) \text{ olacaktır.} \quad (2.19)$$

Bu eşitlikte b sıfırla bir arasında,  $e_1$ , k ve r'nin pozitif olduğu kabul edilmektedir.

Gordon modelinde k ve r'nin sabit ve b'den bağımsız olduğu varsayımı, gerçeği yansıtmamakta ve daha sonra bu model tekrar Gordon tarafından bazı varsayımların değiştirildiği görülmektedir. Gordon, yatırım verim oranının (r) sabit olacağı ve kar payı dağıtım oranı (b) arttıkça azalan verim kanununa göre r'nin düşeceğine

---

<sup>75</sup>Gordon, Myron J.; The Investment, Financing and Valuation of The corporation, Richard D. Irwin, Homewood, Ill., 1962, S. 1158.

işaret etmektedir. Bu husus daha önceki açıklamamızda yer almıştı.<sup>76</sup>

Gordon modelini özetlersek, bir işletmede hisse senedi değerini belirleyen en önemli hususun o işletmenin hisse başına dağıttığı kar payı olduğunu söylemekte ve kar payı dağıtım politikasının değerlemede geçerli olduğunu belirtmektedir. Yani hisse sahipleri, kazançları aynı olan iki işletmeden daha fazla kar payı dağıtan şirketi tercih edeceklerdir. Bu da Gordon'un ifade ettiği gibi, "eldeki kuş daldaki kuşa" tercih edilmektedir. Hissedarların bu şekilde kayıtsız kalamayacakları ve gelecek dönemlerde elde edecekleri kazançları yüksek iskonto uygulayarak tercih yapabileceklerdir.

### 2.1.3. James E. Walter Modeli

Kar payı dağıtım politikasını bir finansman kararı içerisinde ele alan ve hisse sahiplerine dağıtılacak kar payının işletmenin yapacağı yatırımlara bağlı olacağını ispatlamaya çalışan bu görüş James E. Walter tarafından ileri sürülmüştür.

İşletmelerin yapacakları yatırımlar için gerekli olan finansman ihtiyacının tespit edilmesi gerekir. Bu finansman ihtiyacı için mevcut karlarla karşılanması yoluna gidilebilir. Arta kalan karın kalması halinde bu kar hisse sahiplerine kar payı olarak dağıtılır.

Walter modelinde geçerli olan varsayımlar aşağıda olduğu gibidir.

-İşletmenin dağıtılmayan karları, ek finansman kaynağıdır.

-İşletmenin kazancındaki bir artış anında hisse sahiplerine dağıtılmaktadır.

---

<sup>76</sup>Gordon, Myron J.; The Investment, Financing and Valuation of The corporation, Richard D. Irwin, Homewood, Ill., 1962, S. 1159.

- Diğer modellerde de olduğu gibi ek yatırımların verim oranı (r) ve kapitalizasyon oranı (k) sabit kabul edilmiştir.<sup>77</sup>

Bu varsayımlar altında modeli şöyle izah etmek mümkün olur;

İşletmenin birinci dönem sonunda dağıtılmayan karlarını (b), verim oranı (r)'nın sabit olduğu, o dönemde dağıtılmayan karın yatırıma dönüştürüldüğü ve ek yatırımlardan kazanılan gelirin hisse sahiplerine dağıtıldığı bir modeldir diyebiliriz. Modeli formüllerle göstermek gerektiğinde;

E : Şirketin kazancı (Yıllık Gelir),

D : Dağıtılacak kar payı,

k : Kapitalizasyon oranı (Ortalama Sermaye Maliyeti),

r : Yatırım verim oranı,

P : Hisse senedi değerini göstermektedir.

İlk dönemde  $E = D$  olacaktır.<sup>78</sup> Daha sonraki dönemlerde  $E > D$  olacağı, dağıtılmayan kar payının ise  $E - D$  olacağı ve bunun (r) verim oranı üzerinden tekrar yatırıma aktarılacağıdır.

$$P_0 = \frac{D + r/k(E - D)}{k} \text{ olur.} \quad (2.20)$$

Buna göre, bir şirkette yapılacak yatırımın karlı olması ve bu yatırımların dağıtılmayan karlarla finanse edilmesi durumunda hisse senedinin değerini arttıracaktır. Yapılacak yatırımların karlı olup olmadığı ancak ilgili yatırımın karlılığı ile yatırımın maliyeti karşılaştırılarak bir karara varılabilir.<sup>79</sup>

<sup>77</sup>Walter, E.James; "Dividend Policy and Common Stok Prices", The Journal of Finance, Vol. XI, March 1956, S. 29-35.

<sup>78</sup>Dönem yıl olarak ele alınmıştır.

<sup>79</sup>Walter, E.James; "Dividend Policy and Common Stok Prices", The Journal of Finance, Vol. XI, March 1956, S. 38.

Yatırımın maliyeti sadece yatırımda kullanılan fon kaynağının maliyetinden oluşmakta ve sabit kabul edilmektedir. Yatırımın riski, ekonomik ömrü, istikrarı vb. hususlar dikkate alınmamıştır.<sup>80</sup>

Yatırımın karlılığı ile sermaye maliyeti arasındaki ilişki üç şekilde olabilir.

1- Yatırımın karlılığı, sermaye maliyetinden büyüktür. ( $r > k$ )

2- Yatırımın karlılığı, sermaye maliyetinden küçüktür. ( $r < k$ )

3- Yatırımın karlılığı, sermaye maliyetine eşittir. ( $r = k$ )

Yukarıda verdiğimiz formülü kullanarak farklı bu üç şekli bir örnekle izah edebiliriz.

1-  $r > k$  olması;

$r = \%20$ ,

$k = \%15$ ,

$E = 1.000$

$D =$  Kar payı dağıtımını yoktur.

Şirket kazancının tümünü yatırıma aktarılması halinde ( $P_0$ ), hisse senedi değeri en yükseğe çıkar. Birinci yılın sonunda hisse senedinin değeri;

$$P_1 = \frac{D_1 + r/k(E_1 - D_1)}{k} = \frac{0 + 0.20/0.15(1.000 - 0)}{0.5}$$

$P_1 = 8.888$  TL.

Eğer işletme karın bir kısmını veya tümünü yatırımda bulunmayıp dağıtması halinde, ( $P_2$ ) değeri 8.888 TL'nin altına düşecektir.

$D_2 = 400$  TL. olursa;

---

<sup>80</sup>Walter, E.James; "Dividend Policy and Common Stock Prices", The Journal of Finance, Vol. XI, March 1956, S. 40.

$$P_2 = \frac{D_2 + r/k(E_2 - D_2)}{k} = \frac{400 + 0.20/0.15(1.000 - 400)}{0.15} = 8.000. \text{ TL}$$

veya tamamen dağıtılırsa;

$$D_3 = 1.000 \text{ TL.}$$

$$P_3 = \frac{D_3 + r/k(E_3 - D_3)}{k} = \frac{1.000 + 0.20/0.15(1.000 - 1.000)}{0.15}$$

$$P_3 = 6.666. \text{ TL olur.}$$

İlk durumda elde edilen hisse senedi değeri maksimum olmaktadır. Ancak karın tamamının yatırımlarda kullanılması halinde olabilecektir.

2-  $r < k$  olması,

Sermaye maliyetinin yatırım karlılığından büyük olması halinde, şirket yatırımlarda kullanacak karı işletmede bırakmayıp dağıtma yoluna gitmelidir. (P) değeri, ancak bu şekilde olduğunda en yüksek değere çıkar.

$$D_1 = E_1 = 1.000 \text{ TL olacaktır.}$$

$$k = \%20,$$

$$r = \%15,$$

$$D_2 = 400 \text{ TL}$$

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

$$P_1 = \frac{D_1 + r/k(E_1 - D_1)}{k} = \frac{1.000 + 0.15/0.20(1.000 - 1.000)}{0.20}$$

$$P_1 = 2.000. \text{ TL}$$

Aynı formülden,

$$P_2 = \frac{400 + 0.15/0.20(1.000 - 400)}{0.20}$$

$$P_2 = 4.250. \text{ TL}$$



$$P_3 = \frac{0+0.20/0.15(1.000-0)}{0.20}$$

$$P_3 = 6.667.TL$$

Görüldüğü gibi  $r > k$  olması durumunda, karın tamamının dağıtılması hisse senedi değerini maksimum yapmakta, dağıtılmayan kar payı arttıkça hisse senedi değeri düşmektedir.

3-  $r = k$  olması,

$$r = \%20,$$

$$k = \%20,$$

$$D_1 = E_1 = 1.000 TL.$$

$$D_2 = 4.000 TL.$$

$$D_3 = 0 TL$$

$$P_1 = \frac{1.000+0.20/0.20(1.000-1.000)}{0.20}$$

$$P_1 = 2.000.TL$$

$$P_2 = \frac{400+0.20/0.20(1.000-400)}{0.20}$$

$$P_2 = 2.000.TL$$

$$P_3 = \frac{0+0.20/0.20(1.000-0)}{0.20}$$

$$P_3 = 2.000.TL$$

Buradan da görüldüğü gibi  $r = k$  olması durumunda, kar payı dağıtım miktarı ne olursa olsun hisse senedi değeri aynı kalmaktadır. İşletme, kar payı dağıtma veya dağıtmama kararı arasında kayıtsız kalmaktadır.

Walter modelinde, geçerli olan varsayımlardan sabit kabul edilen ( $r$ ) verim oranı, ( $k$ ) kapitalizasyonu ve ( $g$ ) büyümenin

yatırım miktarlarından etkilenmediği, ancak (g) büyümenin yukarıda yaptığımız örnekte farklı çıktığı görülmektedir.

$br = g$  olduğunda sonuç farklı çıkacaktır. Kar paylarındaki artış giderek azalmaktadır. Mesela;

$r = \%20$ ,  $k = \%15$ ,  $E = 1.000$  ve  $D_1 = 400$  TL olduğunda,

$P_1 = 8.888$  TL idi.

$D_2 = D_1 + r(E - D_1)$  olacaktır. (2.21)

$D_2 = 400 + 0,20(1000 - 400) = 520$  TL. olacaktır.

$br = g$  ise  $0,6 \times 0,2 = 0,12$  (Büyüme oranı) olur.

İkinci dönemin sonunda, birinci döneme göre %30 artış olmaktadır. Kar paylarındaki artış gittikçe sifıra yaklaşmaktadır. Buna bağlı olarak dağıtılmayan kar oranı (b) de sifıra yaklaşır. Yukarıdaki örnekte  $(400/1000=0.40)$  %40 oranında kar payı dağıtılmış ve %60 oranında dağıtılmayan kar vardır. İşletmenin yaptığı yatırımın verim oranı 0.20 olduğuna göre büyüme hızı  $g = br$  ise  $g = 0.60 \times 0.20 = 0.12$  olacaktır. Yani Walter modelinde hisse senedinin değeri  $r > k$  olduğunda, bulunan 8.888 TL'de dağıtılmayan kar oranı ile kar paylarındaki artış oranı giderek sifıra yaklaşmaktadır.<sup>81</sup>

Optimal kar payı ödemeyi içine alan Walter formülü sadece yatırımların karlılığınca kararlaştırılabilir. Şirket karlı yatırım fırsatlarında zengin ise nakit kar payı ödemeyebilir. Çünkü gelirler bu fırsatların finansmanına ihtiyaç duyar. Diğer taraftan şirket karlı yatırım fırsatlarına sahip olmaması halinde karın tamamı hisse sahiplerine dağıtılmalıdır.<sup>82</sup>

<sup>81</sup>Türko, a.g.e., S.10-12.

<sup>82</sup>Van Horne, James C.; Financial Management & Policy, Second Edition, 1972, S.244.

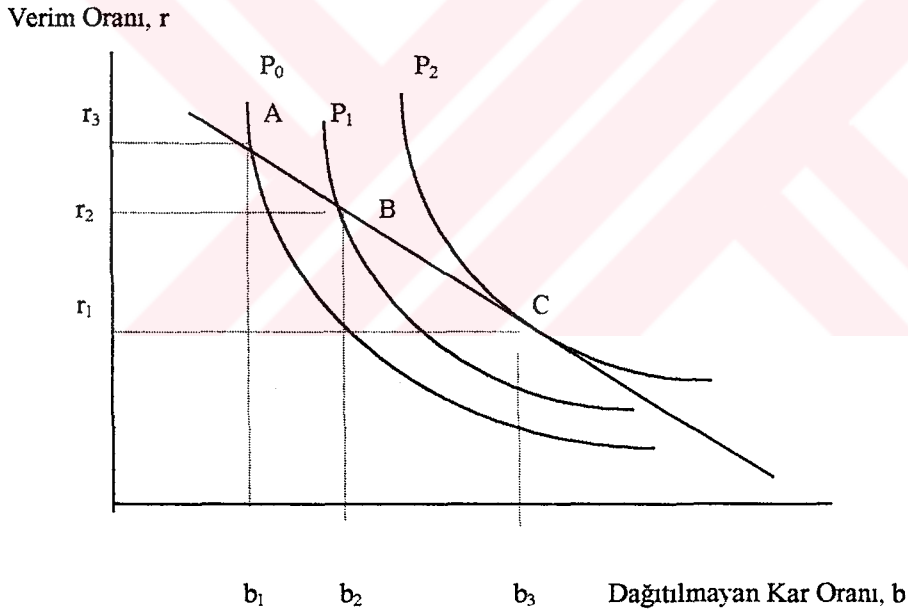
### 2.1.4. Lerner Ve Carleton

Esas itibariyle Gordon'un değerlendirme modelini kabul eden, ancak optimum kar payı dağıtım oranının belirlenmesinde farklı bir yaklaşımla izah etmeye çalışmışlardır. Eugene Lerner ve Williard Carleton' un görüşleri şöyle açıklanabilir:

Lerner ve Carleton'a göre; Hisse senedi değerini maksimum yapan değerlerin bulunmasında verim oranı ( $r$ ) ile maksimum değer ( $b$ ) arasındaki ilişkinin tanımlanması gerekir. Yani hisse senedin değerini verim oranı ( $r$ ) ile bu verim ( $b$ ) ilişkisi belirleyecektir.<sup>83</sup>

Lerner ve Carleton bu konudaki görüşlerini LC fonksiyonuyla izah etmişlerdir.

#### Grafik 2.6. LC fonksiyonu



Kaynak: Eugene Lerner; Williard Carleton, a.g.e. S.120.

LC fonksiyonu bu ilişkiyi belirtmekte ve yatırım verimini büyüme hızının bir fonksiyonu olduğunu izah etmektedir. LC fonksiyonunda,  $r = V_0 + V_1$  ve  $dA/A$  veya  $r = V_0 - V_1 r.b$  olduğunu göstermektedir. Bu fonksiyon talep ve maliyet fonksiyonun

belirlediği  $V_0$ ,  $V_1$  faktörlere göre verim oranı ile şirket varlıklarındaki değişme  $dA/A$  arasındaki ilişkiyi göstermektedir.<sup>84</sup>

$$\text{Maliyet fonksiyonu } c = b_0 + b_1Q \quad (2.22)$$

$$\text{ve talep fonksiyonu } P = a_0 + a_1Q \quad (2.28)$$

Toplam gelir  $Q$  ile, varlıklar arasındaki ilişki  $Q = \lambda A$  olduğunda, toplam kar fonksiyonu ise  $\pi = (P-C)Q$  olur. Bu eşitlikte yukarıdaki talep ve maliyet eşitlikleri yerine yazılıp türevi alındığında yeni fonksiyon;  $\pi/dA = r = (a_0 - b_0)\lambda + 2(a_1 - b_1)\lambda^2 A$  eşitliği yazılabilir.

$V_0 = (a_0 - b_0)\lambda$  ve  $V = 2(a_1 - b_1)\lambda^2$  denilerek varlıklardaki değişme oranı kullanıldığında,

$$r = V_0 - V_1 \text{ r.b eşitliği ortaya çıkar.} \quad (2.29)$$

Şirket değerini maksimize edecek kar payı dağıtım oranı, LC fonksiyonunda eş değer eğrisine teğet olan noktanın bulunması gerekir. LC fonksiyonu doğrusal kabul edilerek basitleştirilmiştir. Grafikteki  $P_0, P_1, P_2$  eşdeğer eğrileri  $P = (1-b)e/(k-br)$  formülü kullanılarak bulunmuştur. Şekilde LC fonksiyonun eşdeğer eğrileri A, B ve C noktalarında keşiştiği görülmektedir. Aynı şekilde LC fonksiyonun en yüksek eşdeğer noktasına ( $P_2$ ) ulaştığı C noktası, optimum çözüm noktası olmaktadır.

---

<sup>83</sup> Lerner, Eugene; Carleton Williard, A Theory Of Financial Analysis, New York. Harbrace Inc., 1966. S. 120.

<sup>84</sup> Formüller ve daha detaylı bilgi için bakınız. Lerner- Carleton; a.g.e. S. 143-145.

## 2.2. MODELLERİN İNCELENMESİ

### 2.2.1. Modellerle İlgili Deneysel Çalışmalar

Finansal amaç, şirketin piyasa değerini; anonim şirketlerde hisse senedinin piyasa değerini, dolayısıyla şirket ortaklarının değerini maksimum yapmak olduğuna göre; kar payı dağıtım politikası, hisse senetlerinin piyasa değeri üzerindeki etkisi açısından büyük önem taşır.<sup>85</sup> Teorik modeller yukarıda bahsedildiği gibi, birbirine zıt iki teorik görüş hakim olmaktadır. Myron Gordon ve John Lintner'in kendi varsayımlarıyla ispatlamaya çalıştıkları, kar payı dağıtım politikasının hisse senedi değeri üzerinde etkili olduğu görüşünün aksine, Franco Modigliani ve Merton Miller'in başını çektikleri diğer görüş ise, hisse senetlerinin piyasa değeri, şirketin kar payı dağıtım politikasından etkilenmemektedir.<sup>86</sup> Yani kar payı dağıtım politikasının hisse senedinin piyasa değeri üzerinde etkisi yoktur.

Gordon, 1954-1957 döneminde ABD'de gıda ve makine imalatı ile uğraşan 48 şirketin bilgilerini regresyon yöntemini kullanarak yaptığı çalışmada, kar payı ödeme oranı ile hisse senedi fiyatı arasındaki ilişkide yüksek regresyon katsayısının olduğunu hesaplamıştır. Gordon modelinde optimum kar payı dağıtım politikası, yatırımlardan beklenen karlılık oranı (k) ile şirketin yeni yatırımların karlılığı (r) arasındaki ilişkiyle tespit edilir.

$r > k$  olması halinde şirket yatırımlarının karlılığı

---

<sup>85</sup>Brigham, Eguene F.; Louis C.Gapenski; Financial Management : Theory and Praticce, Fifth Edition, 1996, S. 11 ve Haley, Charles W. ; Lawrence D. Schall; The Theory of Financial Decisions, Second Edition, S. 281-282.

<sup>86</sup> Miller-Modigliani; a.g.m. S. 427-428, Myron J. Gordon; Investment, Financing and Valuation of the corporation, S. 46-50 ve aynı yazarın "Optimal Investment and Financing Policy", Journal of Finance, Vol. XVIII, May 1963, S. 264.272.

hissedarlarca veya şirketçe piyasada yapılabilecek diğer yatırımların karlılığından daha yüksektir. Bu durumda, hissedarlar kar payı almak yerine kar payların şirket tarafından yatırımlarda kullanılmasını isteyeceklerdir. Böyle şirketler çoğunlukla büyüyen şirketlerdir.  $r < k$  olması şirket yatırımlarının karlılığı diğer yatırımların karlılığından daha düşüktür. Bu durumdaki şirketler ise büyümesi tamamlanmış genellikle gerileme döneminde olan şirketlerdir. Bu tür şirketlerde yapılacak en iyi şey, kar payı dağıtım politikası öneminin artmasıyla hissedarlara en yüksek kar payı dağıtmak olacaktır. Bir diğer durum ise,  $r = k$  olması halinde, herhangi bir büyüme sözkonusu değildir. Yani şirket yatırımlarının karlılığı piyasada yapılabilecek diğer yatırımların karlılığına eşittir. Bir başka deyişle kar payı dağıtım politikasının hisse senedi değerine herhangi bir şekilde etkisi yoktur. Bununla beraber Gordon,  $r = k$  olsa dahi kar payı dağıtım politikasının hisse senedi değerini etkilediğini söylemiştir. Geleceğin belirsiz olması, yatırımlardan beklenen karlılık oranının sabit olmaması gibi nedenlerle değiştirmiştir.

Ayrıca Gordon'un "eldeki bir kuş daldaki iki kuşa tercih edilir." şeklinde ifade ettiği modele göre, hissedarlar açısından kar payı almanın daha avantajlı ve riski az olduğu ve aldıkları kar payları, kar payı ödeme oranı düşük şirketlerin hisse senetlerine yatırmak suretiyle daha karlı duruma geçeceklerdir. Bu görüşe benzer bir çalışmada Fisher tarafından yapılmıştır. Fisher, İngiltere'de elektrikli aletler, bira ve dokuma ile uğraşan şirketler ve büyük marketlerin hisse senetleri üzerinde 1949-1957 yılları arasında yaptığı çalışmada, kar payı ödemelerin hisse senedi değeri üzerinde dağıtılmayan karlardan daha fazla etki yaptığını göstermiştir.

David Durand, ABD'deki şirketlerde yaptığı araştırmada kar paylarının hisse senedi değerini etkilediğini ortaya çıkarmıştır. Bu konudaki diğer bir araştırma Irwin Friend-Marshall Puckett tarafından yapılmış olup, bunlara göre, kar paylarının dağıtımı hisse senetleri değerleri üzerinde etkili olmakta, fakat gelişen endüstrilerdeki şirketlerde etkisinin azaldığı ve dağıtılmayan karların etkisinin arttığını tespit etmişlerdir. D. Durand, hisse senedi fiyatını hisse başına düşen kar, defter değeri ve kar payı dağıtım miktarının bir fonksiyonu olarak belirlemiştir. Durand'ın ulaştığı netice ise, kar payı ödeme oranının modele dahil edilmesiyle hisse senedi fiyatındaki değişimler çoğunlukla açıklandığından, kar paylarının hisse senedi fiyatı üzerinde etkisi olduğu sonucuna ulaşmıştır.

Konuyla ilgili ilk araştırmalardan biri Watts'ın yaptığı bir araştırmayla yeni boyut kazanmıştır. Watts, kar payı değişmelerinin gelecekteki karların çok küçük bir kısmını içermesi nedeniyle yatırımcılara taşıdığı bilginin önemsiz olduğu sonucuna ulaşmıştır.<sup>87</sup>

Ülkemizde de 1971-1975 yıllarında halka açık şirketlerde yapılan araştırmada kar paylarının hisse senedi değeri üzerinde etkili olduğu ve hisse senetlerinin bu yıl ki piyasa fiyatı ile bir önceki yıl fiyatı arasında kuvvetli bir ilişkinin olduğu belirlenmiştir.<sup>88</sup>

Kar payı dağıtımının hisse senedi değerini etkileyip etkilemediğini ispatlamaya çalışan yazarlar bu konudaki görüşleri

---

<sup>87</sup> Watts, Ross; "The Information Content of Dividend", Journal of Business, April 1973, S. 191-210.

<sup>88</sup>Bozkurt, Ünal; Menkul Değer Yatırımlarının Yönetimi, İktisat Bankası, İstanbul 1988, S.153-155.

yukarıda izah edilmeye çalışıldı. Ancak araştırmaların yapılışı dönem olarak birbirlerine yakın olması ve kar payının hisse senedi değerini etkilemediği veya etkilediğine değinen görüşlere göre anlatıldı. Bu nedenle kronolijik bir sıra izlenmemiştir.

Görüldüğü gibi, çoğu yazarların yaptığı araştırmalar neticesinde kar payı dağıtmanın hisse senedi değerini etkilediği ortaya çıkmıştır. Optimum kar payı oranı hususunda farklı görüşler bildirilmektedir. Gerek Walter gerekse Gordon modelinde büyüme sabit kabul edildiği, verginin olmadığı varsayılarak araştırmalar yapılmıştır. Ayrıca elde edilen bulgular bu varsayımlar dahilinde sağlanmıştır.

Bu konuda bir çalışmada Malkiel-Cragg tarafından yapılmıştır. Malkiel-Cragg, Fiyat-kazanç oranını hisse başına düşen kardaki büyüme oranı, kar payı ödeme oranı ve hisse başına düşen kar trendindeki farklılıkları kullanarak incelemiştir. 178 şirket bilgilerini kullanarak yaptığı çalışmanın 5 yıllık bir döneminde, yatırımcılar hisse senedi veriminin beklenen verimden düşük çıkması üç değişkenin hisse senedi değeri üzerinde etkili olduğu sonucuna ulaşılmıştır.

Karlar ile kar paylarının hisse senedi fiyatları üzerindeki etkilerini ayırt ederek yapılan çalışmalarda Kwan,<sup>89</sup> Asquith ve

---

<sup>89</sup> Kwan, Clarence C. Y.; "Effient Market Test of The Informational Content of Dividend Announcements: Critique and Extension", Journal of Financial and Quantitative Analysis, June 1981, S. 193-205. Kwan, üç aylık beklenmeyen kar payı değişim oranı < %10'ın altında olan grupta, ilan öncesi ve sonrasındaki iki günde, 0.01 ve ilan gününde ise 0.05 düzeyinde anlamlı bir tepki bulmuştur. Bununla birlikte > %10 aralığında kalan şirketlerde ise, anlamlı bir tepki bulunamamıştır.



Mullins(1983), Dielman ve Appenheimer,<sup>90</sup> Eddy ve Bruce(1991), kar paylarının bilgi içeriğinin olduğu ve yatırımcıların kararlarını değiştirebilecek bir bilginin olduğu sonucunu elde etmişlerdir.

Bazı araştırmacılar; kar payların karlara ait bilgilerin yanında ek bilgi sağladığını ispat ederken, bazıları da bunu destekleyen kar payı ve karların birbirlerini genellikle mükemmel olmayan belirli bazı bilgileri temsil ettiği,<sup>91</sup> kar payların etkisi kontrol edildiğinde, karların hisse senedi verimleri ile anlamlı bir biçimde ilişkisini devam ettirirken, kar payı ilanların anlamlılığının giderek zayıfladığı ve etkinin beklenmeyen karlara oranla daha zayıf olduğunu destekleyen verilere ulaşılmıştır.<sup>92</sup>

Hisse senedi fiyatları üzerinde kar paylarının etkili olduğuna ilişkin yapılan deneysel çalışmalara karşılık, kar payı ödemelerinin hisse senetleri fiyatları üzerinde etkisinin olmadığını ortaya çıkaran çalışmalarda vardır.

Miller - Modigliani'ca çıkarılan ve savunulan görüşe göre; Hissedarlar, sağlayacakları gelirin kar payı veya değer artışı olması önemli değildir. Yani ikisinin birbirinden farkı yoktur. Bu

---

<sup>90</sup> Oppenheimer, Henry R., Terry E. Dielman; "An Examination of Investor Behavior During Periods of Large Dividend Changes", Journal of Financial and Quantitative Analysis, June-1984, S. 214.

<sup>91</sup> Venkatesh, C.; "The Impact of Dividend Initiation on The Information Content of Earnings Announcements and Returns Volatility", Journal of Business, Vol. 62, No. 2, 1989, S. 185. Bu konuda yapılan bir başka çalışmada Healy ve Palepu; kar payı ilanlarından sonra yapılan kar ilanları ile elde edilen bilginin, kar payı ilanları ile sağlanan bilgi ile anlamlı ve pozitif bir ilişki olduğunu, sonraki kar payı ilanlarına tepkinin düşük olmasının nedeni, bilginin kısmen kar payı ilanlarından elde edilmesi olduğunu belirtmektedir. Bakınız. Paul M. Healy ve Krishna G. Palepu; "Earnings Information Conveyed by Dividend Initiatin and Omissions", Journal of Financial Economics, September 1988, S. 149-160.

<sup>92</sup> Easton, Stephen A. ve N. A. Sinclair; "The Impact of Unexpected Earnings and Dividends on Abnormal Returns to Equity", Accounting and Finance, May 1989, S. 16.

modele göre, kar payı dağıtımını az olan şirketlerin hisse senetleri fiyatının düşmesi veya kar payı dağıtımını çok olan şirketlerin hisse senetleri fiyatının yükselmesi hissedarların kar payı almayı tercih ettiklerini göstermez. Bu modelde, hisse senedinin fiyatını belirleyen en önemli faktör, şirketin kar hacmi veya hisse başına kazanç tutarıdır.

Modigliani-Miller'in sermaye yapısı, sermaye maliyeti ve şirketin piyasa değeri arasındaki ilişkiler konusundaki görüşleri, dayandıkları varsayımların gerçekçi olmaması nedeniyle çoğu araştırmacılar tarafından eleştirilmektedir. MM'nin sermaye piyasasında arbitraj yapılması suretiyle yatırımcıların gelirleri aynı olur. Daha açık bir deyişle, Hissedarlar, portföyünde bulunan hisse senetlerini satarak ve bunların yerlerine kendilerinin daha avantajlı gördüğü hisse senetleri almak suretiyle, net faaliyet geliri eşit aynı riskte bulunan şirketlere ait hisse senetlerinin piyasa değerleri birbirine eşit olur. Mesela, X ve Y gibi iki şirketin faaliyet gelirleri ve aynı risk sınıfında olduğu kabul edilsin. Bu şirketlerden X şirketi yabancı kaynak kullanmak suretiyle ortalama sermaye maliyetini düşük tuttuğu ve piyasa değerinin Y'ye göre daha yüksek yaptığını kabul edelim. MM'ye göre bu süreç uzun süre devam edemeyecektir. Sermaye piyasasında arbitraj yapılması, X şirketinin finansman yapısını değiştirerek Y şirketine kıyasla daha yüksek bir piyasa değerine sahip olacak ve X şirketinin bu üstünlüğünü devam ettirmesine imkan tanımayacaktır. X şirketinin hissedarları, aynı geliri veren, ancak finansman riski daha düşük olan Y şirketinin hisse senetlerini daha avantajlı bularak Y şirketinin hisse senetlerini satın almak isteyeceklerdir. Sermaye piyasasında bu değişme süreci, Y şirketinin hisse senetlerinin piyasa değerini

yükseltecek ve X şirketinin hisse senedi değerleriyle aynı seviyeye getirecektir.

Ancak sermaye piyasasında arbitraji geri bıraktıran, sınırlayan kurumsal faktörler mevcuttur. Sermaye piyasasına büyük ölçüde kaynak toplayan kurumsal tasarruf kuruluşları MM'de varsayıldığı gibi, hemen arbitraj işlemini yapamazlar. Ayrıca, sermaye piyasasında hisse senetlerin satın alınması ve satılmasındaki işlemlerin bir maliyetinin olması arbitrajı kısıtlamaktadır. Arbitraj, kazandıracak gelir işlem giderlerinin üstüne çıktığı zaman yapılabilir.<sup>93</sup> Bunun dışında şirketlerin iflas etme durumları ortaya çıkabilir. Bir şirketin iflas etme olasılığının yüksek olması ve iflas maliyetlerinin de yüksek olması hissedarlar arasında borç oranı yüksek olan şirketlere yatırım yapma çekiciliğini azaltmakta hatta ortadan kaldırmaktadır. Bir şirketin iflas etmesi durumunda, şirket mevcutları gerçek değerinin altında bir değerle değerlendirilmesi iflas maliyetinin yüksek olduğunu göstermektedir.

Friend-Puckett, büyüme halinde olmayan endüstri şirketlerinde (gıda, çelik, maden gibi) kar paylarının hisse senedi değeri üzerinde etkisinin daha fazla olmamakla birlikte bu etkinin güçlü olmadığı sonucuna varmışlardır. Buna karşılık kimya, elektronik endüstri şirketleri gibi büyüyen şirketlerde dağıtılmayan karların hisse senedi değeri üzerinde etkisinin derecesi yüksektir.

Bower fiyat/kazanç oranını; büyüme oranı, hisse senetlerinin likiditesi, hisse senetlerinin beta katsayısı, kar payı ödeme oranı ve diğer bazı etkilerin fonksiyonu olarak formül etmiştir. Bu oran

---

<sup>93</sup> Stiglitz, Joseph E.; Economics of The Public Sector, Second Edition, New York, W.N. Norton Comp., In., 1988, Çeviren: Ömer Faruk Batırel, İstanbul 1994, S. 656.

üzerinde en etkili olan bağımsız değişkenlerden kar payı modeline dahil edilmemiş olan faktörlerin etkili olduğu sonucuna varılmıştır.

A.B.D.'de yapılan son araştırmalar, MM yaklaşımının geçerliliğini büyük ölçüde ortadan kaldırmaktadır. En son yapılmış diğer çalışmalar, kar payının ilan edilmesi ve ödenmesinin hisse senedi değeri üzerindeki etki de, kar payları ve kar payların yatırımcılar tarafından birbiriyle ilişkili olarak değerlendirilip değerlendirilmediğidir.

Chang ve Chen'in elde ettiği sonuçlar karşıt olmasına rağmen, gerek Kane, Lee ve Marcus, gerekse Easton, kar payı ve kar ilanlarının yatırımcılarca kullanıldığı ve yorumlandığını ifade etmektedirler.<sup>94</sup>

Günümüzde teknolojik ve toplumsal gelişmeler, şirketlerin gelecekte olmasını bekledikleri rakamları tahmin etmeyi zorlaştırmaktadır. Şirketin amacı, hisse senedinin fiyatını maksimum yapmak, dolayısıyla hissedarların servetlerini maksimum yapmak olduğunu belirtmiştik. Bu ancak uzun dönemdeki hedefleri kapsamaktadır. Bunun yanında kısa vadeli yatırımcı hissedarlar da olabilmektedirler. Hatta, denildiği gibi geleceği tahmin etmedeki zorluklar nedeniyle yatırımcılar kısa vadeli yatırımlarda bulunmaktadır. Bazı yatırımcılar kısa vadede elde edecekleri kazançlara daha çok önem vermekte, uzun vadede elde edecekleri kazançlara daha yüksek iskonto oranı uygulamaktadırlar. Bu nedenle aynı tutarda gelir elde eden ve aynı

---

<sup>94</sup> Chang, S. J. ve Son Nan Chen; "Information Effects of Earnings and Dividend Announcements on Common stock Returns: Are They Interactive?", Journal of Economics and Business, May 1992, S. 179-180 ve Alex Kane; Young Ki Lee ve Alan Marcus; "Earning and

risk sınıfına giren şirketlerden, kar payı dağıtım oranı daha yüksek olan şirketlere ait hisse senetlerin fiyatı genellikle daha yüksek olmaktadır. Ancak bu aynı oranda değildir. Kar payı dağıtmayan veya düşük oranda kar payı dağıtan şirketin hisse senedinin piyasa fiyatı bazen yükselmemekte, bazen kar payındaki her 1 TL artış, hisse senedinin fiyatında 1 TL artış yapmamaktadır. O halde şirketler hem uzun hem de kısa vadeli yatırımcıların karlarını maksimum yapmaya çalışacaklardır. Şirketlerin karlı olması, bilançolarını yüksek karla kapatması, karın dağıtılmaması durumunda hissedarların servetlerinin aynı oranda artması sonucunu ortaya çıkarmaz.

Hissedarların servetlerinin artışı şirket karlarındaki artış oranında olmadığı bilinmektedir. Hissedarların zenginleşme oranı veya yatırımlar karşılığı elde edilen verim, hissedar olunan şirketin öz sermaye karlılığından farklı olabilmektedir.

Bir hissedarın zenginleşme oranı veya yapılan yatırımlar karşılığı sağlanan verim(gelir),

$$V = \frac{\text{Kar Payı} + \text{Hisse Senedi Değer Artışı}}{\text{Hisse Senedi Alış Fiyatı}} \text{ olur. (2.30)}$$

Şirkette bırakılıp dağıtılmayan kar payı, hisse senedinin piyasa fiyatını aynı oranda yükseltmiyorsa, hissedarın zenginleşme oranı veya hisse senedi başına sağlanan verim, şirket öz sermaye karlılığından daha düşük olmaktadır. Diğer bir deyişle hisse senedin değerini belirleyen en önemli faktör şirketin kar hacmi, hisse başına düşen kazanç değildir ve şirketin kar payı dağıtım politikası hisse senedinin değerini etkilememektedir.

### 2.2.2. Kar Payı Dağıtım Politikasının Hisse Senedi Değerine Etkisinin Basit Bir Örnekle İncelenmesi

Yukarıda verdiğimiz teorik çalışmalarla birlikte, hissedarların kar payı alma veya şirketin kullanımına bırakma hakkındaki düşüncelerinden hareketle etkinin derecesini tespit etmeye çalışalım. Burada kar payı dağıtım politikasının hisse senedi değerini etkilediği ve hissedarların dağıtılmamış karları daha riskli görerek yüksek iskonto oranı uygulanması gerektiğini kabul edeceğiz.<sup>95</sup>

**Tablo 2.1. Düşük ve Yüksek Kar Payı Ödemenin Hisse Senedinin Fiyatına Etkisi.**

Yıllar	Düşük Kar Payı Dağıtımı			Yüksek Kar Payı Dağıtımı		
	HBG	HBKP	FİYAT(k=%20)	HBG	HBKP	FİYAT(k=%20)
1	600	300	4286	600	450	3600
2	690	345	4929	645	483.75	3870
3	793	396.5	5664	693	520.03	4160
4	912	456	6514	745	559.03	4472
5	1049	524.5	7493	801	600.95	4808

Düşük kar payı dağıtımı şeklinde, şirket hisse senedi net gelirin %50'sini hissedarlara dağıtmakta ve kalan kısmını ise %30 gelir sağlayan yatırımlarda kullanmaktadır. Dağıtılmayan kısmın %30 gelir sağlayan bir yatırımda kullanılması her yıl hisse başına geliri (HBG) ve hisse başına düşen kar payını (HBKP) %15 oranında artırmaktadır. Hissedarların dağıtılmayan kar payının %50 olması riskine karşılık beklenen kar oranı (k) %22 kabul edilmiştir. Buna göre, her yıl için hisse senedi değerini daha önce

<sup>95</sup> Örnekte kullanılan rakamlar tamamen tarafımızca verilmiştir. Bu nedenle, rakamların birbirine yakın olması veya olmamasıyla farklı sonuçlar elde edilebilir. Dolayısıyla, çok aşırı rakamların kullanılması örneğin sonucunu olumsuz etkilemektedir.

verilen formülle bulmaya çalışalım.

Birinci yıl için;

$$P_1 = \frac{D_1}{k-g} = \frac{300}{0.22-0.15} = 4.286 \text{ TL}$$

Yüksek kar payı dağıtım şeklinde ise, şirketin kar payı ödeme oranı %75 olarak kabul edilmiştir. Şirkette bırakılan kar payları aynı oran (%30) üzerinden bir yatırımda kullanıldığına göre, her yıl hisse başına gelir (HBG) ve hisse başına düşen kar payı (HBKP) %7.5 oranında artmaktadır. Bu kar payı dağıtım şekline, dağıtılmayan kar payı oranı düşük olduğundan, hissedarların diğer yatırımdan beklediği kar oranı (k) %20 kabul edilmiştir. Bu şekildeki hisse senedi değerini aynı formülle bulabiliriz.<sup>96</sup>

Birinci yıl için;

$$P_1 = \frac{D_1}{k-g} = \frac{450}{0.200-0.075} = 3.600 \text{ TL.}$$

Bu şekilde iki kıyaslamayla düşük ve yüksek kar payı dağıtan şirketlerde hisse senedi değerleri kar payı dağıtım oranının düşük ve yüksekliğine göre azalmakta ve artmaktadır. Örnekte birinci yıl için, düşük kar payı dağıtılması halinde hisse senedinin değeri 4.286 TL'dir. Buna karşılık yüksek kar payı dağıtılması halinde ise, hisse senedin değeri 3.600.TL olmuştur.

Burada hissedarların servetleri önemli olmaktadır. Bir yıl veya bir dönem sonunda şirketlerden aldığı kar payları, şirketteki ortaklık payı, hisse senedini elde tuttuğu süre içinde aldığı sermaye kazancı ve aldığı kar payı gelirlerinin toplanması gerekir. En önemli olan, kar payı ve sermaye kazancı elde edilirken ödenen

<sup>96</sup> Tablodaki değerler bu formül kullanılarak bulunmuştur.

vergiler olmaktadır. Ancak burada vergiler kullanılmamıştır.<sup>97</sup>

Düşük kar payı ödenmesi halinde vergi ertelenmiştir. Ayrıca sermaye kazançlarında çoğunlukla vergi alınmamaktadır.<sup>98</sup> Ülkemizde sermaye kazançlarından sağlanan gelirlerin hisse senetlerin satışından dolayı sağlanması halinde vergi yoktur. Ancak Devlet Tahvili, Hazine Bonosu, Faizleri ve Kamu İdaresi Menkul Kıymet Gelirlerinden 01.01.1997'den itibaren %13.2 stopaja tabi tutulmuştur. ABD'de ise sermaye kazanç vergisi gelir vergisine göre daha düşüktür.

### 2 .2.3. Şirket gelirleri ve Vergi Faktörü

Kar payı dağıtım modellerinin hepsinde vergi faktörü kullanılmamıştır. Halbuki verginin alınmadığı bir dünya düşünmek mümkün olmadığı gibi sermaye kazançların ve kar payların farklı vergi oranlarda vergilendirildiği görülmektedir. Yani vergilerin dikkate alınması konumuzu daha gerçekçi kılacaktır. Vergi etkisi kar payın dağıtılması veya dağıtılmaması durumlarında da farklı olmaktadır. Yani kar payın dağıtılmamasıyla ertelenen verginin ve kar payının sonraki yıllardaki değerine bakılması gerekir. Kar payı dağıtılmayıp yatırıma dönüştürüldüğünde, bir sonraki yılda hissedarların kar payı  $D(1+r)(1-V)$  kadar olacaktır. D, kar payı ve V ise, vergi oranını göstermektedir. Kar payın tamamen dağıtılması halinde, hissedarın eline geçecek tutar  $D(1-V)$  kadardır. Bunun yanında hissedar aldığı kar payı bir başka yatırımda kullanırsa bir sonraki yılda sağlayacağı toplam gelir  $D(1-V)+Dr(1-V)(1-V)$  kadar olur. Vergi ertelemesi nedeniyle

<sup>97</sup> Örnekte vergilerin kullanılmaması, halka açık ve kapalı şirketlerde farklı olması ve ayrı ayrı yapılması gerektiğinden kullanılmamıştır. Daha sonraki bölümde, benzeri bir örnek yardımıyla vergilerin etkisi ortaya çıkarılacaktır.

<sup>98</sup> Akgüç, Öztin; a.g.e., S. 515.



ortaya çıkabilecek avantaj,  $A = D(1-V)rV$  formülü ile bulunabilir.  $V < 1$  olduğundan kar payın dağıtılmaması her zaman avantajlı olmaktadır. Mesela; bir yatırımcının vergi ertelemesinden dolayı 100 TL eksik ödeme yaptığı ve bir sonraki yılda vergi borcunda 100 TL artış olduğunu ele alalım. Vergiden tasarruf ettiği 100 TL'yi alıp yatırdığında ve bundan 5 TL ek kazanç sağlamış olabilir. Ertesi yıl vergisini ödedikten sonra elinde 5 TL ek kazanç kalır. Gelecekteki 100 TL'nin bugünkü iskontolu değeri, 100 TL'nin 1.05 (bir artı faiz oranı) ile bölünmesiyle elde edilir.<sup>99</sup>

Hisse senetlerin, elde tutma dönemi boyunca gelirleri etkileyen önemli faktörlerden biri, yatırımcıların kazandıkları gelirlerin vergilendirilmesidir. Yatırımcılar kişisel olduğu gibi kurumsal yatırımcılar da olabilir. Şirketlerin yatırım yaptıkları veya kazanç sağladıkları ülkeler de farklı olabilir. Her ülkede kazançları vergilendirme yöntemi farklıdır. Dolayısıyla uygulamada kazançlara çeşitli vergiler ve vergi oranları kullanılmaktadır. Bunlar bazen teşvik bazen de kısıtlama niteliğinde olabilir. Mesela; Amerikan şirketleri, gelirlerinin büyük kısmını diğer ülkelere sağlarlar. Son yıllarda vergiden sonraki gelirlerde bir yavaşlama olduğu görülmüştür. Birleşik Devletlerde kurumlar vergisi oranı % 35 tir. Ayrıca burada çifte vergilendirme söz konusudur. Bu ülke kanunları, dış ülkelere gelir vergisi ödemelerinde bir kısıtlama getirmiştir. Örneğin, Amerikan şirketleri dış ülkelerde kazandıkları 100 dolar için (dış ülke vergi oranı %15 olduğunda) 15 dolar vergi öderler. Eğer bu kendi ülkesinde olsaydı 35 dolar vergi ödeyecekti. Dolayısıyla 20 dolar vergiden kar sağlandı. Bunun yanında dış ülke vergi oranı %35'in üzerinde olursa daha çok vergi ödeyeceklerdir. Örneğin, dış ülke

<sup>99</sup> Stiglitz; a.g.e., S. 656.

vergi oranı %52 olursa 100 dolarlık gelir için 35 dolar vergi yerine 52 dolar vergi ödenecektir. ABD’de ortalama vergiden sonraki kazançlarda 1950 yılından 1985 yılına kadar artan bir büyüme olmuştur.<sup>100</sup>

Şirketlerin sağladıkları kazançlardan vergi alınır. Gerçekleşmeyen kazançlardan vergi alınmaz. Bu hissedarlar için de aynıdır. Eğer şirketler dağıtılacak kar payları dağıtmayıp yeniden yatırıma sevk ederlerse, hissedarların şirketçe ödenecek vergi kadar alacakları gelir artar ve çoğunlukla bunu tercih ederler. Bununla birlikte, kar payı ödemelerin hissedarların kar paylarını etkilemediği yaklaşımıyla ortaya çıkan vergi avantajında iki durum vardır. Birincisi Miller ve Scholes (1978,1982) tarafından ispatlanmıştır.<sup>101</sup> Bunlara göre, kar payların vergilendirilmemesi etkilidir. Kar payı ödeyen şirketlerin kendi ellerindeki hisseler vergiden muaf olur. Ayrıca kar payı geliriyle, hissedarların toplam gelirlerinde alınan vergi azalır. Gider olarak kabul edilen faizlerde sınır artar.

İkinci durum ise, şirketler kar payı ödemeleri dışında hissedarlara herhangi bir kar dağıtmazlar. Bu nokta ise King (1977), Auerbach (1979), Bradford (1981) tarafından analiz edilmiştir.<sup>102</sup> Şirket karları karlı yatırım fırsatlarına aktarıldıktan sonra kalan artık kar paylarında alınan vergiler kar payı dağıtım kararını etkilemez.

---

<sup>100</sup> Hines JR, James R.; “Dividends And Profits: Some Unsubtle Foreign Influences”, The Journal Of Finance, Vol. LI. No. 2. June 1996. S. 662.

<sup>101</sup> Scholes, M., G. Wilson ve M. Wolfson; “Tax Planning, Regulatory Capital Planning and Financial Reporting Strategy for Financial Intitutions”, The Review of Financial studies, Vol. 3, No.4, 1990, S. 625-650.

<sup>102</sup> Auerbach, A.; M. Felstein; “ The Effects of Taxations on Saving and Risk Taking”, Handbook of Public Economics, Vol. 1, Amsterdam: North Holland, 1985, S. 293-309.

MM çalışmasındaki iki önemli kısıtlama olan vergilerin olmaması ve hissedarların rasyonel davranmaları, pratikte şirketlerin önem verdikleri faktörler haline gelmiştir. Vergilerin kar payı ödeme kararını etkilediği ve bunun için bazı hesaplamaların yapıldığı, kar payı ödenmesi ile hisse senedi değeri arasında kurulan bütün ilişkilerde verginin bir bağımlı değişken olarak kullanıldığı görülmektedir. Ayrıca şirket yöneticileri hissedarlara şirketin kararları hakkında sürekli bilgi verirler.

Birleşik Devletlerde son on yılda hesap uzmanları, ekonomistler ve diğerleri, işletme karlarının vergilendirilmesini ilk olarak tenkit etmişlerdir. Şirket gelirleri ilk önce kar sağlandığında vergilendirilir ve hissedarlara kar payı olarak dağıtılır. Yine Birleşik Devletler'de kar payların vergilendirilmesinde çifte vergileme 1975'te ilk olarak Hesap Uzmanları Kurulu'nca ortadan kaldırılmıştır.<sup>103</sup>

Amerika Birleşik Devletleri kurum ve vatandaş vergilerin birleştirilmediği sanayileşmiş çok az ülkelerden birisidir.

İşletmelerden şirketleşmeyenler için vergi avantajı vardır. Şirketleşmiş işletmelerin gelirleri iki defa vergilendirilir. Şirketler öz sermayeyi oluşturduklarında ve sermaye artırımına gittiklerinde dezavantaj bir rekabet ortamıyla karşılaşmaktadırlar.

Vergi yönünden, şirket borçlandığında borçlanmadan dolayı faiz ödemelerini gelirlerden düşebilirler. Ancak kar payı olarak ödemeleri düşülemez.

Sermaye yapısı kararının aksine, şirket gelir vergisi kar payı dağıtımıyla ilgili değildir. Bugünkü yasalarda şirket karı şirket seviyesinde vergilendirilir. Vergilendirme kar payı ödemesinin

---

<sup>103</sup> Thomas, Deborah W.; Keith F. Sellers; "Eliminate The Double Taxon Dividends", Journal Of Accountancy, November-1994. S. 86.

yapılıp veya yapılmadığına bağlı olarak yapılır. Diğer yönden kurumlar vergisinden sonraki karın, kar payı olarak dağıtılması ve karın tutulması arasında dağıtım tercihi yapılır. Şirket gelir vergisi, eğer vergi kanunları değişirse, kar paylarındaki çifte vergilendirmeyi ortadan kaldıran çeşitli metotlar kar paylarını etkileyecektir.<sup>104</sup>

#### 2.2.4. Yatırımcıların Ödedikleri Vergiler

Yatırımcılar diğer faaliyetlerinden dolayı vergi ödeyebilirler. Kişisel vergi oranının sermaye kazancındaki ölçüsü, kar payı gelirinden azdır. Sermayeyi işletmede bırakmanın bir avantajı olmalıdır. 1980'lerin sonunda gelirin iki tipinde de kati vergi oranı aynıdır. Ancak 1990 yıllarında yüksek gelirli vatandaşların sermaye kazançlarında vergi farklılaşması olmuştur.<sup>105</sup> Kati vergi oranının dışında sermaye kazanç vergisi, hisse senetlerin gerçek satışına kadar ertelenmiş olur. Hissedarlar, şirket kar payı ödemeyi karşılamak için kazancı işletmede tuttuğunda, kendisi için avantajlı seçimi yaparlar. Sonuçta, sermaye kazancında bugünkü değer vergisi kar paylarının vergisinden daha azdır.

Türkiye'de, GVK 86 ve 87. Maddelerinde 3946 sayılı kanunla yapılan değişiklikle elden edilen kar paylarının beyanını zorunlu hale getirmiştir. Menkul kıymetlerin elden çıkarılmasından doğan kazancın vergiye tabi tutulabilmesi için elden çıkartmanın iktisap tarihinden bir yıl içinde veya iktisaptan önce yapılması gerekmektedir.<sup>106</sup>

<sup>104</sup>Van Horne; a.g.e., Tenth Ed., 1995, S.322..

<sup>105</sup>Çağlayan, Toper; a.g.e., S. 131-132.

<sup>106</sup> Bayraktar, Sibel Kumbasar, Türkiye'de Sermaye Piyasası ve Araçlarının Vergilendirilmesi, Araştırma Yayınları No.1. İstanbul Menkul Kıymetler Borsası. İstanbul-Kasım-1994. S. 19-25.

Gelir Vergisi 75/5 maddesine göre, Devlet Tahvili, Hazine Bonosu, Faizleri ve Kamu Ortaklığı İdaresi Menkul Kıymet gelirinden %13.2 oranında stopaj ve fon kesintisi yapılmaktadır. Ancak hisse senedi değer artışı kazancı elde eden gerçek kişilerin beyana tabi olmadıkları gibi kazançlarda vergi dışı bırakılmıştır.

### **2.2.5.Kar payı Dağıtımının Tarafsızlığı**

Farklı vergi durumlarında yatırımcıların talepleri kar payı veya kar payı dışındaki ödeme senetleri için farklı üstünlüklerle gelişmektedir. Çoğu kurumsal yatırımcılar, kar payı ödeyen hisse senetleri tercih etmektedirler. Buna karşın bazı kişisel yatırımcılar ise, kar payı ödemeyen hisse senetleri tercih etmektedirler. Ancak vergiden muaf olan yatırımcılar, diğer şeylerin hepsi aynı kaldığında kayıtsız kalabileceklerdir. Eğer kar payı ödeyen hisse senetleri kar payı ödemeyen hisse senetlerinden yüksek gelir sağlaması halinde piyasadaki yeri daha yüksek olur. Bununla birlikte yatırımcılar kayıtsız değillerdir. Genelde yatırımcılar kar payı ödeyen hisse senetleri tercih etmektedirler. Lucia ve Kenneth tarafından farklı ülkelerde yapılan bir çalışmada, kişisel ve kurumsal yatırımcıların yatırımlarını uzun vadeli yaptıklarını veya yapmayı düşündüklerini göstermektedir.<sup>107</sup>

Yatırımcıların çeşitli yapıda olmaları halinde, şirket kar payı ödemeye öncelik vermelidir. Dolayısıyla şirketler, hissedarların kar payı ödemesi durumunun avantajlı olmasına bakarak kararlarını ayarlamalıdır.<sup>108</sup> Kesinleşmiş bir farklılaşmayla şirketler, yatırımcıların isteklerini karşılamayan ve piyasada

<sup>107</sup> Chang, Lucia ; Kenneth S. Most; a.g.e., S. 28-30.

<sup>108</sup> Van Horne, James C.; a.g.e., S.322-323.

avantajlı olmayan kar payı dağıtım politikasını bırakırlar.<sup>109</sup> Yatırımcıların bir kısmı, şirketlerin sıfır kar payı ödemeyi isteyebilir. Bir kısmı da %25 ödemeyi tercih edebilir. Diğer bir kısmı ise %50 ödeme tercihinde kalır. Eğer çoğu şirketler, kar paylarının %25'ini öderlerse, sıfır kar payı ödeyen bu şirketlerin hisse senetlerine olan talepte bir fazlalık olabilecektir. Şirketlerin hisse senetleri için kar payı ödeme oranı %50 olduğunda, şirketlerden biri talep fazlalığı ve fiyatlardaki artış düzeninde ödeme oranının ayarlamasını yapabilecektir. Bu şirketlerin böyle hareketleri talep fazlalığını ortadan kaldıracaktır.<sup>110</sup>

Denge noktasında şirketlerin kar payı ödeme oranı yatırımcı grupların isteklerini gösterir. Bu noktada kar payı dağıtımın değiştirilmesiyle hisse senedinin fiyatını etkileyebilecek herhangi bir şirket olamaz.

Yatırımcıların hisse senetlerine yaptıkları yatırımlardan beklentileri, hem kullanacakları veri analiz yöntemleri hem de kararları açısından talep edecekleri bilginin türü ve bilgilerin elde edileceği kaynağın seçimi açısından önemlidir. Elde edilecek sonuçlar, beklentilerin türü ve hisse senetlerinin elde tutma süresi hakkında bir bilgi verecektir. Yatırımın süresi, beklentilerin niteliğini ve veri analiz yöntemi seçiminin yanı sıra yatırımcıların talep ettikleri bilgilerin ve bu bilgilerin sağlanabileceği bilgi kaynaklarının çeşidini de etkileyecektir.<sup>111</sup>

Ortaya çıkan bir başka sonuç, vergiler nedeniyle kar payı ödemesinin konu dışı olmasıdır. Black ve Scholes, tarafsız durumu

---

<sup>109</sup> Knight, Rory F.; "The Information Content of Swiss Corporate Earnings and Dividend Announcements", Swiss Journal of Economics and Statistics, September 1991, S. 537-540.

<sup>110</sup> Van Horne, James C.; a.g.e. S. 323.

öneren başlıca kişilerdir. Piyasada hisse senetlerinin her bir hatasını avantajlı yapan kar payların arzı, şirketlerin doğrultusunda olacağını yine Black ve Scholes önermiştir.<sup>112</sup>

Farklı bir yaklaşımla Miller ve Scholes görüşüne göre; kar paylarında vergi alınması yatırımcılar için uygun olur. Bu düşünceyle, kazancın şirketlerde tutulmasının üstünlüğü vergi yönünde olacaktır. Sermaye kazanç vergisinin ödemesi yoktur. Buna rağmen Miller ve Scholes, vergi geçersizliği stratejisini kapsayan tarafsızlıkların birbirini tutacağını ifade etmişlerdir.

### 2.2.6. Olumlu ve Olumsuz Kar payın Etkisi

Olumlu kar payı etkisinin tespiti için vergi etkisinin dışında bir araştırma tanınabilir.<sup>113</sup> Olumlu etkinin olduğuna inanan yatırımcıların çoğunda kar payların önceliği mümkündür. Kar payların ödemesi bazı önemli kararsızlıkları çözmelidir. Ayrıca böyle ödemeler, bir kararsız dünyada yatırımların çeşitliliği kullanılabilir. Yatırımcıların etkisi, şirketler kar payı dağıtım konusunu şirkette çözebilirlerse böyle bir tercih rasyonel olur.<sup>114</sup>

Hers M. Shefrin ve Mair Statman; bazı yatırımcılar hisse senedi satışında isteksizdirler. Çünkü onlar hisse senedi fiyatı arttığında pişman olacaklardır. Bu nedenle gelir sağlamada, hisse

---

<sup>111</sup> Lucia, S. Chang And Kenneth S. Most, "The Perceived Usefulness Of Financial Statement For Investor' Decisions", Üniversity Presses Of Florida, 1985, S. 29.

<sup>112</sup>Black, Fischer; Myron Scholes; "The Effects of Dividend Yield and Dividend Policy on Common Stocks Prices and Returns", Journal of Financial Economics, May 1974, S.1-5; Chang, Rosita ; Schan PI-Rhee; "The Impact of Personal Taxes on Corporate Dividend Policy and Capital Structure Decisions", Financial Management, Summer 1990, S.21-31.

<sup>113</sup> James C. Van Horne, kar payı dağıtım politikasını etkileyen faktör olarak sadece vergi alınmamalıdır. Etkileyen diğer faktörlerin de ortaya çıkarılması gerekir. Bu nedenle vergi dışındaki faktörleri araştıran çalışmalar dikkate alınmalıdır.

<sup>114</sup>Van Horne; a.g.e., S.324.

senedi satışı ve kar payı almak en iyi karşılık değildir. Yazarlar tarafından geliştirilen bir ikinci araştırma, çoğu yatırımcılar kar payı gelirinin tüketim dışına hazırlamaları ve kendi düzenlerinde sermayeye düşünmemektedirler. Kar payları ve hisse senetlerin satışı böyle yatırımcıları en iyi şekilde karşılamaz.<sup>115</sup>

Mutlak yatırımcılar kar paylarını tercih ederler. Onlar yeterli bir farklılık yapıp veya yapmadığını deneysel bir çalışma sonucu ortaya koymuşlardır. Ayrıca çalışmanın olumsuz, tarafsız veya olumlu kar payı etkisinin geçerli olduğu deneysel bir konudur. Bu konuda çok sayıda çalışma mevcuttur.

Kar payları ve sermaye kazancındaki vergilerin farklılaştırılması bir gelir eğilimiyle sonuçlandırılabilir. Böylece kar payı ödeyen hisse senetleri, aynı riskte kar payı ödemeyen hisse senetlerine ait beklenen vergiden önceki gelirden daha fazla kar payı sağlaması gerekecektir. Bu kar paylarında vergi etkisinin denkleştirilmesinin zorunlu olabileceği söylenir. Buna bağlı olarak hisse senedinin kar payı geliri büyük, beklenen vergiden önceki gelir yüksek ve diğer şeylerin hepsi aynı kalmaktadır.

Bununla birlikte güvenli piyasalar, aynı riskteki kar payı gelirlerini ve diğer faktörleri dengeleyecektir. Yatırımcılar, gelirin farklı iki vergilemeyle karşılaşmaları zorunlu değildir. Kurumsal yatırımcılar, emekli veya aylıklı kişiler gibi kar payları veya sermaye kazancının her ikisi üzerinde vergi kesintisi yapmadan öderler. Çünkü kurumsal yatırımcılar, diğer şirketlerin kar payı kazancına uygulanan oranın altında vergilendirilir. Örneğin bir şirketin 100 hissesinin olduğu ve her hissenin kar payı 1 dolar olduğunda, kar payı gelirin %70'i vergiden muaf ise, 30 dolar

---

<sup>115</sup> Shefrin, Hersh M; Meir Statman; "Explaining Investor Preferences for Cash Dividends", Journal of Financial Economics, June 1984, S. 253-282.



üzerinden kurumlar vergisi ödeyecektir. Ancak genel vergi etkisi, kar payların tümü üzerinden alınırsa bundan daha az olacaktır. Bunun dışında çoğu yatırımcılar açısından, 1 dolar kar payı ve bunun işletmede tutulması arasında vergilerde bugünkü değer farklılığı vardır.

### **2.2.7.Kar Payı Ödemesi Hakkındaki Bilginin Önemi Ve Yatırımcıların Tercihleri**

Bu konuda yapılan tartışmaların tümü kar payları hakkındaki bilginin önemi konusunda aynı yönde olmuştur. Kar payların hisse fiyatını etkilemesinin nedeni, yatırımcıların hisse senetleri hakkında sahip olduğu bilginin büyüklüğüne bağlıdır. Şirketin karlılığı açısından, şirketin durumu ve karlılığı, hissedarlara veya yatırım yapmayı düşünen yatırımcılara bilginin bildirilmesini oluşturur. Şirket sıkı ödeme oranına sahip olduğunda kar payları sabit kalır.<sup>116</sup>

Yatırımcılar, şirket yönetiminin şirketin karlılığında bir değişiklik yapması durumunda, bu değişikliğin kendilerinin haberi olacağına inanmalıdırlar.<sup>117</sup>

Buna göre, hisse senedinin fiyatı, kar paylarındaki bir değişikliğe neden olur. Şirketin değerini etkileyen temel faktör, kar paylarının dağıtılması değildir. Ancak şirketin gelecekteki başarısına bağlı olduğu ve bu çoğunlukla yatırımcılar tarafından beklenir. Kar paylarındaki azalışın hisse senedi değerinde yaptığı olumsuz etki, kar paylarındaki artışın etkisinden daha fazla olmaktadır. Zaten kar paylarında meydana gelen bir azalış, şirkette

<sup>116</sup>Van Horne, James C., a.g.e., S.249-250.

<sup>117</sup> Strong, Norman, "The Relation Between Returns And Earnings: Evidence for The UK", Accounting and Business Research, Vol. 24, No. 93, S. 69-73.

durumun iyi gitmediğine dair bilgi verir.<sup>118</sup>

Ancak belirsizlik ortamında ve sermaye piyasasının hem işleyiş hem de hukuki denetim açısından iyice yerleşmemiş olması, yönetim oyunları veya taktikleri neticesinde kar paylarında meydana gelen değişiklikler, şirket kazancında meydana gelen bir değişim olarak yatırımcılara bilgi olarak kabul ettirilmesi açıkça eleştirilebilir. Çünkü dağıtılan kar payları şirketin kazancını net ve doğru bir şekilde göstermemektedir. Şirket ne kadar bir fon sıkıntısı içinde olsa dahi hisse başına kazancı ilan etmekte ve benzer şirketlerin dağıttıkları veya dağıtacakları kar payına yakın bir rakam çıkarmaktadırlar.<sup>119</sup>

Etkin bir piyasada, herhangi yeni bilgi fiyatlara hemen ve tamamen yansıtılır ve yeni bir sürpriz sayılır. Tahmin edilebilen hiç bir şey sürpriz değildir. İyi sürprizler, kötü sürprizler kadar muhtemel olduğu için etkin bir piyasada fiyat değişimlerinin pozitif olduğu kadar negatif olması da muhtemeldir.<sup>120</sup>

Deneysel çalışmalar Türkiye’de 1994-1995 yıllarında kar payı dağıtan şirketlere ait hisse senetlerinin kar payı dağıtımını gününde, dağıtılan kar payından daha fazla değer düşüğünü göstermektedir. Bu büyük bir yanlış anlama ile ancak yorumlanabilir. Hisse senetlerinin bir ortaklık belgesi olarak değil de piyasada işlem gören bir kıymetli evrak olarak bilinmesi neticesinde, kar payların hisse senedine ait olduğu ve elinde bulunduran kişi veya kuruluşların ortaklık hakkı olduğu bilinmemektedir. Çalışmalar, hisse senetlerini kar payı

---

<sup>118</sup>Levy, Haim;Sarnat Marshall; *Capital Investment and Financial Decisions*, London, Prentice Hall International 1978.

<sup>119</sup>Yenigün, İnci; “Temettü Ödemelerinin fiyatlara Etkisi”, *Finans Dünyası*, Sayı. 73, Ocak 1996, S. 86.

ödemesinden önce satmanın hissedarlara zarar getirdiğini göstermektedir.<sup>121</sup>

Bu da şunu gösteriyor ki; sermaye sahipleri veya potansiyel yatırımcılar, şirket hakkında yöneticiler kadar bir bilgiye sahip olmaları halinde, şirketin değerini uzun vadede arttıracak her türlü yatırım harcamaları, kısa vadede hisse senedinin değerini arttıracaktır.

Yatırımcıların kişisel ve kurumsal yatırımcılar olması değişiklik göstermektedir. Kişisel yatırımcıların tek başlarına yapamadıkları etkiyi kurumsal yatırımcılar az da olsa yapabilmektedirler. En azından şirket hakkında detaylı bir araştırma yaparak bilgi sahibi olabilirler.<sup>122</sup>

Kişisel yatırımcıların yatırımlardan bekledikleri gelirlerin önemi ülkeler arasında farklı olmaktadır. Aşağıda verdiğimiz tablo bunu açıkça göstermektedir.

**Tablo 2.2. Kişisel Yatırımcıların Yatırımlardan Bekledikleri**

Beklenen Gelir	Amerika	İngiltere	Y. Zelanda
Kar Payı Geliri	3	3	3
K. V. Fiyat Kazancı.	4	4	4
U. V. Fiyat Kaz.	1	2	2
Kar P. G. ve U. V.	2	1	1

Kaynak: Lucia, Chang ve Kenneth S. Most, The Perceived Usefulness Of Financial Statements For Investors' Decisions, University Press Of Florida, 1985, S.29.

Bu tabloya göre, Amerika'daki kişisel yatırımcıların en önemli yatırım amacının, uzun vadeli fiyat kazancı, ikinci yatırım

<sup>120</sup> Sharpe, William F.; Investments, Second Editions, Prentice- Hall, 1981, S. 71.

<sup>121</sup>Yenigün, İnci; a.g.m., S.86.

<sup>122</sup> Lucia, Chang ve Kenneth S. Most; The Perceived Usefulness of Financial Statements for Investor' Decisions, University Press of Florida, 1985, S. 28-29.

amacının ise, kar payı ve uzun vadeli fiyat kazancı sağlamak olduğunu ortaya koymaktadır. Kar payı gelirini elde etmek, bireysel yatırımcılar için ancak üçüncü sırada gelmektedir. En son ise kısa vadeli fiyat kazancı sağlamaktır. Ancak diğer iki ülkede ise, farklı bir sıralama vardır. İngiltere ve Yeni Zelanda'da kar payı geliri ve uzun vadeli fiyat kazancı yatırım amacının başında gelmektedir. İkinci en önemli yatırım amacı ise, Amerika'daki kişisel yatırımcıların tersine uzun vadeli fiyat kazancı sağlamaktır. Her üç ülkedeki kişisel yatırımcılara göre, sadece kar payı sağlamak üçüncü öncelikli, kısa vadeli fiyat kazancı elde etmek ise, en son önem verilen yatırım amacıdır.

Kişisel yatırımcılar üzerinde yapılan bu araştırmaya göre, hisse senetlerine yapılan yatırımların uzun vadeli olduğu ve dolayısıyla yapılacak yatırımlardan uzun vadede gelir bekledikleri ortaya çıkmaktadır.

Kurumsal yatırımcıların yaptıkları yatırımlardan bekledikleri gelirin sıralaması ise, kişisel yatırımcılara nazaran biraz farklı olmaktadır.<sup>123</sup>

**Tablo.2.3. Kurumsal Yatırımcıların Yatırımlardan Bekledikleri**

Beklenen Gelir	Amerika	İngiltere	Y. Zelanda	Avustralya
Kar Payı Geliri	3	3	3	2
Kısa Vadeli Fiyat K.	4	4	4	4
Uzun Vadeli Fiyat K.	1	2	2	3
K.P.G. ve U.V.F.K .	2	1	1	1

Kaynak: Lucia, Chang ve Kenneth S. Most; The Perceived Usefulness Of Financial Statements For Investors' Decisions, University Press of Florida-1985

<sup>123</sup> Anderson R.; "The Usefulness of Accounting and Other Information Disclosed in Corporate Annual Report to Institutional Investor in Australia", Accounting and Business Research, Autumn 1981, S. 259-260.

Kurumsal yatırımcılar, ilk üç ülkede kişisel yatırımcıların tercihlerinden farklı olmadığını göstermektedir. Buna karşılık Avustralya'daki kurumsal yatırımcıların diğer ülkelerdeki yatırımcılara oranla ikinci ve üçüncü önemli yatırım amacıyla farklı oldukları ortaya çıkmaktadır. Avustralya'daki kurumsal yatırımcılara göre ikinci önemli amaç, kar payı; üçüncüsü ise, uzun vadeli fiyat kazancıdır.

Kişisel ve kurumsal yatırımcılar üzerinde yapılan bu çalışma, kişisel ve kurumsal yatırımcıların yaptıkları yatırımları uzun vadeli yaptıkları veya düşündükleri sonucunu vermektedir. Ülkeler arasında bazı farklılıklar olmasına rağmen, bekledikleri en önemli amacının uzun vadeli olduğu ve kar payı geliri ile uzun vadeli sermaye kazancının birlikte ağırlıklı olarak tercih edildiği, buradaki dört ülkede de en az önem verilen amacın ise, kısa vadede elde etmek istedikleri fiyat geliridir.<sup>124</sup>

Ülkemizde ise, yapılan çalışmalar kişisel yatırımcıların daha çok kar payı geliri bekledikleri, kurumsal yatırımcıların ise, uzun vadeli sermaye kazancı bekledikleri görülmektedir.

Yatırımcılar, şirketlerin gelecekte elde edecekleri karlara ilişkin bilgileri MM yaklaşımının aksine çok sınırlı olmaktadır. Bu sebeple kişisel yatırımcıların bir kısmı şirketin uzun vadeli kar payı dağıtım oranına değil de, kısa vadeli kar payı dağıtım oranına ve başarısına bakarak yatırım kararını vermektedirler.<sup>125</sup>

---

<sup>124</sup> Özer, Gökhan; Muhasebe Karları İle Hisse Senedi Verimleri Arasındaki İlişkiler: İ.M.K.B.' da Deneysel Bir Analiz, Ankara-1996, S.16.

<sup>125</sup> Ball C. Ben ,Jr.; "The Mysterious Dissaperance Of Retained Earnings", Harvard Businnes Review, July-August 1987, S. 56-63.

## ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

### UYGULAMADA KAR PAYI DAĞITIM POLİTİKASI

#### 3.1. SERMAYE YAPISI KARARI VE ŞİRKETİN PİYASA DEĞERİ

Bir şirketin finansman kararı, kar payı dağıtımı ve diğer finanslama ve yatırım kararlarıyla çoğu zaman birbirine karışır. Şirket borçlanarak sermayesini finanse edebilir. Kar payı artışı finansında kullanılan nakit, şirketin diğer bazı faaliyetlerinden dolayı meydana gelir.<sup>126</sup> Şirket sermaye yapısı tercihini yaparken piyasadaki problemleri görmesi gerekir. Finansal yöneticinin asıl problemi, şirketin piyasa değerinin maksimizasyonu için yatırımcıların çoğunluğuna hitabeden güvenin birleştirilmesinin tespit edilmesidir. Bu problemin çözümünden önce, hissedarların varlıklarının maksimizasyonu sağlamak, şirketin piyasa değerini maksimize eden politikadan güven duyar. Şirket değerini maksimize eden politika olsa bile hissedarların kazançlarını maksimize edecek bir politikanın uygulanması gerekir.

Şirketin farklı hisse senedi ve tahvillere sahip olması halinde, sermaye yapısı iyi bilinmelidir. Sermaye yapısının seçimi bir piyasa probleminin temelini oluşturur. Şirket değeri, belirli hisse senedi ve tahvil birleşmeleri kalemlerinden meydana gelir. Ancak şirketin piyasa değerini maksimize eden düzenli birleşmenin bulunmasına çaba gösterilmelidir.<sup>127</sup> Sermaye yapısı kararı, hazırlanan konuların detayından oluşur. Şirket 1.000 adet hisse senedi çıkardığı ve her hissenin 50 dolara satılması halinde şirket

<sup>126</sup>Breakly-Myers; a.g.e., S.357-358.

<sup>127</sup> Weston, J. Fred ve Eguene F. Brigham; Essentials of Managerial Finance, Holt, Rinehard and Winston Inc., New York 1976, S. 585-595.

değeri,  $E=1000 \times 50=50.000$  dolar olur.<sup>128</sup>

E : şirket değeri.

Ayrıca şirket 50.000 dolar borçlandığında şirketin çıkardığı hisse senedi ve tahvillerin toplam piyasa değeri  $V=D+E$  ise,  $50.000+50.000=100.000$  dolar olur.

V:Hisse senedi ve tahvillerin toplam piyasa değeri,

D: Borçlanma tutarını göstermektedir,

Bu borçlanmaya ilaveten 10.000 dolar borçlandığında, şirketin borç dağılımı şöyle olur;

Eski Borç	50.000 dolar
Yeni Borç	10.000 dolar
Toplam Borç	60.000 dolar = D
Eşitlik	? = E

---

Şirket değeri ? = V

Bu bilgilerde iki bilinmeyen, E ve V vardır.

$E=V-D=100.000-60.000=40.000$  dolar olur.

Hissedarlar, 10.000 dolar kar payı tamamen denkleştirmeyi bir sermaye kaybı olarak katlanırlar. Fakat şirket değeri, V, artışı yeni sermaye yapısı 105.000 dolar olduğunda,  $E=105.000-60.000=45.000$  dolar olur ve hissedarların sermayesi 5.000 dolar artar. Genellikle V'deki artış veya azalış şirkete ait hissedarların sermaye yapısı artışıdaki değişmeye neden olur.

Bunu bu şekilde izah etmenin iki varsayım vardır. Birincisi şirket kar payı dağıtım politikasına önem vermelidir. İkincisi sermaye yapısı değişikliğinden sonra eski ve yeni borç toplamı 60.000 dolardır. Kar payı dağıtım politikası önemli olabilir veya olmayabilir. Burada sadece kar payı dağıtım politikasının bazı

<sup>128</sup> Breakly-Myers; a.g.e., S. 384.

önemli kararların sermaye yapısında yaptığı değişikliğe değineceğiz. İkinci varsayım, eski ve yeni borcun 60.000 dolar olarak bildirilmesidir. Ancak bu haksızlık olabilir. Belki alınan yeni borçla eski tahvillerin riski artmıştır. Eski tahvillerin sahipleri ise, bu artan riski karşılayan yüksek faiz oranını talep etmezler. Ayrıca tahvil sahiplerinin yatırım değeri azalır. Bu durumda şirket hissedarları, borçlanmayla eski tahvil sahiplerin zararındaki tutar kadar kazanırlar ve eşitlik değişmez. Görüldüğü gibi, kar payı eski ve yeni hissedarları ve şirketi farklı şekillerde zorlamaktadır.

Kar payı zorlaması çeşitli yönlerde olur. Birincisi ödeme şeklindeki zorlamalardır. Bu nakit kar payları ve hisse senedin geri alınması arasında ayırt edilmez. İkincisi kar payı zorlama formülünde, şirketler, negatif kar payı ödemedi, kazancı negatif olsa da hissedarlara bunu yansıtacak güçte değillerdir. Fakat negatif kazanç olması halinde dahi kar payı dağıtımı sıfır olmalıdır.<sup>129</sup>

MM araştırmasında borçlanma politikasında basit görüşün uygulanması önemli değildir. Nakit akışı iki şekilde cereyan eder. A'nın bugünkü değeri artı B'nin bugünkü değerinin toplam eşitliğidir. Sermaye bütçelemesi tartışması toplam değerinin prensibini belirler. Bugünkü değer toplamı = A+B olur. Bugünkü genel durumda birleşen varlıklar yoktur. Fakat çoğunda görüldüğü gibi nakit akışı parçalanmaktadır.

Kar payı ödemesinin önemsiz olduğu kabul edildiğinde, şirket yatırım politikasını uygulaması gerekir. Yatırım için genellikle fon ihtiyacı dağıtılmayan karlarla karşılanabileceği gibi, dış

<sup>129</sup>Kalay, Avner, Stocholder-Bondholder Conflict And Dividend Constraints, New York University, New York, NY 10003, February 1982, S. 255-270.



kaynaklardan da sağlanabilir. Ancak dışarıdan sağlanan fonların bir maliyeti vardır. Maliyet söz konusu olunca genelde kazancın şirkette bırakılması yoluna gidilir. Kar payı olarak ödenen her bir TL için, dışarıdan alınan her bir TL'nin maliyetini düşükten sonra kalan miktardan daha az kazanılır. Dış finansman hacmi büyük olduğunda genelde maliyet artar.<sup>130</sup> Bir başka deyişle şirket borç/varlık oranını değıştirdiğinde, sermaye maliyetini ve şirketin piyasa değerini ne ölçüde değıştireceğidir.

Şirketin piyasa değerini korumada MM'nin araştırmasında borçlanma politikası etkisiz kabul edilmiştir. Piyasayı etkinlikten uzaklaştıran faktörlerin olmadığı durumlarda, bir şirketin değerinin şirketin finansal yapısından bağımsız olduğunu ortaya koymuşlardır. Bir şirketin değeri bilançonun aktif tarafında yer alan varlıkların değerine bağılıdır. Finansal piyasaların etkinlikten uzaklaşması ile borçlanmanın önemi ortaya çıkar. Örneğin verginin olması, faiz giderlerinin kurum kazancından düşüldükten sonra verginin hesaplanması nedeniyle borçlanmanın lehine bir durum meydana gelir.

Borçlanma araçlarının en önemli özelliği borçlanan ve borç veren arasında ortaya çıkabilecek riskin tamamına yakını borçlanan şirket için söz konusu olur.

Ancak sermaye yapısı hakkında karar verebilmek kolay ve açık değildir. Borçlanmanın daima en iyi karar olduğu söylenmesine rağmen, bazı durumlarda şirketin karını olumsuz etkileyebilmektedir. Sermaye yapısı hakkında verilecek kararın dört farklı şekilde değerlendirilmesi gerekir. Bunlar; vergiler, risk, aktif tipi ve finansal açıdan rahatlama olmaktadır.<sup>131</sup>

<sup>130</sup>Van Horne; a.g.e, 1995, S.324.

<sup>131</sup>Breakly-Myers; a.g.e., S. 434.

Teorik olarak sermaye yapısını açıklayan kaldıraç kavramı pratikte eksik kalmaktadır. Kaldıraç analizi sermaye yapısı seçiminde yalnız başına yeterli bir faktör olmamaktadır. Şirketler finansman kaynaklarına karar verirken işletme ve finansal risklerle birlikte şirketin büyüme hızı, karlılıkları, vergi kanunları, teşvik sistemi, piyasadaki bilginin yetersizliği, enflasyon, denetimi kaybetme olasılığı ve yöneticilerin davranışları gibi faktörleri dikkate almak zorundadır.

Sermaye yapısının belirlenmesinde bugüne kadar yapılan pratik ve deneysel çalışmalarda ortaya çıkan sonuçlar aşağıdaki tabloda özet olarak gösterilmiştir.

**Tablo. 3.1. Sermaye Yapısı Kararı İle İlgili Ortaya Çıkan**

**Sonuçlar**

<b>Araştırmacılar</b>	<b>Ortaya Çıkan Sonuçlar</b>
	<b>Vergi</b>
Modigliani ve Miller (1958)	Vergi tasarrufları borcun artmasına neden olur.
Miller (1977)	Faiz kazançları gelir vergisine tabi olduğundan, kurum düzeyinde karlı olan borçlanmanın bu avantajı kaybolur.
	<b>Yönetici Problemi</b>
Jensen ve Mecklig (1976)	Düşük büyüme oranına sahip, nakit fazlası olan büyük işletmelerde borçlanma daha fazladır.
Jensen (1986) Stultz (1990)	Fazla nakit akışına sahip ancak iyi yatırım fırsatları bulamayan şirketlerde borçlanma daha fazladır.
Harris ve Raviv (1990)	Şirket değeri yüksek, borç/beklenen gelir oranı yüksek, likidite değeri fazla. iflas olasılığı yüksek şirketler daha çok borçlanırlar.
Diamond (1989)	Yeni kurulan şirketlerde borçlanma daha azdır.
Hirsleifer ve Thakor (1989)	Yöneticilerin prestij kaygısı arttıkça ve şirketi satın almak isteyenler olunca borçlanma artar.
	<b>Asimetrik Bilgi</b>
Ross (1977)	Şirket değeri ve karlılık arttıkça borçlanma eğilimi daha ağır basar. İflas maliyetlerinin artması ise öz sermaye ile finansmanın artmasına

	neden olur.
Myers ve Majluf (1984)	Bilgi yayılmadıkça borçlanma artar. Yeni yatırımlar başlangıçta tutulan karlarla, daha sonra borç ile ve en son olarak öz sermaye ile finanse edilir.
Leland ve Pyle (1977)	Şirket değeri arttıkça borçlanma artar.
Chang (1987)	Karlılık arttıkça borçlanma artar.
	<b>Birleşme ve Devir Durumu</b>
Harris ve Raviv (1988) Stultz	Diğer şirketler tarafından satın alınma durumu ortaya çıktığında şirketlerin borçlanmaları artar.

Kaynak: H.Ü. İktisadi Ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi, Cilt. 11/1993.

Şirketin ödediği vergilerle yatırımcıların ödeyecekleri vergiler arasındaki ilişkinin hesaplanması gerekir. Şirketin vergi ödemesi halinde yatırımcıların ödedikleri toplam vergi artmış olur. Yatırımcıların ödedikleri vergi, şirketin gelir vergisi ödemesinde yapılan azaltmaya karşılık artar. Ancak meydana gelen toplam zarar fazla olursa bu artış oranında şirket vergileri düşmez. Fakat kişisel vergiler artar.

Şirketin vergilerini ödemesi çoğu zaman yatırımcıları ilgilendirmez. Fakat bu borcun süresince olabilecektir. Şirket yüksek ve sabit bir gelir halinde vergiyi ödemesi daha uygun olur. Ancak şirket verginin avantajını tamamen kullanmayabilir.

Bilindiği gibi borçlanma, geliri korumada yalnız bir yol değildir. Vergi ödenmemesinden de fazla bir değer artışı beklenilmez. Ancak şirket vergisindeki azalmanın kullanılmasıyla şirketin ödemeleri hızlanır.<sup>132</sup>

Sermaye yapısı kararını ilgilendiren bir diğer boyut risk faktörüdür. Finansmanla ilgili tüm kararlarda göz önüne alınan risk, finansal tehlike veya iflası da beraberinde getirebilir. Bununla birlikte finansal tehlike ve iflasın maliyeti yüksek olur. Diğer şeyler aynı kalsa bile, tehlikesi yüksek işletme riski şirket açısından daha uygundur. Çünkü yüksek gelir elde etmek için

<sup>132</sup>Akgüç, a.g.e., S. 394.

yüksek riske katlanmayla sağlanır. Riski dikkate alan şirketler, genelde daha az borçlanır. Tehlikenin maliyeti şirket için belki daha büyük olabilir. Bu maddi olmayan varlıklara veya büyüme fırsatlarından dolayı çıkabilecek karlardan vazgeçmeleriyle daha uygun olur. Yapılması gerekenler yerine getirilmezse, varlıkların değeri çok hızlı düşer.<sup>133</sup>

Uzun dönemde şirketin değeri, sermaye yatırımı ve faaliyet kararları finanse edildiğinde çok rahat eder. Eğer şirket yeterli bir finansal rahatlamaya sahip olmak isterse kararları güvenle yapmayı istemelidir. Finansmanın karlı yatırım fırsatları arttığında daha erken tespit edilmesi gerekir.<sup>134</sup>

Sermaye bütçesi görüşmelerinde değer kalanı prensibi bulunmalıdır. Mükemmel sermaye piyasasında iki aktif varlığın birleştirilmesiyle toplam bugünkü değeri ayrı ayrı inceleyerek toplam eşitliği görmeliyiz.

Şirket değerini koruma kuralları gerçekleştirilmelidir. Bir varlığın değeri taleplere rağmen varlığın yapısına bakmadan korunur. Şirket değerini korumada iki öneri yapılabilir. Birinci öneri, şirket değeri menkul ve gayrimenkul varlıklarla şirketin hisse senedi ve tahvil dağıtması ve borçlanmayla bilançonun sağ tarafı (pasif taraf) belirlenir.

Bu görüş genişçe benimsenmiştir. Mesela, şirket değerini korumak için imtiyazlı hisse senetleri, adi hisse senetleri veya bazı birleşmeler arasında bir tercih yapılır. Koruma kuralı olarak, mükemmel sermaye piyasaları olduğunu farzedin ve şirketin borçlanması, yatırım ve faaliyet politikalarından etkilenmeyen tercihin sağlanması ve tercihin etkisiz kaldığını kapsar. Koruma

<sup>133</sup>Breakly-Myers; a.g.e., S.435.

<sup>134</sup>Gönenli, a.g.e.; S. 356.

kuralı, şirketin hisse senedi ve tahvilin birlikte çıkarılmasıyla oluşan borç karışımı belki uygulanır. Bu durumda uzun veya kısa dönemde seçim yapmakla koruma kuralı sağlanır veya sağlanması çok önemli veya az önemli olması ve değiştirilebilir veya değiştirilemez borçların tümü, şirketin değeri üzerinde etkisiz kalabilir.<sup>135</sup> Bunu bir örnekle açıklayabiliriz.

A şirketine ait bilgiler;

Hisse sayısı	1.000 Adet,
Hisse fiyatı	10.000 TL.
Hisselerin piyasa değeri	10.000.000 TL

**Tablo 3.2. Şirketin tahmini karları. (000.TL)**

	I.Durum	II.Durum	II.Durum	IV.Durum
Faaliyet Gel.	5.000	10.000	5.000	20.000
Her Bir H.K.	5	10	15	20
Hisselerin Gel.(%)	5	10	15	20

Varlıkların birleşmesi ve bölünmeleri şirket değerini etkilemez. Ayrıca bir yatırımcının seçimi de beklenen sonucu etkilemediği görülmektedir. Sermaye yapısını, tercihlerin etkilemediğini kabul ettiğimiz zaman, aynı risk ve serbest faiz oranının vatandaşlar ile şirketin birlikte borçlanma ve borç vermenin tamamen kabul edilmesi gerekir. Ancak böyle olduğunda vatandaşlar şirketin sermaye yapısındaki tüm değişikliklerin etkisini bozarlar.

Buna karşın uygulamada, şirket borçlanması serbest ve risksiz değildir. Şirket yönetimi, hisse senedi ve tahvile uygun faiz oranı vermesiyle kurtulamaz. Şirket borçlandığı parayı, borçlanmanın sağlayacağı gelir(beklenen gelir), faiz, risk ve vergiler uygun

<sup>135</sup> Tecer, Meral; İşletmelerde Sermaye Maliyeti, Türkiye ve Orta Doğu Amme İdaresi Enstitüsü Yayınları, No.188, Ankara 1980, S. 89-90.

hesaplanmazsa, bu borcun geri ödemesi garanti olmaz. Tüm faaliyetler için borçlandığı parayı tamamen geri öderse borcun yükümlülüğünden daha fazla bir aktif değer kalır.<sup>136</sup>

### 3.1.1. Optimal Sermaye Yapısının Bulunması

Teorik anlamda her şirket, kendisi için optimal sermaye yapısını araştırmalı ve yatırım projelerini bu yapıyı bozmayacak şekilde finanse etmelidir. Gerek finans yöneticileri gerekse finans teorisyenleri arasında, borçlanma politikasının bazı yönleri hakkında görüş ayrılıkları mevcuttur. Ancak her şirket için bir optimal sermaye yapısının bulunması gerektiği konusunda aynı kanaate varmışlardır. Optimal sermaye yapısı, şirketin piyasa değerini maksimum ve sermaye maliyetini minimum yapmaktır. Bir şirket optimal sermaye yapısına ulaştığı nokta, sermaye maliyetini minimum yaptığı noktadır.<sup>137</sup>

Bir şirketin sermaye yapısı kararı; şirket dışındaki kurumlardan borçlanma yoluyla veya hisse senedi çıkarmak şeklindeki kararlardan oluşur. Yani borç ve öz sermaye finansman kaynaklarını kullanarak optimale ulaşır. Şirket optimal sermaye yapısına ulaşınca kadar borçlanmanın reel maliyeti, öz sermayenin reel maliyetine oranla daha düşüktür. Optimal sermaye noktasında, borçlanmanın ve öz sermayenin reel maliyetleri birbirine eşit olmaktadır. Şirket optimal sermaye noktasından sonra borçlanmaya devam ettiğinde, borçlanmanın reel marjinal maliyeti artacaktır. Dolayısıyla borçlanmanın reel marjinal maliyeti, öz sermaye marjinal maliyetinden yüksek olacağından şirketin ortalama sermaye maliyeti ve optimal sermaye yapısı

<sup>136</sup>Breakly-Myers; a.g.e., S.435.

<sup>137</sup> Akgüç, Öztin; a.g.e., S. 502.

değişecektir.

Finans yöneticisi açısından uygulamada asıl problem, şirketin optimal sermaye yapısını nasıl belirleneceğidir. Optimal sermaye yapısını belirlerken kullanılan çeşitli yöntemler olmasına rağmen, basit bir eşitlik veya kritik değer yoktur.<sup>138</sup> Ayrıca sermaye yapısı kararı bir çok alt kararların verilmesinden oluşur.

Borcun risksiz olduğu, iflas maliyetlerin bulunmadığı ortamlarda borç politikalarının önemsiz olduğu kabul edilmiştir. Kurumlar vergisinin dahil edildiği bir ortamda, şirketin %100 borç kullanımı ile sermaye maliyetini en fazla düşürürken, şirketin değerini maksimum yapabileceği sonucuna varılmıştır.<sup>139</sup>

Optimum sermaye yapısını destekleyen deneysel çalışmalar vardır.

Sermaye yapısında ılımlı miktarda borç kullanılarak borcun sağlayacağı vergi tasarrufları nedeniyle şirket değerini arttıracaklarını ancak aşırı kaldıraç düzeyinde, iflas maliyetlerinin vergi avantajını gidererek şirket değerini düşürdüğünü gösteren deneysel çalışmalardır. Bu çalışmalar aynı zamanda iflas maliyetlerinin yol açtığı optimum sermaye yapısı kavramını da desteklemektedir.

Brennen Schwartz, sadece iflas maliyetlerinin değil, maliyetsiz olsa dahi iflasın yüksek kaldıraç düzeyinde şirket değerini düşürmek için yeterli kabul edilmiştir. İflas maliyetleri arttıkça şirketin optimum sermaye yapısı daha düşük bir kaldıraç düzeyinde oluşmakta ve şirket değeri düşmektedir.

---

<sup>138</sup> Ceylan, Ali; a.g.e., S. 141.

<sup>139</sup> Akkum Tülin, Firmaların Sermaye Yapısı, Sermaye Maliyeti, Yatırım ve Finansman Kararları İle İlgili Teorik Ve Ampirik Çalışmalar, İstanbul. Seminer Çalışması, İ.Ü.İşletme Fakültesi, 1993

Altman, 1968 yılında iflas eden 90 şirket üzerinde yaptığı çalışmada, iflas süresi bu şirketler için ortalama 27 ay devam etmiş ve bu şirketlerin iflastan sonra hisse senetlerinin değeri belirgin bir şekilde düşüş göstermiştir. Bu da iflasın şirket değerini olumsuz yönde etkileyen bir faktör olduğu ortaya çıkmıştır.

Ayrıca Altman, 1980-1982 döneminde bir başka çalışmasında, yedi şirketi incelemiş ve iflastan bir yıl önce direkt olmayan iflas maliyetlerinin şirket değerinin %17.5'ini oluşturduğunu göstermiştir.

Altman'ın sonuçları, direkt ve direkt olmayan toplam iflas maliyetlerinin, vergi tasarruflarının iflas maliyetleri ile dengelenecek şekilde optimal sermaye yapısını belirlemede önemli olduğunu göstermektedir.

Sermaye yapısı kararını etkileyen çeşitli faktörler mevcuttur. Her şirketin bir optimal sermaye yapısı olacağından, her şirketin durumu diğerlerinden farklı olacaktır. Ayrıca finansman kararlarını etkileyen faktörler; ekonomik durum, sektör ve şirketin özellikleri ve şirket yöneticilerinin riski görebilme özelliği de optimal sermaye yapısının çerçevesini meydana getirir. Böyle olmakla beraber, çeşitli finansman kaynakları arasında tercih yapılırken bazı ortak kriterler göz önünde bulundurulabilir.<sup>140</sup>

### 3.1.1.1. Uygunluk

Şirkette kullanılan fonların yapısı, nitelikleri ve birbirine uyumu, uygunluk olarak ifade edilir. Şirket duran varlıkları sürekli ve uzun vadeli kaynaklarla; dönen varlıklar ise, sürekli olmayan ve kısa vadeli kaynaklarla finanse edilmesi gerekir.

---

<sup>140</sup> Akgüç, Öztin; a.g.e., S. 503.



Yapılan yatırımların şirketin fon sağlama kapasitesini artırmadan, şirketin bu yatırımlarını finanse ederken kullandığı yabancı kaynakları geri ödemek zorunda kalması, şirketi finans açısından bazı zorluklarla karşı karşıya getirebilir. Bu sebepten dolayı duran varlıkların finansmanı orta ve daha çok uzun vadeli kaynaklarla karşılanması uygun olur.

Dönen varlıklar içerisindeki hazır değerler grubu hesapları arttıkça, şirketin kısa vadeli finansman kaynak ihtiyacı da buna bağlı olarak artar.

### 3.1.1.2. Risk

İlk bölümde belirtildiği gibi, borçlanmanın ve hisse senedi çıkarılarak öz sermayenin dağıtılmasının bir riski vardır. Risk, şirket karlarını dolayısıyla şirketin toplam değerini etkilemektedir. Bazı yatırımcılar şirketin hisse senetlerine sahip olurken endişe duyabilirler. Her ne kadar bazı yatırımcılar düzenli risk ortamında hisse senetlerini almaktan kaçınmazlarsa da, hemen hemen tüm yatırımcılar, belirli küçük riskte yatırım yapmaktan zevk alırlar. Genellikle yaygın kanaat odur ki, sermaye kazancının vergilendirilmesi, yatırımcıların ek riskleri taşımadan dolayı aldıkları risk primi vergilendirilmiş olacaktır.<sup>141</sup>

Toplam şirket değeri, hisse senetleri çıkarmak suretiyle yapılan borçlanma ile borçlanmanın getirdiği risk, iflasla gelebilen risk arasında ilişki kurularak sağlanmıştır.

Şirketin borçlanma kapasitesi şirket varlıklarının değerleriyle orantılıdır. Borçlanma şirketin değerini iki şekilde etkiler. Birincisi, şirket değeri muhtemel iflas maliyetlerle azalır.

---

<sup>141</sup> Auerbach, A.; M. Feldstein; " The Effects Of Taxation On Savings And Risk Taking", Handbook Of Public Economics, Vol.1, Amsterdam: North Holland, 1985, S. 293-309.

İkincisi, borçlanma üzerindeki faiz ödemelerinde vergi muafiyeti dolayısıyla şirket değeri artar. Bir şirket riskindeki artış ve iflas maliyetindeki artışla borçlanma kapasitesi, kurumlar vergisi oranı ve serbest riskte artar.

Borçlanma değeri üzerinde iflas ve vergilerin etkilerini içeren sonuçlar, Black ve Cox (1976) tarafından borçlanma değerini gösteren eşitliğe ilave edilmiştir.<sup>142</sup> İflas maliyetleri yüksek olduğunda borçlanma değeri düşüktür. Bununla birlikte kurumlar vergisi oranındaki bir artış borçlanma değerini artıracaktır. Şirketin borçlanma kapasitesini, borçlanma değerinin maksimum noktası gösterir. Borçlanma değerini maksimum yapan noktayı aşağıdaki eşitlik yardımıyla bulabiliriz;

$$D_{MAX}(V) = V[Xk^{-1/X} (1+X)^{-(1+1/X)}] / r. \quad (3.1)$$

Şirketin borçlanma kapasitesi borçlanma varlıklarının değerleriyle orantılıdır ve şirket riski ( $\sigma^2$ ) ve iflas maliyetlerinin ( $\alpha$ ) artmasıyla düşer. Ayrıca borçlanma kapasitesi, kurumlar vergisi oranı ( $\lambda$ ), ve serbest risk oranının ( $r$ ) artmasıyla artar.

### 3.1.1.3. Kaldıraç Faktörü

Finansal kaldıraç, şirketlerde hisse başına elde edilen net geliri etkiler. Şirketler, sağlamış olduğu fonların bir bölümü karşılığında sabit sınırlı bir ödeme yaptığında (mesela, alınan borç için faiz ödemesi yapması gibi) finansal kaldıraç söz konusu olur.

Bir başka ifadeyle, bir işletmenin aktiflerinin bir kısmı yabancı kaynaklarla finansmanı sonucunda işletmenin hisse başına karlarının ve öz sermaye karlılığının değiştirilebilmesine finansal kaldıraç etkisi denilmektedir. Finansal kaldıraç derecesi olumlu

<sup>142</sup> Cox, Clifford T.; " Relationships Between Timeliness in Corporate Reporting and Corporate Attribcasts", The Accounting Review, October 1985, S. 692-700.

yada olumsuz olabilmektedir. Finansal kaldıraç derecesinin olumlu olduğu durumlarda, belirli bir faaliyet karı seviyesinde işletme borçlandıkça öz sermaye karlılığı ve hisse senedi başına karlar artmakta, etkinin olumsuz olduğu durumlarda ise bu iki oran borçlanma arttıkça azalmaktadır.

Tamamen öz sermaye ile finanse edilmiş bir şirkette, faaliyet karındaki değişimler hisse başına karlar ve öz sermaye karlılığına aynı oranda yansırken borcu olan bir işletmede faaliyet karındaki değişimler söz konusu oranları daha fazla etkilemektedir. İşletmede borç oranı arttıkça finansal kaldıraç etkisi de artmakta ve dalgalanmalar daha fazla olmaktadır.

Hisse başına karların değişkenliği borçlu işletmelerde borcu olmayan işletmelere kıyasla daha fazla olacağından faaliyet karındaki bazı küçük değişimler hisse başına karları büyük oranlarda değiştirecek, borçlu işletmelerin hisse başına karlarının olasılık dağılımı daha basık olacaktır.

Bir şirket faaliyetlerden sağladığı kazanç oranı, ödenen faiz oranından yüksek olduğu zaman borçlanma yoluyla aktiflerin kazanç oranını yükseltebilir. Bu durumda, finansal kaldıraç şirket lehine çalışır. Ancak bunun tam terside olabilir. Yani faiz oranı şirketin kazanç oranından yüksek olduğunda, şirketin borçlanması aktiflerin kazanç oranını ve hisse senedi başına elde edilen geliri düşürür.<sup>143</sup>

EBİT (Earnings Before Interest and Taxes) vergi ve faizden önceki kar ve EPS (Earnings Per Share) ise, hisse başına kar demek olup, optimal sermaye yapısının belirlenmesinde uygulamada kullanılan yöntemlerdir. EBİT ve EPS analizi optimal sermaye yapısının incelenmesinde bir araç olup, faiz ve vergiden

---

<sup>143</sup> Leland, Hayne E.; a. g. e., S. 1236.

önceki kar ile hisse başına gelir arasındaki ilişkinin analizine dayanır.<sup>144</sup> Bu analizde şirketin tahvil çıkarma ile hisse senedi çıkarma arasında yapılan tercihleri karşılaştırmalı olarak gösterir. Bir örnekle gösterelim:

A. A.Ş. 20 milyon TL değerinde bir yatırım yapacaktır. Şirket bu yatırımı ya %42 faizli tahvil ihraç ederek yada nominal değeri 1.000.TL olan hisse senetlerden 80.000 adetini ihraç ederek karşılayacaktır. Şirketin sermaye yapısı, 4 milyon TL. %30 faizli tahvil bulunmaktadır. Faiz ve vergiden önceki kar 10 milyon TL olarak tahmin edilmektedir. Buna göre hisse başına gelir açısından yeni yatırımın finansmanı nasıl sağlanması gerekir? (Kurumlar Vergisi Oranı %50 olarak kullanılacaktır.)

	Hisse Senedi Çıkarma	Tahvil Çıkarma
Faiz ve Vergiden Önceki Kar	10.000.000	10.000.000
Ödenecek Tahvil Faizi	1.200.000	9.600.000
Vergiden Önceki Kar	8.800.000	400.000
Kurumlar Vergisi (%50)	4.400.000	200.000
Vergiden Sonraki Kar	4.400.000	200.000
Hisse Senedi Sayısı	100.000	80.000
Hisse Başına Gelir	44	2.5

Hisse senedi çıkarma alternatifi şirket için daha uygundur. Bu alternatifte hisse başına gelir daha yüksektir. Hisse senedi başına gelir açısından, hisse senedi ihracı veya borçlanma yoluyla finansmandan hangisinin tercih edilmesi gerektiği, borçlanmanın Faiz ve Vergiden Önceki Karın hangi noktasından sonra yararlı

<sup>144</sup> Ceylan, Ali; İşletmelerde Finansal Yönetim, 3. Basım, Ekin Kitabevi Yayınları, Bursa-1993, S. 155.

olduğunu aşağıdaki formül ile hesaplayabiliriz;<sup>145</sup>

$$\frac{(1 - t)(X - F_1)}{S_1} = \frac{(1 - t)(X - F_2)}{S_2} \quad (3.2)$$

Burada,

t : Kurumlar Vergisi Oranını,

X : Başabaş noktasında faiz ve vergiden önceki karı,

F<sub>1</sub>: Tahvil çıkarılması halinde ödenecek faiz tutarını,

F<sub>2</sub>: Hisse senedi çıkarılması halinde ödenecek faiz tutarını,

S<sub>1</sub>: Tahvil çıkarılması halinde şirketin elinde bulunan hisse senedi sayısını,

S<sub>2</sub>: Hisse senedi çıkarılması halinde şirketin elinde bulunan hisse senedi sayısını göstermektedir.

Bu formülde bulunacak değer X değeridir. Bulunacak X değeri şirketin faiz ve vergiden önceki karı ile karşılaştırılır. Eğer bulunan değer, şirketin faiz ve vergiden önceki karından büyük ise, ek finansman ihtiyacı hisse senedi çıkarılarak sağlanır. Buna karşılık şirketin faiz ve vergiden önceki değeri X değerinden küçük ise, hisse başına gelirin artması için ek finansman ihtiyacı tahvil çıkarılarak sağlanması daha uygun olur.

Örneğimizde bu formülü kullandığımızda;

$$\frac{(1 - t)(X - F_1)}{S_1} = \frac{(1-t)(X-F_2)(1-0.5)}{S_2} = \frac{(X-9.600.000)(1-0.5)}{80.000} =$$

$$\frac{(X-1.200.000)}{100.000}$$

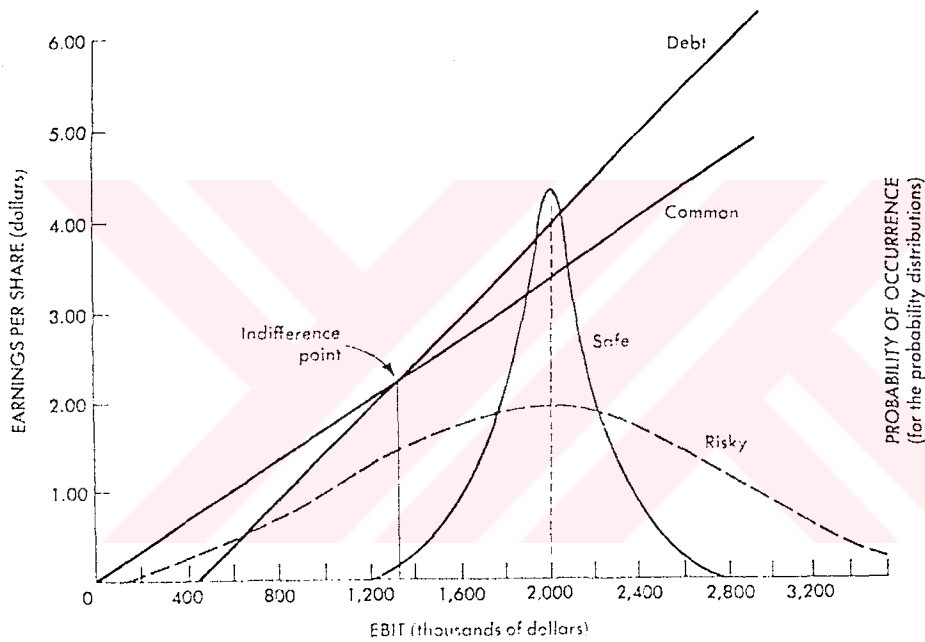
X = 43.200.000.TL olarak bulunur.

<sup>145</sup> Van Horne, James C.; Financial Management and Policy, New Jersey- 1968. S. 690., Tokol, Tuncer; Ali Ceylan; "Enflasyon ortamında Yatırım Projelerinin Değerlendirilmesi", Finansal Yönetim ve Yatırım Planlaması, Yıl. 2, Sayı. 8, Aralık- 1980. S. 40-41.

Örneğimizde bulunan değer, (43.200.000.TL) beklenen faiz ve vergiden önceki kardan (10.000.000.TL) yüksek çıkmıştır. O halde, şirket finansman ihtiyacını yeni hisse senedi çıkararak karşılayacaktır.

Finansal kaldıraçın derecesi; vergiden önceki kazançlardaki değişme yüzdeleri ile her bir hisse kazancındaki değişme yüzdeleri karşılaştırılarak aşağıda gösterilmiştir.<sup>146</sup>

### **Grafik 3.1. Borçlanmanın Finansal Kaldıraç Derecesi.**



Grafikte, borçla finansmanda, şirketin EBIT'inin 450.000.TL olduğu düzeyde hisse başına gelir sıfır olduğu için, borçla finansman doğrusunun X eksenini kestiği nokta, 450.000.TL olarak gösterilmiştir. Sermaye artışı ile finansmanda ise, EBIT'in sıfır olduğu noktada hisse başına gelirden sıfırdır. Bu nedenle öz sermaye ile finansman doğrusu orijinden geçmektedir. Borçla finansman seçeneğinde ise, doğrunun 450.000.TL'den

<sup>146</sup> Van Horne, James C.; Fundamentals of Financial Management, 4.th Edition, 1980, S. 387-388.

başlamasıyla 1.350.000.TL noktasında öz sermaye doğrusunu kesmektedir. Bu noktanın altına düştüğünde öz sermaye ile finansman borçla finansman seçeneğine göre hisse başına daha yüksek gelir sağlamaktadır. Bu noktanın üstüne çıktığında EBİT'in sağlanması halinde, borçla finansman hisse başına gelir sağlama açısından daha avantajlı olmaktadır.

EBİT ve EPS grafiğinin çizilmesiyle, çeşitli finansman tercihlerinin hisse başına gelir üzerinde yaptığı etkiyi gösterdiğinden, finans yöneticileri daha doğru karar almaya yardımcı olacaktır. Finans yöneticisi, borç ve öz sermaye ile finansman doğrularının kesiştiği nokta ile, faiz ve vergiden önceki karın gerçekleşme imkanının en fazla olduğu seviyeyi karşılaştırmak suretiyle, faiz ve vergiden önceki karın bu iki doğrunun kesiştiği noktanın altına düşme imkanını belirleyebilir. Şirketin faiz ve vergiden önceki karından beklenen seviye, şirketin öz sermaye veya borçla finansman için kayıtsız olduğu noktanın çok üstünde olması ve EBİT'in bu kayıtsızlık noktanın altına düşme ihtimali tamamen olmaması veya çok zayıf olması halinde şirketin borçla finansman sağlaması uygun olacaktır.<sup>147</sup>

Sermaye artışı veya borçla finansmanda, öz sermaye ve borçla finansman doğrularının kesiştikleri noktanın bulunmasında, şirketin faiz ödemeleri öncelliğinin dikkate alınmaması bir eksiklik olarak ele alınabilir. Çünkü borç verenlerin anapara ve faizleri şirketin karlı olup olmadığına veya karın yüksekliğine bağlı değildir.

Şirketler finansman ihtiyaçlarını karşılarken, öz sermaye ve borçlanma arasında sürekli tamamını birinden sağlaması, kaynak

---

<sup>147</sup> Mella, P., and J. Parsons; "The Agency Costs of Debt", Journal of Finance 47, S. 1887-1904.

tercihi anlamına gelmez. Şirketler, belirli bir finansman ihtiyacının karşılanmasında bu iki kaynaktan aynı anda, ancak değişik oranlarda yararlanmaları uygulamada çok az rastlanan bir durumdur. Burada yapılacak en iyi tercih, öz sermaye ve borçlanma oranını bulmak olacaktır.<sup>148</sup>

Vergiden önceki karlar 2 milyon TL kabul edildiğinde, her bir hissenin kazancı 3.88 TL'dir. Vergiden önceki karlar %50'lik bir artışla 3 milyon TL'ye çıktığında her bir hissenin kazancı 6.38TL olur. Vergiden önceki karlardaki %50'lik bir artışa karşılık, her bir hissenin kazancında %64.4'lük bir artış olmuştur. Finansal kaldıracın derecesi 1.29 olarak bulunur.

Finansal kaldıracın derecesini aşağıdaki formül yardımıyla bulabiliriz.

Finansal Kaldıraç Derecesi =  $\frac{\text{Satış Gelirleri-Değişken Maliyetler- Sabit Maliyetler}}{\text{Satış Gelirleri-Değişken Maliyetler- Sabit Maliyetler-Faiz Giderleri}}$ ,

Veya;

FİKD= Faiz Ve Vergi Öncesi Kar/Vergi Öncesi Kar olarak formüleleştirilebilir.

$$\text{Finansal Kaldıracın Derecesi, } y = \frac{\text{EBİT}}{\text{EBİT} - C} \quad (3.3)$$

C; Yıllık faiz giderlerini veya imtiyazlı hisse senetleri için dağıtılan kar payları göstermektedir.

Örneğimizde C'yi her iki alternatif için kullanacağız. C, faiz giderleri ve 450.000.TL olarak kullanıldığında finansal kaldıracın derecesi;

---

<sup>148</sup> Leland, Hayne E.; "Corporate Debt Value, Bond Covenants, and Optimal Structure", The Journal of Finance, Vol. XLIX, No. 4, September- 1994, S. 1216-1218.



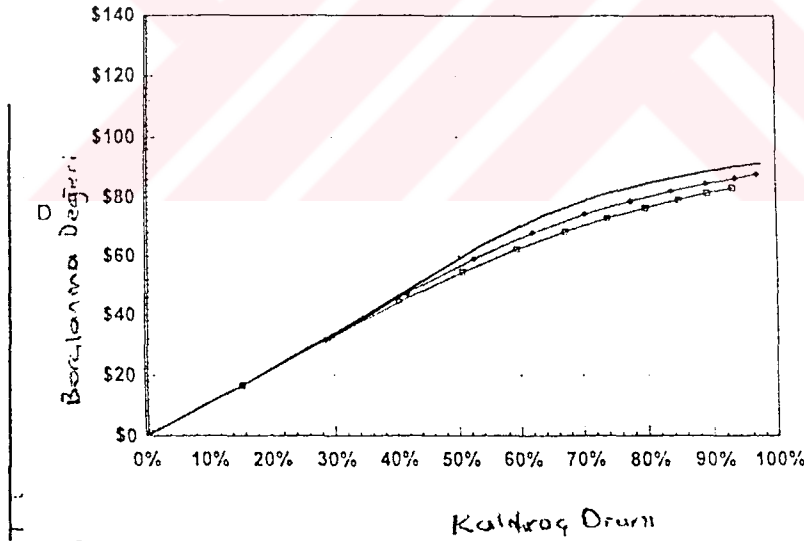
$$y = \frac{2.000.000}{(2.000.000 - 450.000)} = 1.29$$

C, imtiyazlı hisse senetlerine ait dağıtılan kar payları olarak kabul edildiğinde ve %100 arttığında finansal kaldıraçın derecesi;

$$y = \frac{2.000.000}{(2.000.000 - 700.000)} = 1.54$$

İmtiyazlı hisse senetler için finansal kaldıraç derecesinin yüksekliği vergiden sonraki finansal maliyetlerin yüksekliğine bağlanabilir. Bununla birlikte finansal kaldıraç derecesinin yüksekliği şirketin finansal riskinden büyüktür.<sup>149</sup>

**Grafik. 3.2. Borçlanma, Minimum Net Gelirle Sınırlandırıldığında Borçlanmanın Değeri**



Kaynak: Leland, Hayne E. "Corporate Debt Value, Bond Covenants, and Optimal Capital Structure", The Journal Of Finance, Vol. XLIX, No. 4, September 1994, S. 1236.

<sup>149</sup> Pfahl, John K.; David T. Crary; R. Hayden Howard; "The Limit of Leverage", Financial Executive 38 (May 1970), S. 48-54.

Tabloda sınırlı borçlanmanın değeri,  $D$ , değişen faaliyet oranı,  $L$ 'ye göre, varlıkların değişimi üç seviye olarak,  $\sigma$ : %15 (kesiksiz çizgi), %20 (düz, kapalı kareli çizgi) ve %25 (açık kareli çizgi) gösterilmiştir. Ayrıca serbest faiz oranı,  $r = \%6$ , iflas maliyeti,  $\alpha = \%50$  ve kurumlar vergisi oranı,  $\lambda = \%35$  olarak kabul edilmiştir. Varlıkların değişim oranı arttıkça borçlanma artmakta, düştükçe borçlanma düşmektedir. Ancak kaldıraç oranı %30-40'a ulaşıncaya kadar borçlanma kaldıraç oranından bağımsız olmaktadır. Kaldıraç oranı %40 civarını geçtikten sonra, borçlanma kaldıraç oranına bağlı olarak artmaktadır. Ayrıca borçlanma tutarı, kaldıraç oranı % 100'e ulaştığı noktada farklılık artmaktadır.

Optimal kaldıraç oranı ve değişik çevrelerde ortak hisse senetlerin verim farklılığı, uzun dönemde sınırlı ve sınırsız borçlanma için analiz edilerek bulunabilir. Birleşik devletlerde farklı kaldıraç oranları ve verim farklılıkları sonuçları karşılaştırılarak bulunmuştur. Buna göre, yüksek oranda borçlanan şirketlerde kaldıraç genelde %40'dan az çıkmıştır. Yatırıma yönelik şirket tahvillerin gelirleri, 1926'dan 1986'ya kadar minimum 15 temel noktada ve maksimum 215 noktada, uzun vadeli devlet tahvil gelirlerini aşmıştır. Bu dönemde ortalama hisse senetlerindeki verim farklılığı 77 temel noktadan kaynaklandığı görülmüştür.<sup>150</sup>

---

<sup>150</sup> Kim, I.; K. Ramaswamy; S. Sundaresan; "Does Default Risk In Coupons Affect The Valuation Of Corporate Bonds?: A Contingent Claims Model", Financial Management. 22, 1993. S. 117-131.

**Tablo.3.3. Farklı Risklerde Sınırlı ve Sınırsız Borçlanmayla Şirket Değerinin Değişimi**

Varlık Değişimi (%)	Sınırsız Borçlanma		Sınırlı Borçlanma	
	Borç D. TL	Öz Sermaye D. TL	Borç D. TL	Öz Sermaye D. TL
20	96.3	32.1	50.6	62.7
40	70.4	45.9	36.9	55.5
60	52.6	59.1	31.2	52.5

Tabloda çıkan sonuç, sınırlı ve sınırsız borçlanma için farklı olmaktadır. Dolayısıyla şirket değeri de borçlanmanın yüksek ve düşük çıkması nedeniyle değişmektedir.

Borçlanma sınırsız olduğunda ve varlıkların yıllık değişimi %20 olması durumunda optimal kupon 6.5 TL, borçlanma değeri 52.8 TL ve şirket değeri 128.4 TL'dir.<sup>151</sup> Buna karşılık borçlanma sınırlı olduğunda optimal kupon 3.26 TL, borçlanma değeri 50.6 TL ve şirket değeri de 113.3 TL çıkmaktadır.

Eğer şirket yönetimi, cari yıldaki değişmelere bağlı olarak şirket varlıklarının yıllık değişimini %20 arttırıp %40 yaptığında şirket varlıkların riski artar. Riskin artmasıyla, sınırsız borçlanma durumunda borçlanma değeri 70.4 TL, şirket değeri 116.3 TL olmaktadır. Sınırsız borçlanmada ise, borçlanma değeri 36.9 TL, şirket değeri 92.4 TL'dir. Yani sınırlı ve sınırsız borçlanmada, varlıkların yıllık değişimi arttığında borçlanma değeri ve şirket değeri düşmektedir. Bununla birlikte, sınırsız borçlanma durumunda, varlıkların riski arttığında öz sermaye de artmaktadır. Mesela, risk %20 iken öz sermaye değeri 32.1TL olup, risk oranı

<sup>151</sup> Kupon kavramı sabit giderler anlamında olup, optimal kupon ise, optimal sabit giderleri ifade etmektedir. Tahvil ve benzeri sabit faizli menkullere ait ödemeleri kapsar.

%40'a çıktığında öz sermaye değeri 45.9'a yükselmektedir. Buna karşılık sınırlı borçlanmada risk oranı arttıkça öz sermaye değeri düşmektedir. Nedeni ise, optimal borçlanma oranında sürekli düşük seviyede risk kullanılmakta ve borçlanma belirli riski aştığında öz sermaye değeri düşer.

Her iki durumda da, şirket ve öz sermaye değerlerini maksimum kılan nokta bulunmuştur. Ancak borç verenlerin değeri değişmektedir. Sınırsız borçlanma durumunda şirket değerini maksimum yapan nokta %20 risk ortamında olmaktadır. Sınırlı borçlanmada ise, hissedarların yüksek riskten kaçındıkları kabul edildiğinde, şirket değerini maksimum yapan nokta %20 risk ortamında olmaktadır.

Borç verenler yüksek riskte zararlı çıkmaktadırlar. Ancak bazı yatırımcılar yüksek riskte yatırım yapmaktan kaçınmazlar. Dolayısıyla böyle yatırımcıların, iflası ve yüksek riski göz önünde bulundurmaları, karşılığında yüksek kazanç beklmeleriyle sağlanır. Burada daima "yüksek kazanç yüksek riskte elde edilir" görüşüne bağlı kalınmaktadır. Şirketin sürekli borçlanarak finansal kaldıraçtan yararlanması mümkün değildir. Finansmanın riski arttıkça, yabancı kaynak bulma imkanı zayıflamakta, hatta bazen tamamen ortadan kalkmaktadır. Ayrıca risk arttıkça bulunan sermaye maliyeti de artmaktadır. Ödenecek sabit gider, faiz ve vergi gibi değişken giderlerin brüt kara oranı nispi olarak arttığı zaman finansal kaldıraç derecesi artmaktadır.

Buna göre, şirket yönetimi; yatırımcıların tercihlerini, şirket amaçlarını, borç verenlerin beklentilerini, piyasa durumunu ve diğer etkenleri göz önünde bulundurarak optimal sermaye yapısını bulmaya çalışacaktır.

İflas maliyeti ve kurumlar vergisi söz konusu olduğunda,

toplam şirket değeri şirket riskinin artmasıyla birlikte artar. Şirket değeri serbest risk oranındaki artışta bile artar.

Herhangi bir şirkette iflas söz konusu olduğunda, toplam şirket değeri;<sup>152</sup>

- a) Kupon oranı (C),
- b) Cari varlık değerinin bağımsızlığı (V),
- c) Kurumlar vergisi oranındaki artışla ortaya çıkan azalışlar,
- d) İflas maliyetinin bağımsızlığı ( $\alpha$ ),
- e) Serbest risk oranındaki artışla oluşan azalışlar (r),
- f) Şirket riskindeki artışla oluşan azalışlar ( $\sigma^2$ ),

bu faktörlerden etkilenir.

Dolayısıyla iflasın değeri,

$$v_B \equiv v[V_B] = (1-\alpha)V_B \text{ eşitliğiyle gösterilebilir.} \quad (3.4)$$

#### 3.1.1.4. Maliyet ve Esneklik

Şirketler, finansman kaynakları arasında bir tercih yaptığında maliyet, esneklik faktörlerini ve finansman tercihinin karlılık üzerinde yapacağı etkinin hesaplanması gerekir. Şirketler, kaynakların vergiden sonraki maliyetlerini hesaplamalıdır. Vergi faktörü, borçlanma faizlerinin vergi matrahından indirilebilme imkanı, kaynakların bilinen maliyeti ile şirkete maliyeti arasında sürekli bir farklılık yapmaktadır. Esneklik ise, şirketin varlıkları arttığında, bu artışla birlikte genişleyebilmesi ve azaldığında daralabilmesini ifade eder. Esnekliğin sağlanmasıyla şirkette bulunan atıl fonlar en iyi bir şekilde değerlendirilebilmektedir. Kısa vadeli kaynaklar, finansmanda esnekliği artıran araçlardır.

---

<sup>152</sup> Leland, Hayne E.; a.g.e. S. 1222 ve Mertom H. Miller; "Debt and Taxes", Journal of Finance 32, S. 261-275.

### 3.1.1.5. Şirketin Kontrolü ve Fonlarda Zamanlama

Şirketin ortakları açısından önem asıl amaç; şirketin idaresini ellerinde bulundurmak, borçlanma gerektiğinde rahatlıkla yapabilmektir. Şirket sermaye yapısı riskli bir yapıya dönüştüğünde kredi veren kurumlar, kredi verirken yaptıkları sözleşmeye, şirket yönetimine karışma imkanını ellerinde bulundurmak istemektedirler. Ayrıca şirketlerin oydan yoksun hisse senetleri ve katılma intifa senetleri sayesinde, şirket yönetimi istediğinde öz kaynaklarını artırma imkanını elde ederler.

Şirketler sermaye ve para piyasalarındaki değişmelere bağlı olarak, uygun bulduğu zamanlarda kısa vadeli finansman bonoları, hisse senedi ve tahvil çıkarabilir. Ayrıca kısa vadeli borçların uzun vadeli borçlara dönüştürülebilme imkanı olduğunda, bunu yapmak veya eski borçları yeni borçlanmayla kapatma yoluna gitmek, zamanlamanın en iyi bir şekilde ayarlanmasıyla olur.

Finansmanda kaynak kullanımının seçimi, bahsedilen uygunluk, risk, finansal kaldıraç, maliyet ve esneklik, kontrol ve zamanlama şeklinde gösterilen faktörlerin etkileriyle yapılabilir. Ancak bu faktörlere bağlı olarak belirlenen kaynaklar, ülke faaliyet hacmindeki gelişmeler, para ve sermaye piyasasındaki gelişmeler, vergi oranlarındaki gelişmeler, mevsimlik hareketlerden etkilenme, dönemsel hareketlerden etkilenme, rekabet durumu, ülke endüstrisinin içindeki durum, şirketin örgütsel yapısı, şirketin büyüklüğü, şirketin kredi alma gücü ve kaynak yapısı ve yasal hükümler dikkate alınarak belirli bir ortam içerisinde gerçekleştirilebilir. Bununla birlikte şirket yöneticilerinin bu koşulları etkileme imkanlarının sınırlı olduğu bilinmelidir.<sup>153</sup>

Şirketin finansmana ilişkin yaptığı analizlerin sonucu ne

---

<sup>153</sup> Akgüç Öztin; a.g.e., S. 513.

olursa olsun, borç veren kredi kurumların tutumları ve sermaye piyasasında olabilecek tepkiler çoğu zaman şirketin finansman yapısını belirleyen en önemli faktörler olmaktadır. Buna karşılık özellikle finansal kurumlar ve bankalar, şirketin sermaye yapısı konusunda bazı önerilerde bulunmakta ve çoğu zaman borç/öz sermaye oranında etkili olmaktadır.

### 3.1.1.6. Subjektif Görüşler

Finansal yöneticiler, optimal sermaye yapısını belirlerken değişik kişilerin görüşlerini alabilir. Bunlar daha çok mali analistler, yatırım analistleri şirket danışmanları olabilir. Bunların yaptığı çalışmalara, sermaye piyasasındaki aracı kurumların, bankaların tavsiyelerine göre bir sonuca varılabilir. Alınan görüşler doğrultusunda optimal sermaye yapısının belirlenmesi için büyük ölçüde etkili olmaktadır. Ayrıca görüşü alınan bu kişi ve kurumların optimal sermaye yapısı konusunda para ve sermaye piyasalarını etkilediği de görülmektedir.<sup>154</sup>

Yukarıda açıkladığımız ve değinmediğimiz optimal sermaye yapısının belirlenmesinde kullanılan yöntemlerin hepsi doğru sonucu ortaya koymayabilir. Ancak bu yöntem sonuçlarından faydalanılarak belirli bazı sınırlar içerisinde şirketin optimal sermaye yapısı hakkında bir karara ulaşılabılır. Optimal sermaye yapısı belirlenmesinde ulaşılan netice bir bakımdan subjektiftir. Ayrıca belirlenen optimal sermaye yapısı kısa sürede her an değişebilir. Para ve sermaye piyasalarındaki değişmeler, vergilerdeki değişmeler, ekonomik durumlardaki gelişmeler optimal sermaye yapısını değiştirecektir.

---

<sup>154</sup> Barges, Alexander; "Growth Rates And Debt Capacity", Reading in Financial Management, S. 371-379.

### 3.1.2.Kar Payı Dağıtım Politikası ve Yatırım Fırsatları

Şirket, hissedarlarının sermayesini maksimize edecek bir kar payı dağıtım politikası kurmaya çalışmalıdır. Teoride, optimal kar payı ödemesi, hissedarlara ait kar payının verilmemesi ve sermaye kazançlarına engel olunması ile şirketin yatırım fırsatları arasında yapılan en uygun tercih belirlenir. Uygulamada ise kar payı dağıtım politikası, yeni yatırımları finanse eden mevcut fonlar ve yatırım fırsatlarından çok etkilenir. Bu, şirketin ödeme oranı kararında dört farklı kademe olur.<sup>155</sup>

- 1- Optimal sermaye bütçesinin tespiti,
- 2- Bütçenin genel sermaye ihtiyacı toplamının tespiti,
- 3-Büyümeyi mümkün kılacak eşitlikte tutulan kazancın kullanılması,
- 4- Kazancın kar payı ödemesi dışında optimal sermaye bütçesi dayanağını gerektirir.

Artık kar payı dağıtım politikası (Residual Divided Policy) olarak izah edilen bu ilişki artan kazancın ödenebileceğini belirtmektedir. Artık kar payı dağıtım politikasının esası, şirket kazancının geri yatırımlardan artan kazancın verim oranı, kar payların ödenmesinden başka, şirketin kazancını elde tutma ve yeniden yatırım arasında yatırımcıların tercihlerindeki etkidir.<sup>156</sup> Ortalama yatırımcılar, diğer yatırımlarda aşan riski ortadan kaldırılabirler. Mesela; şirket verim oranı %18'de tutulan kazancı tekrar yatırabilir. Halbuki hissedarların ortalama en iyi kazanç oranı kar paylarını geçtiğinde, verim oranı %16 olarak tutulur. Ayrıca hissedarlar, kazancın şirkette tutulmasını veya kar payları tercih edebileceklerdir.

<sup>155</sup>Weston-Brigham; a.g.e., S. 740.

<sup>156</sup> Kalay, Avner, a.g.m., S. 256.



Bununla birlikte kar payı dağıtımı ve yatırım fırsatları arasındaki ilişki deneysel çalışmalarla daha somut hale getirilebilir. Hisse senedi çıkarma işlemleri maliyeti şirketler için pahalı ve zahmetli olmaktadır.<sup>157</sup> Ayrıca hissedarların cari gelirden ellerindeki hisse senetlerini satmalarında ortaya çıkan işlemlerin maliyetleri dezavantaj sağlar. Ancak kar payları ile sermaye kazancı ilişkisinde önemli faktör vergi işlemleri olmaktadır. Vergi işlemleri, cari kar payları engellemekte ve sermaye kazancı tercihini doğurmaktadır. Daha açık ifadeyle, karlı yatırım projelerinin olması halinde kara geçmek gerektiği, karın işletmede tutulabileceği, bu finansmanla destekleneceği ve bazı ayrıcalıkların tanınacağı ve adaletin sağlanması durumunda kazancı arttıracaktır.<sup>158</sup>

Şirket yatırım fırsatlarının tamamını karşılayan finansmanı kar paylarıyla karşıladıktan sonra, şirketin kazancı kalırsa bu hissedarlara nakit olarak dağıtabileceği hareketi kar payı dağıtım politikasının artık bir politika olarak kabul edilmesini gösterir. Bir finansman kararı olarak tam anlamıyla kar payı dağıtım politikasında bahsettiğimizde, kar payların nakit olarak ödenmesi pasif bir artık kabul edilir. Toplam kar payı ödemeleri, şirketin kararsız yatırım fırsatlarından dolayı dönemden döneme farklılık gösterebilecektir.

Yatırım fırsatlarının fazla olması durumunda kar payı ödeme oranı sıfır olabilir. Bunun yanında şirket yeterince yatırım fırsatı yakalayamaması halinde bu oran %100 olur. Eğer yatırım fırsatları, beklenen gelirden daha fazla gelire izin verirse,

---

<sup>157</sup>Weston-Brigham; S. 740.

<sup>158</sup>Van Horne James C.; a.g.e.; Fundamentals Financial Management and Policy, Second Ed.1972, S. 255.

yatırımcılar şirketin kazancı tutmalarına sevinirler. Buna karşılık yatırım fırsatları beklenen gelirden daha az gelir getirmesi halinde, yatırımcılar kar payı almayı tercih ederler.<sup>159</sup>

Kazancın şirkette bırakılmasının bir maliyeti vardır. Bu dağıtılmayan karların maliyeti olarak da ifade edilebilir. Tutulan kazancın maliyeti, verim oranında yatırımcılara yansıtılmasının fırsat maliyetidir.<sup>160</sup> Bir şirketin hissedarları, belirli bir kar payı yüzdesiyle, fazla bir sermaye kazancı ele geçtiğinde ve aynı risk söz konusu olduğunda diğer hisse senetlerini de almak isterler. Belirli bir kar payı yüzdesi, tutulan kazancın maliyetini oluşturur. Adi hisse senetlerindeki bir artışla tutulan kazancın yeni maliyeti önceki maliyetten daha fazla olacaktır.

Şirketler çok sıkı sermaye yapısına sahip olduklarında küçük miktarda da olsa borçlanırlar. Tutulan kazancın şirketce kullanılması, borç-öz sermaye dengesinde optimal karışımının bulunmasıyla finansman sağlanabilir. Şirket sermayesinin marjinal maliyetini minimize etmek gerekir. Şirketin içinde sağlanan fonlar mutlaka yeni yatırımlarda finanse edilecektir. Ancak şirket ilerde yeni adi hisse senetleri giderinin çoğunu karşılayabilir. Yeni hisse senetlerin satılması noktasında bu kazancın tutulmasının şirket ve hissedarlar arasındaki düzenin ve çoğunlukla sermayenin marjinal maliyeti artar.

Burada şirket kazancının tutulması veya borçlanma ile yatırım fırsatlarını bir tablo üzerinde göstererek örnek verelim. Texas ve Western & Transport Company şirketine ait veriler kullanılacaktır.

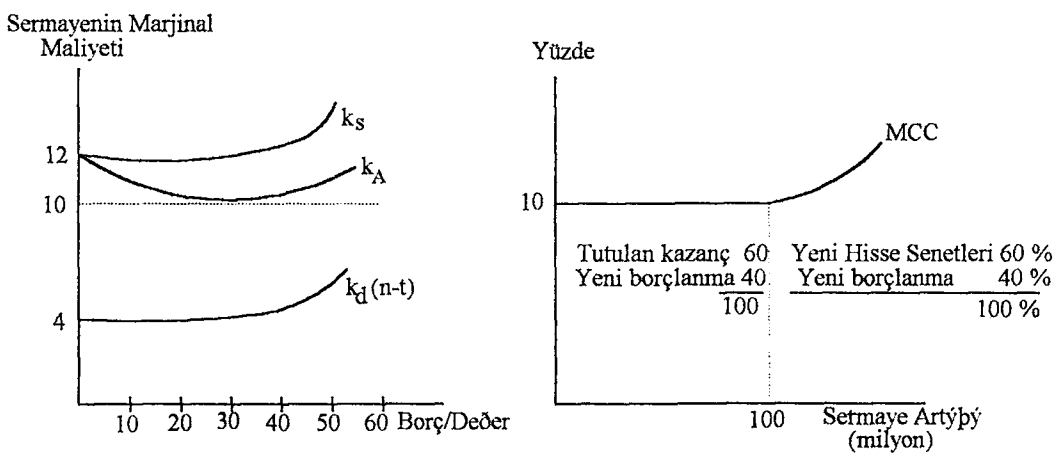
Bu şirket sermayesinin marjinal maliyeti 5.100 Dolardır. Marjinal maliyet, tutulan kazançtan gelen yeni eşit hak olarak

<sup>159</sup>Van Horne; a.g.e., Second Ed., 1972, s. 260.

<sup>160</sup>Weston; a.g.e., S. 740, Atilla Gönenli; İşletmelerde Finansal Yönetim, S. 469.

kabul edilir. Bu oran yeni hisse senedi satılmasıyla birlikte artmaya başlar. Bu şirketin bir dönemdeki net geliri 60 milyon dolar ve optimal borçlanma oranı %40'dır. Bu şartlarda nakit kar payı ödemesi yoktur. Buna karşılık yatırım fırsatından dolayı 100 milyon dolar yatırım yapmayı planlamaktadır. Bu dönemdeki net gelir şirkette tutulacak ve yatırımı gerçekleştirmek için bu gelire bağlı olarak 40 milyon dolarda borçlanacaktır. Böylece sermayenin marjinal maliyeti %10 oranında 100 milyon dolar ve bu oran sabit olacaktır. Şirket yeni adi hisse senetleri masrafını kullanmasıyla birlikte bu oran artar. Bu durum dışında bir de şirket kazancının tamamını tutmayıp bir kısmını hissedarlara dağıtabilir. Tabi ki bu durumda, yatırım tutarı olan 100 milyon dolardan önce artmaya başlayacaktır. Mesela; 20 milyon dolar gelir tutarsa sermayenin marjinal maliyeti 50 milyon dolar da artmaya başlayacaktır.<sup>161</sup> (20 milyon dolar tutulan kazanç + 20 milyon dolar borç)

**Grafik. 3.3. Sermaye Artışı İle Sermayenin Marjinal Maliyeti**



Sayısal sonuçlardan görüldüğü gibi, şirketin optimal

<sup>161</sup>Weston; a.g.e., S.741-742.

borçlanma oranı %40 olduğu ve yatırım fırsatını ona göre ayarladığı ve ilk dönemdeki gelirinin tamamını şirkette tuttuğu ve finansman eksikliği olan 40 milyon doları borçlandığı neticesini vermiştir. Şirket, sermayenin maliyeti %10 oranında olduğunda ancak 40 milyon dolar borçlanabilir. Grafikte optimal borçlanma arasında tekrar artmaya başlamıştır.<sup>162</sup>

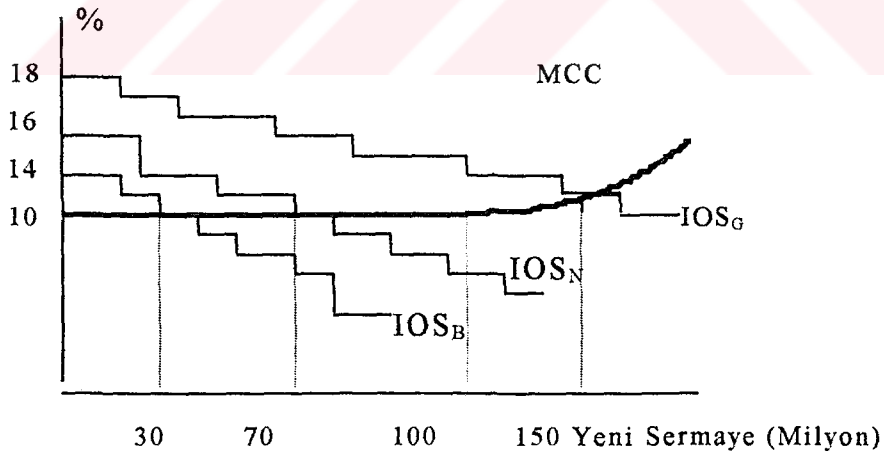
T ve W şirketinde, yatırım fırsatı üç farklı yılı kapsayacak şekilde programlanmıştır.

Birinci yıl en iyi yıl (IOS<sub>G</sub>:Investment Opportunity Schedules Good)

İkinci yıl normal yıl (IOS<sub>N</sub>:Investment Opportunity Schedules Anormal Year)

Üçüncü yıl ise, kötü yıl (IOS<sub>B</sub> :Investment Opportunity Schedules a Bad Year)

**Grafik. 3.4. Yatırım Fırsatları İ le Optimal Borçlanma İlişkisi.**



Kaynak Weston; Brigham; a.g.e. S.742-743.

Yatırım fırsatları iyi (10 S<sub>G</sub>) yılda olduğunda verim oranı

<sup>162</sup>Brigham, Eugene F.; Financial Management Theory and Practice, Second Ed., October 1978, S. 742.

yüksek olacaktır. Bu tabloda, ayrıca yatırım fırsatlarıyla şirket gelirinin tamamını tuttuğu sermayenin maliyeti gösterilmiştir. Yatırımın düzeyi, MCC eğrisinin kestiği noktadır. Yatırım fırsatı iyi olduğunda optimal yatırım düzeyi 150 milyon dolar, normal olduğunda 70 milyon dolar ve kötü olduğunda 40 milyon dolar tutarındadır.<sup>163</sup>

Şu halde, şirketin optimal borçlanma oranı %40 olduğundan, şirket yatırım fırsatını buna göre yapmasıyla 60 milyon dolar kazancı tutarak ve 40 milyon dolarda borçlanarak gerçekleştirmiştir. Burada ortalama sermayenin maliyeti %10'dur. Şirket 70 milyon dolar yatırım yapması halinde, kazancın tamamını tutup ilave 10 milyon dolar borçlanması gerekeceği veya borçlanma oranında %40, yani 28 milyon dolar borçlanarak 42 milyon dolar gelirden tutabileceğidir. Artan 18 milyon doları hissedarlara dağıtabilir. Böyle olunca optimal ödeme oranı %30 (18/60) olur.

Kötü durumunda ise, toplam 40 milyon dolar yatırım yapabilecektir. Bu yatırım tutarının tamamını ilgili dönem gelirinden finanse edebilir. Ancak borçlanma oranı %40 olduğu için 24 milyon dolar geliri tutup, 16 milyon dolarda borçlanarak yatırımda bulunması optimal sermaye yapısına kavuşturur. Artan gelir (60 milyon-24 milyon dola) 36 milyon dolar, artık kar payı olarak hissedarlara nakit olarak dağıtılabilir. Bu durumda kar payı ödeme oranı %60 olur.

Artık kar payı ödemesi bir şirkette yıldan yıla farklılık gösterebilmekte ve bazen tamamen veya sıfır olabilmektedir. Bununla birlikte yatırımcılar sabit ve her yıl artan miktarda kar payları tercih ederler. Kar payı dağıtım politikası, yatırım

---

<sup>163</sup>Weston; a.g.e., S.743.

fırsatlarıyla çeşitli şekillerde belirlenen pasif bir karar olabilir.<sup>164</sup>

### 3.1.3. Finansal Sıkıntıların Maliyeti

İşletmelerin finansal yapıları, yöneticilerce belirlenen plan çerçevesinde veya borçlanma oranının üzerinde borçlanıldığı zaman finansal sıkıntılar kendiliğinden ortaya çıkar. Bu sıkıntılar bazen kırılabilir bazen de iflasla sonuçlanabilir. Modigliani ve Miller finansal kaldıraçın şirket değeri üzerinde hiçbir etkisi olmadığını söylerken bütün tahvillerin getirilerinin her zaman birimi için sabit olacağını ve bu tahvillerin kimler tarafından çıkarıldığına bakılmaksızın getirilerin riskli olmayacağı varsayımını yapmışlar ve böylece iflasın olabileceğini modellerine katmamışlardır. Stiglitz ise iflas durumunda dahi MM'nin bağımsızlık varsayımının geçerli olduğunu ancak iflasın maliyetsiz olması gerektiğini açıklamıştır. Etkin sermaye pazarında iflasın maliyetsiz olması gerekliliği doğru bir yaklaşım olmakla birlikte, şirketlerin iflas etmelerinin ekonomik bir gerçek olduğu göz önünde bulundurulursa, iflas maliyetlerinin teorik ve deneysel olarak şirket değerini etkileyeceği şüphesizdir.

İflas maliyetlerini üç farklı kategoride incelemek mümkündür.

1- İflasın tasfiye yada reorganizasyon şeklinde ortaya çıkmasına bağlı olarak, tasfiye halinde fiziksel varlıkların ekonomik değerlerin altında satılması, reorganizasyon durumunda ise direkt olmayan iflas maliyetleri,

2- İflasın yol açacağı çeşitli idari giderler,

3- şirketin, iflas etmemiş olsaydı sağlayacağı vergi

---

<sup>164</sup>Van Horne, a.g.e., Second Ed., 1972, S.258-259. ve Kalay, Avner; a.g.m. S. 243.

avantajlarını, iflas etmesi nedeniyle kaybetmesine ilişkin giderler.

Finansal sıkıntıların maliyeti büyüktür. Yatırımcılar şirketin finansal sıkıntıya düşebileceğini veya düştüğünü anlarlar. Yatırımcılar bu duruma üzürlüdür. Yatırımcıların bu üzüntüsü şirketin hisse senetlerinin cari piyasa değerine yansır. Bu durumdaki şirketin toplam değeri şu şekilde tespit edilebilir.<sup>165</sup>

Şirketin değeri = Hisse senedi ve borçlanma tutarı + vergi avantajı- finansal sıkıntıların maliyeti olarak yazılabilir.<sup>166</sup>

Çoğunlukla, şirketlerin sıkıntıları finansal maliyetlere bağlıdır. Eğer bir sıkıntı varsa, bunu karşılayan maliyetlerin önemi büyük olur. Şirketin değeri, finanse edilmiş hisse senedi ve borçlanma tutarı ile vergi avantajının toplamından finansal sıkıntıların maliyetinin çıkarılmasıyla bulunur.

---

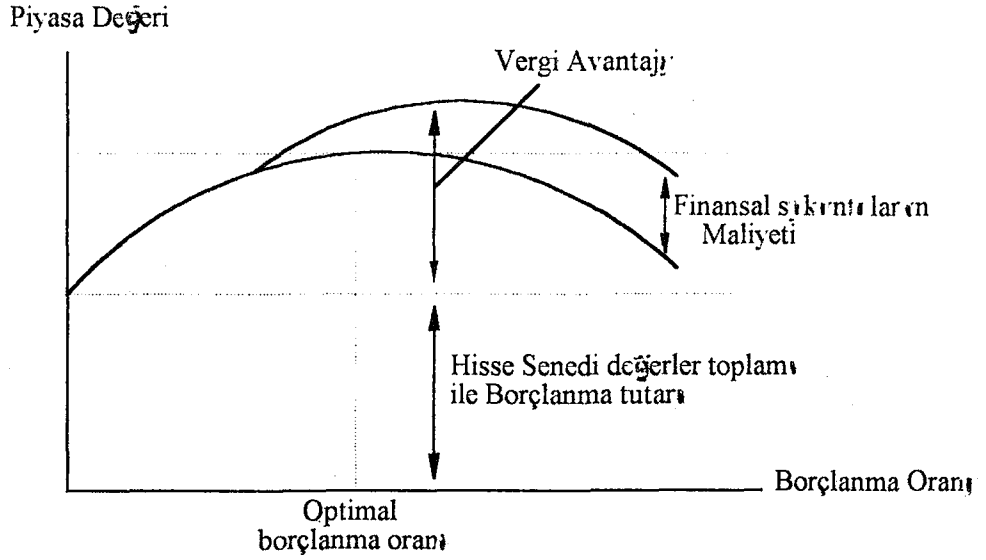
<sup>165</sup> Karın ilan edilmesi ve şirket hakkındaki olumsuz bilgilerin ortaya çıkması, şirketin belirsizliğini arttırmaktadır. Lang, Karın bilgi vericiliğinin, şirketlerin kar beklentileri hakkında daha çok belirsizlik olduğunda daha yüksek olduğunu ifade etmiştir.

Lang, Mark; "Time-Varying Stock Price Response to Earnings Induced by Uncertainty About The Time-Series Process of Earnings", Journal of Accounting Research, Autumn 1991, S. 254-257.

<sup>166</sup>Breakly; a.g.e., S.421.

### Grafik. 3.5. Finansal Sıkıntılarının Maliyeti ile Borçlanma

#### İlişkisi.



Bulunan optimal sermaye yapısı, finansal sıkıntılarının maliyeti ile vergi karlılığı arasında olmaktadır.

Bilindiği gibi MM modelini kabul eden görüşlere göre verginin olmadığı bir ortamda borçtan yararlanmayan şirketin piyasa değeri ile borçtan yararlanan şirketin piyasa değerleri birbirlerine eşit iken, vergiler olduğunda borçtan faydalanan şirketin piyasa değeri, borçtan yararlanmayan şirketin piyasa değerinden, borcun tutarı ile vergi oranı çarpımı kadar daha fazla olacaktır. Kurumlar vergisinin olduğu durumlarda borçlanma ucuz maliyetli bir fon kaynağı olacaktır.

Robichek ve Myers optimum sermaye yapısının, kaldıraçtaki marjinal artışa bağlı olarak sağlanacağı vergi tasarrufunun bugünkü değeri ile artan kaldıraçın marjinal maliyetinin bugünkü değeri arasındaki değişimi sonucu belirlendiğini iddia etmiştir. Ayrıca Hirchleifer, etkin sermaye piyasasında vergilerin ve iflas maliyetlerinin olmasının optimum bir borç/özvarlık yapısına yol açacağını ileri sürmüştür.



Finansta iflas maliyetlerinden hareketle optimum sermaye yapısının belirlenmesi konusundaki çalışmalar sınırlıdır. Sınırlı olmasına rağmen optimum sermaye yapısının belirlenmesinde bir teori geliştirilmiştir.

Kraus ve Litzenberger'in geliştirdiği "durum-tercih" modelinde kurumlar vergisi ve iflas maliyetleri formal olarak analize dahil edilmiştir. Bu modelde şirketin sermaye yapısı, şirketin borcuna ait sorumlulukları kazanabildiği ve borcu sağladığı vergi tasarruflarından yararlanabildiği "durum"ları meydana getirebileceği gibi şirketin iflas ettiği durumlarda ortaya çıkabilir.

Gerçek karları yüksek olan şirketlerin düşük oranlarda borçlanmalarını, karlılık ile borç oranları arasında gözlenen bu ters ilişkiyi Steward C. Myers, 1984 yılında yayınladığı "The Capital Structure Puzzle" makalesiyle açıklamıştır. Buna göre;

- Şirketler dağıtılmayan karları tercih ederler.

- Kar payı oranları yatırım imkanlarına göre belirlenir.

- Sıkı kar payı politikasına ve gerektiğinde dış kaynaktan risksiz varlıklar yoluyla borçlanma yapılabilecektir. Kısaca bu teori finansal birikiminin önemini vurgulamaktadır. Finansal birikimi olmayan şirket, yatırım finansmanında kullanabileceği iç kaynakların olmaması sonucu, ya düşük değerlenmiş hisse senedi çıkarımı ya da net bugünkü değerinin pozitif olan yatırım fırsatını değerlendirememeye durumuna düşürebilir.

### 3.2. SERMAYE MALİYETİ VE ŞİRKETİN PİYASA DEĞERİ

Bir şirketin sermaye yapısı, kısa-uzun vadeli ve öz-yabancı sermaye şekillerinde meydana gelen bir değişikliğin, sermaye maliyetini ve şirketin piyasa değerini ne ölçüde etkilediğinin tespitidir. Yatırım kararları, finansman kararları ile doğrudan doğruya ilgili olup, bir yatırım projesinin kabul edilmesi ve bu projenin nasıl finanse edileceğine bağlı bulunmaktadır. Yatırım projesinin net bugünkü değerinin sermaye maliyeti üzerinden; bir başka ifadeyle, önceden belirlenen iskonto oranına göre pozitif olmasıdır. İç verim oranının uygulanması durumunda, projenin iç verim oranının, sermaye maliyetinden daha da yüksek bulunmasıdır. Sermaye maliyeti, şirketin sermaye yapısının optimal olup olmadığını belirlemede bir kıstas olarak ele alınabilir. Bir şirket için herhangi bir tarihte çok farklı sermaye yapıları oluşturulabilir. Şirketler, alternatif sermaye yapıları arasında tercih yaparken ve üstünlükleri değerlendirirken, sermaye maliyetini bir ölçü olarak kullanmaktadırlar. Sermaye yapısının belirlenmesinde farklı görüşler vardır. Ancak borçlanma, genelde şirket açısından avantajlı ve bazen kaçınılmaz bir hal almaktadır.<sup>167</sup> Borçlanmanın, risk-verim ilişkisi, borç/aktifler oranına bağlılığı, yatırım fırsatları ve diğer etmenlere göre yapılması gerekir.

Faaliyet geliri şirketle ilgili olan ve hissedarlara kar payı şeklindeki kazancın tamamının ödenmesi durumunda büyüme beklenemez. Bununla birlikte, dünyada yaşanan yerler varsayılabilir.

<sup>167</sup> Sermaye yapısı üzerinde borçlanmanın etkisi daha önceki konularda anlatılmıştı.

Bu varsayımlar eksik piyasada vergi muaflığı ve vergilerin olmadığı kabul edildiğinde en iyi varsayımlar olabilir.

Bu konudaki tartışmalar, üç farklı verim oranıyla ilgili olmuştur.

$$1) \quad k_i = \frac{F}{B} \quad (3.5)$$

$k_i$  : Şirketin borçlanma gelirini (Bu borç sürekli olabileceği varsayılmıştır),

F : Yıllık faiz yükünü,

B : Kalan borcun piyasa değerini göstermektedir.

$$2) \quad k_e = \frac{E}{S} \quad (3.6)$$

E : Normal hissedarların kazançlarını,

S : Kalan hisse senetlerin piyasa değerini göstermektedir.

Yukarıda bahsettiğimiz varsayımlar altında, kazançlarda ile şirketin kar payı ödeme oranı %100 ve büyüme beklenilmez. Kazanç/fiyat oranı, hisse senetlerin cari piyasa fiyatı üzerinden gelecekte beklenen kar payları bugünkü değer denklemi için iskontonun piyasa oranını gösterir.

$$3) \quad k_0 = \frac{O}{V} \quad (3.7)$$

$k_0$  : Şirketin ortalama sermaye maliyetini,

O : Net faaliyet gelirini,

V : Şirketin toplam piyasa değerini göstermektedir.

Burada,  $V=B+S$  olur. (3.8)

Sermayenin ağırlıklı ortalama maliyeti ise aşağıdaki

denklem ile bulunur.

$$k_0 = k_i \left( \frac{B}{B+S} \right) + k_e \left( \frac{S}{B+S} \right) \quad (3.9)$$

Bu denklemi,  $k_i$  ve  $k_e$  ilişkisinin derecesinde ve  $k_0$  ile B/S oranıyla gösterilen ve artışların bulunması durumunda kullanılır.

Sermayenin maliyetini ve şirketin piyasa değerini tespit eden farklı yaklaşımlar bulunmaktadır.

Sermaye maliyetinin hesaplanması, finansal yönetimin belki en zor ve tartışmalı konularından biridir. Uygulama yönünden büyük farklara rastlamak mümkündür. Buna karşın şirketler sağladıkları veya almak istedikleri iç ve dış kaynakların sermaye maliyetini bulmaya çalışmaktadırlar.

Genellikle şirketlerin sermaye yapıları ve borç/öz sermaye oranları zamanla değişmektedir. Bir şirket finansman ihtiyacını tamamen borçlanarak sağlayamaz. Kuruluşta yabancı kaynak fazla olabilir, fakat öz sermayeden yararlanarak bir denge kurulması gerekir. Uzun ve kısa dönemde oluşabilecek değişimler sermaye maliyetini etkilemektedir. Kısa dönemli değişimler sermaye maliyetini büyük ölçüde etkilemez. Buna karşın sermaye maliyetini, uzun dönemli ve şirket yöneticilerin izledikleri politikalar büyük ölçüde etkiler.

Genel olarak, şirketin sağladığı kaynağın maliyeti (sermaye Maliyeti); kaynağın şirkete sağladığı para girişinin bugünkü değeri ile, gerektirdiği para çıkışlarının bugünkü değerini eşit kılan iskonto oranıdır. Bir finansman kaynağın gerektireceği para çıkışları, kaynağın niteliğine göre, faiz, anapara ödemeleri veya kar payı olabilir. Bir sermayenin maliyeti aşağıdaki formül

yardımıyla bulunabilir.<sup>168</sup>

$$I_0 = C_0 + \frac{C_1}{(1+i)^1} + \frac{C_2}{(1+i)^2} + \frac{C_n}{(1+i)^n} \quad (3.10)$$

$$\text{veya; } I_0 = \sum_{t=0}^n \frac{C_t}{(1+i)^t} \quad (3.11)$$

$I_0$  : Finansman kaynağın  $t_0$  döneminde şirkete sağladığı para girişini,

$C_t$  : Finansman kaynağının  $t$  döneminde gerektirdiği para çıkışını,

$i$  : Finansman kaynağın maliyetini (sermayenin maliyetini) göstermektedir.

Kaynak maliyeti hesaplanırken şirketin devamlı bir varlık olarak kabul edilmesi ve kullanılan kaynakların maliyetinin sürekli ağırlıklı ortalamasının da hesaplanması gerekir.

### 3.2.1 Öz Sermaye Maliyeti

Öz sermaye maliyeti, bir şirketin piyasa değerinin sabit kalması için, şirketin yatırım projelerinin öz sermaye ile finanse edilen kısım üzerinden elde etmesi gerekli en az karlılık olarak ifade edilebilir. Yatırımları finanse etmede kullanılan öz sermayenin iç karlılık oranı öz sermaye maliyetinden düşük olduğunda, şirketin piyasa değeri veya şirket hisse senetlerin borsa değeri olumsuz etkilenir.

Öz sermaye maliyetinin hesaplanmasında, istenen getiri oranı yönteminin kullanılmasını etkileyen üç faktör vardır. Bunlar; risksiz faiz oranı, işletme riski ve finansal risktir. Risksiz faiz oranı, devlet tahvil ve hazine bonolarına uygulanan faiz oranıdır. İşletme riski, işletmenin gelecekte elde edeceği gelirdeki

<sup>168</sup> Akgüç, Öztin; a.g.e., S. 439.

değişmeyi göstermektedir. Finansal risk ise, sermaye yapısı nedeniyle öz sermaye sahiplerinin yüklendiği risktir.

Buna göre, öz sermaye maliyetinin değişmesi yatırımın özelliği ve işletmenin finansal kaldıraç derecesiyle belirlenir. Eğer işletmenin sermayesi tamamen öz kaynaklardan oluşmuş ise, yatırım için gerekli fonlar devlet tahvili, hazine bonoları gibi menkul kıymetler dışındaki yatırım araçlarına yapılarak daha büyük riskte daha büyük getiri sağlanacaktır. Dolayısıyla öz sermaye maliyetinin değişmesi, risksiz faiz oranı ile işletme ve finansal risklerin değişmesi durumunda söz konusu olur.

Öz sermaye maliyetindeki değişmeyi bir örnekle açıklayalım;

Öz sermaye üzerinden istenen en az karlılık oranı (vergiden sonra) %20, şirketin yabancı kaynak maliyeti (vergiden sonra) %10 ve şirket yatırım projelerinin finansmanında kullanılacak sermaye yapısı kararı; %50 öz sermaye, %50 yabancı kaynak olarak kabul edildiğinde, şirketin gerçekleştireceği yatırım projelerinde karlılık oranı (vergiden sonra) en az,

$$0.5 * 0.20 = \%10$$

$$0.5 * 0.10 = \%5$$

          
%15 olması gerekir.

Yatırımın vergiden sonraki karlılık oranı, %15'in altına düştüğü zaman öz sermayenin karlılık oranı, hissedarlarca istenen en az %20'nin altına düştüğünden şirket hisse senetlerinin piyasa değeri bu durumdan olumsuz etkilenir.<sup>169</sup>

Öz sermaye sağlanması çeşitli şekillerde olabilir. Dolayısıyla sağlanan öz sermaye maliyeti de farklı olmaktadır.

<sup>169</sup> Higgins, Robert C. ; Analysis for Financial Managemet, Richard D. Irwin Inc., Homewood, USA 1992, S. 345-360 ve Muharrem Özdemir, a.g.e. S. 171-172.

Şirketler sağlanabilecek öz sermaye maliyetlerini kıyaslayarak, her dönemde uygun öz sermaye sağlama yoluna gidecektir.

Her ne kadar şirketlerin borçlanma ve özkaynaklara başvurmada kritik nokta hesaplanabiliyorsa da, kritik nokta her zaman ve her şirket için aynı değildir. Ayrıca özkaynağın maliyeti hesaplanırken özkaynağı etkileyen vergi ve benzeri faktörlerin tümünün kullanılmaması, verilebilecek kararı değiştirmektedir. Öz sermayenin çeşitli şekillerde sağlanabileceğini yukarıda ifade etmiştik. Uygulamada kullanılan yöntemler aşağıda verilmiştir.

### **3.2.1.1. Yeni Hisse Senedi Çıkarılması şeklinde Sağlanan Kaynakların Maliyeti**

Yeni hisse senedi çıkarılmasının maliyeti, dağıtılmayan karların maliyetinden ihraç giderlerinden dolayı net nakit girişi az olduğundan yüksek olacaktır. Bir başka deyişle, yeni hisse senedi çıkarılması durumunda yeni hisse senetleri fiyatları eski hisse senetlerin fiyatlarından düşük olacaktır.

Yeni hisse senedi çıkarılırken bazı giderlerin yapılması gerekir. Bu giderler küçük tutarlı olmakla beraber tür olarak fazla olması nedeniyle çoğu zaman yeni hisse senedi çıkarılmasını engellemektedir. Hisse senedinin ihracında yapılan giderler; tescil, ilan, karar hazırlama, basım, reklam, komisyon, vergi v.b. giderlerden oluşur. Ayrıca ülkemizde hisse senetleri nominal değer üzerinden bir değerle satıldığında aradaki fark menkul kıymet satış karı hesabına aktarılarak toplam kar üzerinden kurumlar vergisi kesintisi yapılır. Bütün bu faktörler hisse senedin maliyetini arttırmaktadır. Yani hisse senedi satın almak isteyenlerin bekledikleri kar payı, maliyetlerin yükselmesi nedeniyle azalacaktır. Bazı şirketler, maliyetleri düşürmek için sermaye artışını yeni hisse senedi çıkarmak suretiyle yaparlar. Bu

durumda hisse senetlerinin piyasa değeri nominal değerlerinden yüksek ise, şirketler hisse senetlerini nominal değer veya piyasa değeriyle ihraç etme imkanı elde ederler.

Yeni hisse senedi ihraç edilerek sağlanan öz sermaye maliyetinin hesaplanması, imtiyazlı hisse senetleri ve tahvil maliyetinin hesaplanmasına göre daha zor olmaktadır. Çünkü bu tür hisse senetlerinden beklenen kar payı belli değildir. Bu nedenle yatırımcıların nasıl bir tavır içinde olacakları hisse senedinin fiyatını ve alınacak kar payını değiştirecektir.

Kaynak maliyetinin hesaplanmasında kullanılan genel denklem, yeni hisse senedi çıkarılmasının maliyetini hesaplamada da kullanılır.

$$I_e = D_0 + \frac{D_1}{(1+i_e)^1} + \frac{D_2}{(1+i_e)^2} + \frac{D_3}{(1+i_e)^3} + \frac{D^\infty}{(1+i_e)^\infty} \text{ veya;}$$

$$I_e = \sum_{t=0}^{\infty} \frac{D_t}{(1+i_e)^t}$$

$I_e$  : Hisse senedi çıkarılmasıyla elde edilen net para girişi,

$D$  : Ödenecek kar payı,

$i_e$  : Hisse senedi çıkarılmasıyla elde edilen öz sermayenin maliyetini göstermektedir.

İşletmelerin muhasebe kavramları açısından sürekli devam edecekmiş gibi kurulmaları nedeniyle, hisse senedi çıkarılmasıyla elde edilen şirketin öz sermaye maliyeti süreklilik taşıdığından kar payı ödemesi de süreklilik taşımaktadır. Yukarıdaki formülde, hisse senedi çıkarılmasıyla elde edilen öz sermayenin şirkete maliyetini, hisse senedi çıkarılmasının şirkete sağladığı net para girişiyle, şirketin kar paylarını nakit ödeyebilecek tutara eşit yapan ıskonto oranıdır. Şirket hisse senedi satışı dolayısıyla elde



ettiği net para girişi, şirket hisse senedinin piyasa değeriyle aynı olduğunda, öz sermayenin maliyeti; hissedarların bekledikleri kar payını hisse senedinin piyasa değerine eşit yapan ıskonto oranı olarak da ifade edilebilir.

Şirketin ortaklarına dağıtacağı kar payları şirketin büyüme hızına, izlenen kar payı dağıtım politikasına göre farklılık göstereceğinden öz sermayenin maliyeti de buna göre değişiklik gösterecektir.

a) Dağıtılacak kar payının düzenli bir gelişme göstermediği, yıldan yıla farklı olması halinde hisse senedinin değerini;

$$P_0 = \frac{D_1}{(1+i_e)^1} + \frac{D_2}{(1+i_e)^2} + \frac{D_3}{(1+i_e)^3} + \frac{D^\infty}{(1+i_e)^\infty} \quad (3.12)$$

formülü ile bulunur.

b) Dağıtılacak kar payının artan ve azalan bir hızla büyümesi durumu iki farklı şekilde ele alınabilir.

**Önce hızlı bir büyüme kaydedip sonra normal bir büyüme göstermesi**

Şirketler bir gelişme döneminden geçerler. Ayrıca şirketlerin içinde bulunduğu durum, ekonominin genel durumundan farklı bir büyüme hızı gösterebilir. Daha sonra şirketlerin büyüme hızları normal büyüme hızıyla devam eder. Hızlı bir büyüme gösteren bir endüstrideki bir şirkette, hisse senedi çıkarılarak sağlanan kaynağın maliyeti;

$$P_0 = \sum_{t=1}^N \frac{D_0 (1+g_s)^t}{(1+i_e)^t} + \sum_{t=N+1}^{\infty} \frac{D_N (1+g_n)^t}{(1+i_e)^t} \quad (3.13)$$

formülü ile bulunur.

Formüldeki,

$g_s$  : Hızlı büyüme hızı,

$g_n$  : Normal büyüme hızı,

$N$  : Hızlı büyümenin devam edeceği süreyi,

$n$  : Normal büyüme hızının devam edeceği süreyi göstermektedir.

#### **Artan Bir Hızlı Büyüme Olması**

Dağıtılacak kar payının sürekli bir artış kaydederek ileriye doğru bir büyüme olduğu durumda hisse senedinin değeri;

$$P_0 = D \left[ \frac{(1+i_e)^N - 1}{i_e (1+i_e)^N} \right] \quad (3.14)$$

formülü ile hesaplanabilir.

#### **Dağıtılacak Kar Payının Sabit Bir Hızla Artması**

Şirketin dağıtacağı kar payının her yıl sabit bir hızla artması, yıllık kar payının hisse senedinin satış fiyatına veya piyasa fiyatına oranı, şirketin öz sermaye maliyetini meydana getirir.

Her yıl sabit bir hızla artan kar paylarının sürekli devam etmesi halinde öz sermaye maliyetini;

$$P_0 = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{D_0 (1+g)^t}{(1+i_e)^t} \quad (3.15)$$

formülü ile gösterilebilir.

$g$  : Sabit artış oranını gösterdiğinden formül şöyle yazılabilir.

$$P_0 = \frac{D_1}{i_e - g} \quad (3.16)$$

Bir şirketin hisse senetlerinin fiyatlarında büyük dalgalanmalara neden olarak, yatırımcıların gelecekte bekledikleri değişme gösterilir. gelecekte şirketin hisse senetlerinden beklenen

kar paylarındaki büyüme hızındaki değişmelerin, hisse senedi fiyatını nasıl etkilediğini basit bir örnekle açıklayalım.

	X Şirketi	Y şirketi
Hisse senedinin Piyasa Değeri	20.000.TL	30.000.TL
Hisse başına düşen kar	2.000.TL	1.500.TL
Beklenen büyüme hızı	%10	%20

Örneğimizde, büyümenin her yıl sabit ve sürekli olacağı kabul edildiğinde, öz sermayenin maliyeti;

Yukarıdaki formülde  $i_e$  'yi dışarı aldığımızda;

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

$$X \text{ şirketi için } i_e = \frac{2.200}{20.000} + \%10 = \%21^{170}$$

$$Y \text{ şirketi için } i_e = \frac{1.800}{30.000} + \%20 = \%26$$

Bu şirketlere yatırım yapan yatırımcıların, şirketin sermaye yapısının risklerden etkilenmeyeceği, buna karşılık ekonomideki duraklamadan dolayı her şirkette büyümenin düştüğünü kabul ettiğimizde, hisse senetlerin fiyatları da düşmektedir. Ancak bu düşme aynı oranda değildir.<sup>171</sup>

### 3.2.1.2. Hisse Senedi Çıkarma Giderlerinin Öz Sermaye Maliyetine Etkisi

Yeni hisse senedi çıkarma giderlerinden şirketin para girişini etkileyen faktörlerden biri, hisse senedi çıkarımında yapılan giderlerin olduğu daha önce belirtilmişti. Hisse senedi ihraç

<sup>170</sup> Formülde kullanılan 2.200,  $D_1 = D_0 (1+g)$  formülüyle bulunmuştur.  $D_0$ 'ın değeri de 2.000 TL dir.

<sup>171</sup> Özdemir, Muharrem; İşletme Finansmanı, Sakarya Üniversitesi Matbaası, Sakarya- 1995, S. 178.

giderleri olarak ifade edilen bu giderler, çoğunlukla hisse senedinin değerini etkilemektedir. Yapılan bu giderlerin çeşit olarak fazla olması nedeniyle toplam büyük meblağ olur. Yeni hisse senedi çıkarmanın gerektirdiği hukuki formaliteler (tescil, ilan gibi), izahname hazırlanması, hisse senedin basımı, hisse senedi çıkarılması nedeniyle ödenecek vergiler (Türkiye’de Damga Vergisi), dağıtım ve reklam harcamaları, hisse senedinin satışında aracılık eden aracı kuruma ödenen komisyonlar, hisse senetlerin menkul kıymetler borsasına yaptığı kota giderleri, bazı durumlarda büyük tutarlara yükselmektedir.<sup>172</sup>

Örneğin; bir şirket 10.000 adet hisse senedi çıkardığını ve hisse senedi başına sağlanan gelir 5.000.TL ve kar payı ödeme oranı %30 olsun.<sup>173</sup> Kar payı ödeme oranının sonraki yıllarda değişmeyeceği ve şirketin büyüme hızının yılda %5 oranında bir artış göstereceği beklenmektedir. Şirket hisse senetlerinin piyasa değeri 10.000. TL olup, hissedarların yaptıkları yatırımlardan en az kar oranı %30 beklediği görülmektedir. Ayrıca, şirket sermaye artırımına giderek 5.000. adet yeni hisse senedi çıkardığını ve hisse senedi başına 500.TL çıkarma gideri yaptığını kabul edelim.

Yeni hisse senedi çıkarılması dolayısıyla şirketin sağlayacağı net para girişi  $4.750.10^4$ . TL olacaktır. Elde edilen bu kaynak hissedarlarca en az istenen % 30 net gelir getiren bir yatırıma dönüştürüldüğünde, şirketin artan net karı  $1.425.10^4$  TL

<sup>172</sup> A.B.D.’de yeni hisse senedi ihraç giderlerinin çıkarılması, hisse senedine oranı % 5- 30 arasında değişmektedir. Johnson, W. Robert; Financial Management, Alllys and Bacon, Inc., Boston, 1971. S. 251.

<sup>173</sup> Hisse başına sağlanan gelir, vergiden sonraki net karın hisse senedi adetine bölünmesiyle; kar payı ödeme oranı ise, ödenen toplam kar payının hisse senedi adetine bölünmesiyle bulunmuştur.

ve şirketin sağladığı toplam kar  $6.425.10^4$  TL olacaktır.<sup>174</sup>

Buna göre hisse senedi başına sağlanan gelir;

$$HBG = \frac{6.425.10^4}{(10.10^3 + 5.10^3)} = 4.283.TL' \text{ ye düşecektir.}$$

Görüldüğü gibi, yeni hisse senedinin çıkarılması şirket hisse senedi başına geliri, yaklaşık %16 oranında düşürmektedir. Hisse senedi çıkarılmasıyla sağlanan fonların yatırımı, şirketin sermaye maliyetine eşit bir karlılık oranı gösteremeyeceğinden şirket hisse senetlerinin piyasa değeri 5.000.TL'nin altına düşecektir. Daha önce verilen hisse senedin değerini veren denklem yardımıyla, hisse senedin cari piyasa değeri;

$$P_0 = \frac{D_1}{i_e - g} = \frac{4.283. * \%20}{\%30 - \%5} = 3.426.TL. \text{ olarak bulunur.}$$

Ancak burada bir problemin çözülmesi gerekir. Yeni hisse senedi çıkarıldığında, hisse senedi çıkarmanın şirkete maliyetinin net olarak bulunması gerekir. Hisse senedi çıkarma giderlerini kullandığımızda, şirketin hisse senedi çıkarılmasının şirkete maliyeti;

$$i_e = \frac{D}{P_0 (1-b)} + g = \frac{3.000}{10.000(1 - 0.05)} + 0.05 = \%31.5$$

Şirket hisse senedi çıkarılmasından sağlayacağı fonların en az %31.5 net kar getiren yatırımlara aktarıldığında hisse senedinin piyasa değerinde bir düşme olmayacaktır.

<sup>174</sup> Örnekte bulunan  $4.750.10^4$  TL değeri, sermaye artışı nedeniyle çıkarılan 5.000. adet hisse senedinin hisse senedi başına sağladığı kar payı ile çarpımından ve  $1.425.10^4$  TL değeri de,  $4.750.10^4$  TL'nin %30 ile çarpımından bulunmuştur.

### 3.2.1.3. Hisse Senetlerin Nominal Veya Primli Piyasa Değeriyle Satılması Durumunda Öz Sermayenin Maliyeti

Şirketlerin sermaye artışı yeni hisse senedi çıkarılması suretiyle kaynak sağlayan bir şirketin hisse senedi piyasa değeri, nominal değerinden yüksek olması halinde, sermaye artışı dolayısıyla yeni çıkarılacak hisse senetleri de piyasa veya nominal değerinde satılacaktır. Piyasa veya nominal değerinde satılması kararı, şirketi bir tercih yapmaya sevkedecektir. Bunu bir örnek vererek izah edebiliriz.

Örneğin; bir şirket nominal değeri 10.000.TL olan ve 20.000 adet hisse senedi çıkarılması suretiyle toplam 200 milyon TL sermayesi vardır. Bu şirketin son yılda vergiden sonraki karı 100 milyon TL'dir. Hisse başına düşen kar payı 4.000.TL, şirket sermaye artırımına giderek ve sermayesini %50 arttırarak toplam sermayesini 300 milyon TL'ye yükseltmiştir. Hisse senetlerinin piyasa değeri 16.000.TL'dir.

Sermaye artışı nedeniyle sağladığı ek kaynak iki şekilde olabilir.

1) Nominal değer üzerinden 10.000 adet hisse senedi çıkarılarak,

2) Piyasa değeri üzerinden 6.250 adet hisse senedi çıkarılarak kaynak sağlanabilir.

Şirketin yeni sağladığı kaynakları %40 net gelir veren bir yatırıma sevk etmeyi ve uyguladığı kar payı ödeme oranında bir değişiklik yapmayı düşünmemektedir. Bu bilgilere dayanılarak verilen her iki alternatifin dağıtılacak kar payı dağıtım ve hisse senedinin değeri üzerindeki etkisini bulmaya çalışalım.<sup>175</sup>

<sup>175</sup> Tablodaki değerler daha önce verilen formüller yardımıyla bulunmuştur;

	Mevcut Durum	Başa baştan Senedi Çıkarılması	Hisse Senedi Çıkarılması	Primli Hisse Senedi Çıkarılması
Sermaye (Milyon)	200.TL	300.TL	300.TL	300.TL
Hisse Senedi Adedi	20.000.TL	30.000.TL	30.000.TL	26.250.TL
Dönem N.Kar(Milyon)	100.TL	140.TL	140.TL	140.TL
Hisse S.Başına Gelir	5.000.TL	4.667.TL	4.667.TL	5.333.TL
Hisse S.Başına Kar P.	4.000.TL	3.734.TL	3.734.TL	4.266.TL

T.T.K.'nun 466. Maddesine göre, primli olarak çıkarılan hisse senetlerinden sağlanan emisyon primi kar olarak değerlendirilemez. Bunun yasal yedek akçelere eklenmesi gerekir. Ayrıca vergi sistemimizdeki uygulama da etkilemektedir.<sup>176</sup>

Nominal değer ile hisse senedi çıkarılması halinde, hisse başına kar payı ödeme oranı üzerinden hisse başına gelirden ve şirketin dağıtmayıp şirkette bıraktığı kar da bir düşme olmuştur.

---

Net kar; başabaş ve primli alternatifler için, yeni hisse senedi çıkarılmasıyla sağlanan ek kaynak olan 100 Milyon üzerinden beklenen kaynak geliri %40 ile çarpımından 140 milyon TL bulunmuştur.

Hisse Senedi Başına Gelir; net karların hisse senedi adetine bölünmesiyle, 1 alternatif için 140 milyonun 30.000, 2. Alternatif için ise 140 milyonun 26.250 adete bölünerek sırasıyla 4.667 ve 5.333 olarak bulunmuştur.

Hisse Senedi Başına Kar Payı; kar payı dağıtım oranı değişmediğinden, bulunan kar payı dağıtım oranının %40 'ın alternatiflerdeki Hisse başına Gelir tutarlarıyla çarpılmasıyla sağlanmıştır.

<sup>176</sup> Türk vergi sisteminde Kurumlar Vergisi Kanunu'nun 3946 sayılı yasa ile değiştirilen 8. Maddenin 5.fikrasına göre, "anonim şirketlerin kuruluşlarında veya sermayelerini artırdıkları sırada çıkardıkları hisse senetlerinin itibari değerlerinin üzerinde elde çıkarılmasından sağlanan kazançlar kurumlar vergisinden istisna edilmiştir." Ancak bahsedilen vergi kanununun 25. Maddesine göre de, "hesaplanan vergi, indirim ve istisnalar düşülmeden önceki kurum kazancının %20'sinden az olamaz." Ayrıca Gelir Vergisi Kanunu'nda yapılan bir değişiklik ile, "Kurumlar Vergisi Kanunu uyarınca yıllık beyanname veren kurumların indirim ve istisnalar düşülmeden önceki kurum kazancından hesaplanan Kurumlar Vergisi düşüldükten sonra kalan kısım" menkul sermaye irabı olarak sayılmaktadır. Söz konusu menkul sermaye iratlarından dağıtılsın veya dağıtılmasın halka açık anonim şirketlerinde %10, diğerlerinde %20 vergi kesintisi yapılması gerekmektedir.

Şirketler uyguladıkları muhasebe yöntemleri nedeniyle, enflasyonun altında kalan değerlerin gerçek değerleri gösterebilmede bazen abartılmış kar ortaya çıkmaktadır.

Arnold ve Moizer'in sonuçları, yatırım analistlerin genellikle kullandıkları değerlendirme modelinin, tarihi maliyetli bilanço değeri olduğunu görmektedir.<sup>177</sup> Tüm yatırımcıların enflasyona ayarlanmış verilerle pek ilgilenmedikleri sonucunu vermektedir. Ayrıca SRI International tarafından yapılan bir araştırmada, enflasyona ayarlanmış faaliyet sonuçlarının kullanışlı olmadığı, bireysel ve kurumsal yatırımcıların, enflasyona ayarlanmış faaliyet sonuçlarının bir değer taşımadığı sonucuna varmışlardır.<sup>178</sup>

Sermaye artışı da karı etkilemektedir. Sermaye artışının karı abartma etkisi, şirketin hisse senedi piyasa değerleri üzerinde de etkili olmaktadır.

Sermaye artışının etkisini bir örnekle izah edelim. Hissedarlar hisse senetlerine yaptıkları yatırımlardan en az %30 gelir bekledikleri ve şirketin kar payı dağıtım oranının her yıl % 5 arttığını kabul ettiğimizde, hisse senedinin piyasa değeri;

$$P_0 = \frac{D}{k-g} = \frac{3.734}{\%30-\%5} = 14.936.TL$$

Şirketin hisse senetlerinin piyasa değeri sermaye artışından sonra nominal değer üzerinde. Sermaye artışı nedeniyle eski hissedarlar 1.064 TL'lik bir zarara uğramıştır. Ancak sermaye

<sup>177</sup> Berliner, Robert W.; "Do Analysts Use Inflation-Adjusted Information? Results of a Survey", Financial Analyst Journal, March/April 1983, S. 26-33 ve William C. Norby; "Applications of Inflation-Adjusted Accounting Data", Financial Analyst Journal, Marc/April 1983, S. 33-39.

<sup>178</sup> SRI International; "Investor Information Needs and The Annual Report", Financial Executives Research Foundation, 1987, S. 56.



artırımında genellikle eski hissedarlara rüçhan hakkı tanınmaktadır. Yeni çıkarılan hisse senetlerin nominal değer üzerinden mevcut hissedarlara satılmasıyla şirketin sağladığı öz kaynakların maliyeti;

$$i_e = \frac{D_1}{P_0} + g = \frac{3.734}{10.000} + 0.05 = \%42.3$$

Hisse senetlerin primli olarak satılmasıyla şirketin sağlayacağı öz kaynakların maliyeti (Burada hisse senetlerin primli satılmasından vergi kesintisi yapılmamıştır);

$$i_e = \frac{T}{P_0} + g = \frac{5.333}{16.000} + 0.05 = \%38.3 \text{ olur.}$$

Şirketin primli hisse senedi çıkarılmasıyla sağlanan prim üzerinden vergi kesintisi yapıldığında, şirketin sattığı her hisse senedinden elde ettiği gelir, şirketin halka açık ve kapalı olması durumuna göre değişecektir. Her iki durumda da öz kaynağın maliyeti, vergilerin alınması alınmamasından devamlı yüksek çıkmaktadır.

Emisyon primi üzerinden alınacak verginin tutarına göre kaynak maliyeti değişmektedir. Şirketin halka açık olup veya olmadığına göre ödenecek vergi oranı değişeceğinden yapılacak bir seçimle öz kaynağın maliyeti değişecektir. Bunun dışında çıkarılacak yeni hisse senetlerin nasıl satılacağı, kimlere satılacağı, hangi fiyattan satılacağı ve vergi kanunu karşısındaki durumu etkilemektedir.

Çıkarılacak yeni hisse senetlerin mevcut ortaklara rüçhan hakkı tanınarak nominal değer üzerinden satması halinde, mevcut ortaklar açısından avantajlı olur. Ancak şirket dışındaki diğer kişilere satılması halinde ise, mevcut ortakların bir kazancı olmaz.

Bu durumda şirket hisse senetleri primli fiyattan satılması şirketin kazancı yönündedir. Vergi kanunlarında, hisse senedi çıkarılması veya satılması hallerinde bazı indirimler uygulanmaktadır. Eğer vergi kanunlarında, bunun gibi sermaye kazançları vergiden muaf veya düşük vergi oranı uygulanıyorsa, yeni hisse senedinin avantajlı olan fiyattan satılması daha uygun olacaktır.<sup>179</sup>

Daha önce verdiğimiz örnekte, dağıtılan kar payı ödeme sabit kabul edilmişti. Kar payı ödemesinin belli bir oranda artması halinde öz sermaye maliyetinin hesaplanması farklı olacaktır. Bunu bir örnekle açıklayalım.

Örneğin X Şirketi, gelecek yıl için 1.000.TL kar payı ödemeyi ve takibenden yıllarda da yıllık kar payı artışının %10 oranında olacağını düşünmektedir. Şirket, sermaye artışında bulunarak nominal değeri 5.000.TL olan hisse senetleri 10.000.TL'ye satmaktadır. Çıkarılan hisse senetleri için %5 oranında gider yapılmaktadır. Hisse senetleri primli satıldığından, prim üzerinden %20 oranında vergi kesintisi yapılacağını kabul ettiğimizde, sağlanan kaynağın şirkete maliyeti,<sup>180</sup>

<sup>179</sup> Gelir Vergisi Kanunu'nun 80/2 maddesinde yapılan değişiklikle, menkul kıymetlerde oluşan değer artışları sınırlı bir şekilde vergiye tabi tutulmuştur. Bu değişiklikle madde şu şekilde değişmiştir. Borsada kayıtlı olanlar ve ivazsız olarak iktisap edilenler hariç, menkul kıymetlerin iktisap tarihinden başlayarak bir yıl içinde veya iktisaptan evvel çıkarılmasından sağlanan kazançların bir takvim yılındaki tutarının 500.000 TL'yi aşan kısmı gelir vergisine tabidir. Bu maddeye göre, menkul değerlerin elde ediliş tarihinden itibaren bir yıl içinden elde çıkarılması halinde 500.000 TL'yi aşan kısmı değer artış vergisine tabidir. Menkul değerlerin, elden edildikten bir yıldan fazla süre sonra elden çıkarılması halinde değer artışları vergi dışında bırakılmıştır. Hisse senetlerinin borsada kayıtlı olması halinde vergi söz konusu olmamaktadır. Ayrıca hamiline yazılı menkul kıymetlerin elden çıkarılması tarihinin belirlenmesi zor olduğundan, menkul değerlerde değer artışları, fiilen gelir vergisi kapsamı dışında bırakılmıştır.

<sup>180</sup> Özdemir, Muharrem; a.g.e., S. 178.

$$i_e = \frac{D_1}{P_0(1-b)} + g = \frac{1.000}{10.000(1-0.15)} + 0.10 = \%21.8$$

olarak bulunur.

Buradaki b; ihraç primi üzerinden ödenecek %20 dahil olmak üzere ihraç giderlerinin hisse senedi satış değerine olan oranı göstermektedir.<sup>181</sup>

Öz sermaye maliyeti yeni hisse senedi çıkarılarak sağlanması durumunda ödenen hisse senedi ihraç giderlerinden dolayı başabaşın altında satılması halindeki dağıtılmamış karların maliyetinden genellikle daha yüksektir.<sup>182</sup>

Kısaca, şirketin öz sermaye maliyeti, şirketin sermaye yapısı, risk derecesi ve kar payı dağıtım politikasının sabit olması durumunda, yapılacak yatırımın kaynağı özsermaye ile sağlanan tutarda hissedarların beledikleri karlılık oranına eşit olur.

### 3.2.2. Dağıtılmayan Karların Maliyeti

Şirketler sağladıkları kazançlarını dağıtmayarak şirkette bırakabilmelerinin mümkün olduğunu daha önce ifade etmiştik. Şirketler karlarını dağıtmayıp bazı yatırımlarda kullanarak daha yüksek gelir elde etmeleri söz konusu olabilir. Dağıtılmayan karların işletmeye maliyeti çoğunlukla sıfır olarak kabul edilebilir. Ancak dağıtılmayan kısmına ait fonların fırsat maliyetinin olduğunu ayırt etmek gerekir.<sup>183</sup> Dağıtılmayan karların maliyeti öz sermaye maliyeti ile aynı olduğu kabul edilmektedir. Bu ancak verginin olmadığı bir ortamda olur. Vergilerin olduğu

<sup>181</sup> b değeri;  $5.000 * \%20 = 1.000$ . TL vergi tutarı,  $1.000 / 10.000 + 0.05 = 0.218 = \%21.8$  olarak bulunmuştur.

<sup>182</sup> T.T.K.'na göre, anonim şirketler itibari değerden daha düşük bedelle hisse senedi ihraç edemezler.

<sup>183</sup> Ceylan, Ali; a.g.e., S. 133.

noktasında bakıldığında, dağıtılmayan karların maliyetinin sıfır olduğunu kabul etmemiz mümkün değildir. Dolayısıyla dağıtılmayan karların maliyeti fırsat maliyetidir.<sup>184</sup>

Şirket ortakları cari karın dağıtılmaması için oy kullanmış ise, bunun nedeni, şirket dışına yapılabilecek yatırımdan daha yüksek bir getiri sağlayacağı düşünülmektedir. Bir başka deyişle, şirketlerin, şirket hissedarlarına karın tamamını veya bir kısmını dağıtmayarak şirkette tutma kararını vermelerinin nedeni, tutulan karın şirketçe kullanılması durumunda elde edilecek gelirin, karın dağıtılması durumunda hissedarların şirket dışında kullanmalarından elde ettikleri gelirden daha yüksek olmasıdır. Yani şirket hissedarları yaptıkları yatırımdan daha yüksek bir gelir beklemektedir. Karı almamanın getireceği gelir almanın getireceği gelirden yüksek veya eşit olduğunda hissedarlar karı genelde almazlar.

Bir şirket hisse senedinin piyasa değerlerinin düşmemesi için, dağıtılmayan karlarla yatırımı finanse etmek için gerekli en az karlılık oranı, şirketin dağıtılmayan karların maliyetini oluşturur.

Dağıtılmayan karların maliyetini şu şekilde yazmak mümkündür.

$$i_e = \frac{D_1}{P_0} + g \text{ olarak yazılabilir.}$$

$i_e$  : Dağıtılmayan karın maliyeti,

$g$ : Hissedarların istediği veya beklediği kar oranını göstermektedir.

Örneğin; bir şirket hisse senedi başına net 10.000.TL

<sup>184</sup> Özdemir, Muharrem; a.g.e., S. 179-180.

kazandırmakta ve sağlanan karın 6.000.TL'sini kar payı olarak dağıtmaktadır. Hisse senetlerin piyasa değeri 20.000.TL'dir. Şirketin cari dönemde elde ettiği kar ve hissedarlara kar payı olarak dağıttığı kar geçmiş yıllara göre %20 oranında artış gösterdiği, ayrıca bu artışın devam edeceği kabul edildiğinde, şirketin dağıtılmayan karın maliyeti (hissedarlar için ise, istenen veya en az beklenen kar oranı);

$$i_r = \frac{6.000}{20.000} + 0.20 = \%50 \text{ olarak bulunur.}$$

$i_r$  : Dağıtılmayan karın maliyetini göstermektedir.

Hisse senetlerinden beklenen yıllık artış %20 olduğuna göre, piyasa değeri 20.000.TL olan hisse senedinin gelecek yıldaki değeri 24.000.TL olması gerekir. Ancak bu artışın olabilmesi için, şirketin dağıtmayıp şirkette tuttuğu karın en az %50 gelir getiren bir yatırıma sevk etmesi gerekir. Hisse senedi başına tutulan 4.000.TL, hissedarlar tarafından şirket dışındaki bir yatırıma daha düşük bir değerle, örneğin %30 gelirle aktarıldığında, gelecek yıldaki 4.000.TL 5.200.TL olacaktır. Hisse senedi başına gelecek yıldaki kar payı ise 11.200.TL olur. Hisse senedinin gelecek yıldaki reel artış ise yaklaşık %10 olur. Buna karşılık şirkette bırakılarak bir sonraki yılda toplam gelir 6.000.TL olmuştur. Kar payı artış hızının beklenen artış hızından düşük olması, şüphesiz şirket hissedarlarının hisse senetlerini yeni yatırımlara ve arayışlara gönderecektir. Eğer hissedarların çoğu şirketin kazandırdığı gelirin diğer gelirlerden düşük olduğunu bilirlerse, şirket hisse senetlerinin piyasa değerlerinde bir düşme

olacaktır.<sup>185</sup>

Yukarıda verilen bilgilerden hisse senedinin cari piyasa değeri şöyle bulunur.

$$P_0 = \frac{D_1}{i - g} \text{ formülünden } P_0 = \frac{4.400}{0.50 - 0.10} = 11.000 \text{ TL}$$

olur.<sup>186</sup>

Bu formülü ilişkilendirerek şu şekilde yazmak mümkündür.

$$P_2 = \frac{D_1}{(1+r)} + \frac{P_1 * (1+g)}{(1+r)} \quad (3.17)$$

r : Beklenen kar oranı,

g : Beklenen artış hızı,

P<sub>1</sub> : Cari dönemdeki hisse senedinin piyasa değeri,

P<sub>2</sub> : Bir sonraki yılda hisse senedinin piyasa değeridir.

Şirket dağıtmayıp şirkette bıraktığı karları, hissedarların beklediği oranda kazandıramadığı takdirde hisse senetlerin piyasa değerlerinde düşme endişesi başlayacaktır. Şirketler dağıtmayı düşünmediği karlar, piyasadaki kazanç oranlarından daha yüksek bir değer kazandıramayacaksa tamamen dağıtması daha uygun olacaktır. yukarıda verdiğimiz son örnekte, şirketin karı tamamen dağıtması gerekecektir.<sup>187</sup>

<sup>185</sup> Beklenen karların verimi üzerindeki etkisi, kar payı ilanlarında bulunan bir şirketin satışlarındaki bir artış, hem açıklayan şirket hem de rakipleri için iyi haber olarak algılanmaktadır. Buna karşılık maliyetlerdeki bir artış, açıklayan şirket ve hissedarları için kötü, rakipleri için iyi haberdur. Joh Gun-Ho Chi-Wen Jevons Lee: "Stock Price Response to Accounting Information in Oligopoly", Journal of business, Vol. 65, No. 3, 1992, S. 451-471.

<sup>186</sup> Hisse senetlerinden beklenen gelir oranı örnekte %50 olduğunda ve şirket dışındaki bir yatırımda elde edilen kar payı oranı %30 değilse bundan daha büyük bir oranda, örneğin %40 kabul edildiğinde, yani kar payının şirkette bırakılan kısmından beklenen gelir oranı %50' ye yaklaştıkça hisse senedinin değeri artmaktadır. Ayrıca burada hissedarların aldıkları kar paylarının kullanımından elde edilen gelir kısmı dikkate alınmamıştır.

<sup>187</sup> Burada vergi ertelemeinin getireceği kazanç ve ortakların vergi durumları hesaba katılmamıştır.

Vergilerin ve vergi ertelemeinin de dikkate alınmasıyla, dağıtılmayan karın maliyetini bulmak daha da karışık hale gelmiştir. Şirket ortaklarının vergi durumlarının önemli bir etken olduğu bilinmektedir.<sup>188</sup> Dağıtılmayan karların daha düşük oranda vergilendirilmesi, ortakların dahil buldukları gelir dilimindeki marjinal vergi oranı, hisse senedin değer artışının elde edilmesi halinde bunun vergi karşısındaki durumu, dağıtılmayan karın maliyetini etkileyecektir.<sup>189</sup> Bu faktörleri de kullanarak dağıtılmayan karın maliyeti şu formül ile bulunur.

$$i_r = i_e \frac{(1-t_p)}{(1-t_g)} \text{ olur.} \quad (3.18)$$

$i_r$  : Hissedarların vergi durumu dikkate alınarak bulunan dağıtılmayan karın maliyetini,

$i_e$  : Hissedarların bekledikleri veya istedikleri kar oranı (vergiden önceki),

$t_p$  : Karın dağıtılması durumunda hissedarların ödemek zorunda olacakları vergi oranı,

$t_g$  : Karın dağıtılmaması durumunda hissedarların ödemek zorunda olacakları vergi oranını göstermektedir.

Şirketin karı dağıtmaması durumunda, hissedarların tabi olacakları vergi oranı %40, şirketin karı dağıtması halinde hissedarların tabi olacakları vergi oranı %60 ise, şirketin

<sup>188</sup> Hissedarların ait oldukları vergi aralığı, kar payı dağıtım politikasını etkileyen faktörler kısmında bir başlık olarak izah edilecektir.

<sup>189</sup> Gelir Vergisi Kanunu'nda yapılan değişiklik ile gelir, tamamı tevkif yoluyla vergilendirilmiş bulunan gayri safi tutarı 225 milyon TL'yi aşmayan arazi serbest meslek kazançları, menkul ve gayri menkul sermaye iratları ve vergi alacağı dahil olmak üzere kurumlardan elde edilen kar paylarından oluşuyorsa, yıllık beyanname verilmeyecektir. Ancak bu tutarı aşması halinde yıllık vergi beyannameesine 01.01.1997 tarihinden itibaren söz konusu kazanç ve iratlar dahil edileceklerdir. Mevcut yasalara göre, kar payı dağıtımı, ortakların vergi yükünü değiştirmemektedir.

dağıtmadığı karın fırsat maliyeti veya bununla yapılan yatırımın getireceği en az karlılık oranı;

$$i_r = 0.40 \frac{(1-0.60)}{(1-0.40)} = \%26.7 \text{ olur.}$$

Hissedarlar, dağıtılmayan karın en az %26.7 net gelir veren bir yatırımda kullanılmasına müsaade edeceklerdir.

### 3.2.3. Sermaye Maliyeti İle İlgili Yaklaşımlar

#### 3.2.3.1. Net Gelir Yaklaşımı

Bu yaklaşım, şirketin sermaye yapısının değerlendirilmesinde borç/öz sermaye ilişkisinin en fazla etkilendiğine değinir. Uygulamaya baktığımızda, bir şirket sermaye yapısını değiştirmek yoluyla piyasa değerini yükseltme ve sermaye maliyetini düşürme imkanına sahiptir.<sup>190</sup> Bu yaklaşımı basit bir örnek vererek izah edelim. Mesela; bir şirketin %5 faiz oranında 3 milyon TL sürekli borçlandığı ve büyüme beklentisi olmadığı kabul edilmiştir. (Net faaliyet geliri faiz ödemelerinden önceki gelir varsayılmıştır.) Şirketin bu dönemdeki net faaliyet geliri 1 milyon TL'dir.

Şirketin net faaliyet geliri	1 milyon TL.,
Şirketin borç toplamı (Y.kaynaklar)	3 milyar TL.,
Yabancı Kaynak maliyeti (%5)	150 milyon TL.,
Öz sermaye kapitalizasyon oranı	%10 <sup>191</sup>
Şirket piyasa değeri;	

<sup>190</sup>Van Horne-James C.; a.g.e., Fourth Ed., Prentice Hall Inc., Englewood cliffs, New Jersey 1977, S. 231; Weston; a.g.e., S.740.

<sup>191</sup>Kapitalizasyon oranı,  $k_e = \frac{\text{Hissedarlara Dağıtılabilecek Gelir}}{\text{Çıkarılan Hisse Senetlerin Toplam Piyasa Değeri}}$



Net faaliyet geliri	O	1.000
Borçlanma faizi ( $3.000 \times 10^6 \times \%5$ ), F		<u>(150)</u>
Hissedarlara Dağıtılabilecek Gelir, E		850
Öz sermaye Kapitalizasyon oranı, $k_e$		<u><math>\%10</math></u>
Hisse senetlerin piyasa değeri, S		8.500
Borcun piyasa değeri, B		<u>3.000</u>
Şirketin Toplam piyasa değeri, V		11.500
Şirketin yeni kapitalizasyon oranı,		

$$k_0 = \frac{O}{V} = \frac{1.000}{11.500} = 0.087 \text{ veya } \%8.7$$

Şirketin borçlanma tutarının 3 milyar TL'den 5 milyar TL'ye çıkarıldığı ve borçlanma oranı ve maliyet aynı kabul edildiğinde şirketin piyasa değerini hesaplayalım;

		(000.000 TL.)
Net faaliyet geliri,	O	1.000
Borçlanma faizi geliri ( $5.000 \times 10^6 \times \%5$ )	F	<u>(250)</u>
Hissedarlara dağıtılabılır gelir, E		750
Öz sermaye kapitalizasyon oranı, $k_e$		<u><math>\%10</math></u>
Hisse senetlerin piyasa değeri, S		7.500
Borçlanmanın piyasa değeri	B	<u>5.000</u>
Şirketin Toplam piyasa değeri, V		12.500

Bu durumda yeni kapitalizasyon oranı;

$$k_0 = \frac{O}{V} = \frac{1.000}{12.500} = 0.08 \text{ veya } \% 8.$$

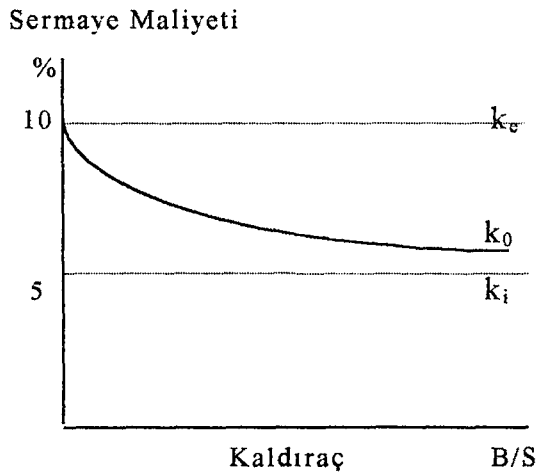
Bu yaklaşımda borçlanma arttıkça, şirketin piyasa değeri artar ve kapitalizasyon oranı düşer. Örneğimizde görüldüğü gibi, aynı borçlanma maliyeti oranında 3 milyar TL borçlanıldığında; şirketin piyasa değeri 11.5 milyar TL' den 12.5 milyar TL ' ye

yükselmiştir. Buna karşılık şirketin yeni kapitalizasyon oranı %8.7'den %8'e düşmüştür.

Böylece her bir hissenin piyasa fiyatı 10.000 TL olduğunda, borçlanılan ek 2 milyar TL ile şirket aynı zamanda 2 milyar TL'lik hisse senedi ve 10.000 TL'den 200 yeni hisse senedi geri almıştır. Toplam hisse senedi sayısı 850'den 650'ye düşmüş olur. Ek borçlanmadan sonraki sermaye yapısında oluşan değişikliklerden biri, her bir hisse senedinin piyasa değeri olmuştur. Bu durumdaki hisse senedinin piyasa değeri  $(7500/650)=11.53$ 'tür.

Örneğin sonucunda da görüldüğü gibi, net gelir yaklaşımına göre bir şirket, sermaye yapısını değiştirerek ve kaldıraç faktöründen yararlanarak, ortalama sermaye maliyetini düşürebilmekte ve şirketin piyasa değerini yükseltebilmektedir. Yani şirketin net gelirinin, ortaklara dağıtılması veya şirkette bırakılması kararının verilmesi, ortalama sermaye maliyeti ve şirketin piyasa değerini değiştirmektedir.

**Grafik. 3.6. Borçlanmanın Değeri ile Hisse Senetlerin Toplam Piyasa Değeri İlişkisi**



Kaynak : Van Horne, James C.; Fundamentals Financial Management, 1980, S.405

Borçlanmanın toplam değeri ile hisse senetlerin piyasa

değeri ilişkisi veya oranı yatay eksen,  $k_e$ ,  $k_0$ ,  $k_i$ 'nin yüzdeler oranı için dikey eksen kullanılmıştır. Görüldüğü gibi,  $k_e$ 'nin B/S oranı artışının değişmediği,  $k_i$  ise, doğru ve  $k_e$ 'ye paralel olmaktadır. Optimal sermaye yapısı, şirketin toplam piyasa değerindeki yükselme ve sermaye maliyetindeki düşme ile olur. Bu sermaye yapısı, her hisse senedinin piyasa fiyatını en yükseğe çıkarır. Net gelir yaklaşımının kullanılmasıyla optimal sermaye yapısı noktası, grafikte daha sağda kalmaktadır. Bu yaklaşımda kritik olarak kabul edilen varsayımların mevcut olması, yaklaşımın geçerliliğini kısıtlamaktadır.<sup>192</sup>

Buna göre; yatırımcı ve kredi verenlerin beklenenden farklı olması ve risk artışı beklentisinin kabul edilmemesi gerekir.<sup>193</sup> Yani, sermaye yapısındaki bir değişme ve riskin olması, şirketin yatırımcılarınca ve kredi verenlerce bir önem arz etmemektedir. Kritik bir diğer varsayım, öz sermaye maliyetinin borçlanma maliyetinden yüksek olduğu ve şirketin farklı sermaye yapılarında, öz ve yabancı sermaye maliyetinin sabit kaldığıdır.

Faiz ve vergiden önceki karın, sermaye maliyetini ve faiz oranını değiştireceği çoğu araştırmacılar tarafından ileri sürülmekte ve net gelir yaklaşımındaki varsayımlar kabul edilmemektedir. Borçlanma ile ödenen faizlerdeki artışlar ve şirketin bunları ödeyememe riski ve artan borçlanmayla artan riski karşılamak zorundadır. Dolayısıyla şirketler, artan faizi ödemek ve riski gidermek için yaptığı yatırımlardan daha yüksek kar beklemektedir. Bu da yaklaşımdaki varsayımları ortadan kaldırmaktadır. Ayrıca artan faizi veya artan toplam tutarı

<sup>192</sup> Durand, David; "The Cost of Debt and Equity Funds for Business: in The Management of Corporate Capital, Ezra Solomon, New York 1959, S. 91-116.

<sup>193</sup> Akgüç, a.g.e., s.490; Gönenli, a.g.e., S. 352.

ödemedede şirketin karşılaşılabileceği bir likidite sıkışıklığında da bulunulabilir.

### 3.2.3.2. Net Faaliyet Geliri Yaklaşımı

Bu yaklaşımdaki asıl varsayım, borç/özvarlık oranı (sermaye yapısı) ne şekilde olursa olsun verim oranı (kapitalizasyon oranı) sabittir. Yani sermaye yapısındaki değişmelerin verim oranı ve şirketin piyasa değerinde herhangi bir değişme yapamayacağı ileri sürülmektedir.

Şirket sermayesinin değişmediği ve faaliyet gelirinin tümü, normal hissedarlara kar payı olarak ödenir. (Vergilerin olmadığı varsayılmıştır) Her bir hissedarca beklenen kazanç, sermaye yapısı değişimiyle artar. Ancak hisse fiyatı değişmez. Beklenen kazançtaki değişme, kazanç maliyeti oranındaki bir değişmeyle tamamen denk hale gelir.

Şirket varlıklarından beklenen verim, şirkete ait hisse senetlerin toplam piyasa değeriyle beklenen faaliyet gelirin dağıtımına eşit olur.

$$\text{Varlıklardan Beklenen Verim} = r_A = \frac{\text{Beklenen Faaliyet Geliri}}{\text{Hisse Senetlerin Toplam Piyasa Değeri}} \quad (3.19)$$

Yerleşmiş sermaye piyasalarda şirketin borçlanma kararı, faaliyet geliri ya da hisse senetlerin toplam piyasa değerini etkilemez. Dolayısıyla borçlanma kararı, şirket varlıklarında beklenen verimi etkilemez. Şirketin borçlanma yoluna gittiği ve yatırımcının bu şirkete yatırım yaptığını kabul ettiğimizde, yatırımcılar, şirketin faaliyet gelirinin tamamını kullanmasına müsaade edebilir. Böylece, yatırımcı portföyünden beklenen verim dengede olabilecektir. Portföyde beklenen verim, halk kitlesinden beklenen verimin ağırlıklı ortalamasına eşittir. Bunu formülle

göstermek mümkündür.<sup>194</sup>

$$r_A = \left( \frac{D}{D+E} * r_D \right) + \left( \frac{E}{D+E} * r_E \right) \quad (3.20)$$

$r_A$  : Varlıklardan beklenen verimi,

$r_D$  : Borçlanmadan beklenen verimi,

$D$  : Borçlanma tutarını,

$E$  : Öz sermayeyi göstermektedir.

Bu denklemde,  $r_e$  dışarı çıkarılarak öz sermayeden beklenen verim oranı;<sup>195</sup>

$$r_E = r_A + \frac{D}{E} * (r_A - r_D)$$

Net faaliyet yaklaşımını bir örnekle izah edelim;

X Şirketine ait bilgiler.

Hisse Sayısı	500
Hisse fiyatı	10TL
Hisselerin Piyasa Fiyatı	5.000TL
Borçlanmanın Piyasa Fiyatı	5.000TL
Faiz oranı	%10

**Tablo. 3.4. Net Faaliyet Yaklaşımına Göre 4 Farklı**

**Durumda Beklenen Sonuç**

	I Durum	II.Durum	III.Durum	V.Durum
Fal. Gel.	500	1.000	1.500	2.000
Faizler	500	500	500	500
Net Kazanç	0	1	2	3
Her bir his. kaz.	0	1	2	3

<sup>194</sup>Breakly; a.g.e., S. 390.

<sup>195</sup>Aynı, S.390.

Hisselerin verimi %0                      %10      %20                      %30 <sup>196</sup>

**Beklenen Sonuç**

Burada her hisse kazancının sermaye değişimini nasıl etkilediği gösterilmiştir. Sermaye değişiminin, şirket gelirine bağlılığı etkisi açıkça görülmektedir. Gelir 1.000 TL'den büyük olduğunda öz sermaye verimi sermaye değişimiyle artmıştır. Eğer 1.000TL'den az olduğunda verim, sermaye değişimiyle azalmıştır. Faaliyet geliri 1.000TL olduğunda ise verim tamamen etkisizdir. Sermaye yapısı kararı, faaliyet geliri 1.000 TL'nin üstünde ve 5.000 TL. borçlanmakla hissedarların daha avantajlı olacağı görülmektedir.

**Tablo 3.5. Her Hisse Kazancının Sermaye Değişimine Etkisi.**

	Faaliyet Geliri			
	500	1.000	1.500	2.000
İki hissenin kazancı	1	2	3	4
Faiz ödemeleri (%)	1	1	1	1
Yatırımların net kaz.	0	1	2	3
Yatırımın önemi	0	10	<u>20</u>	30

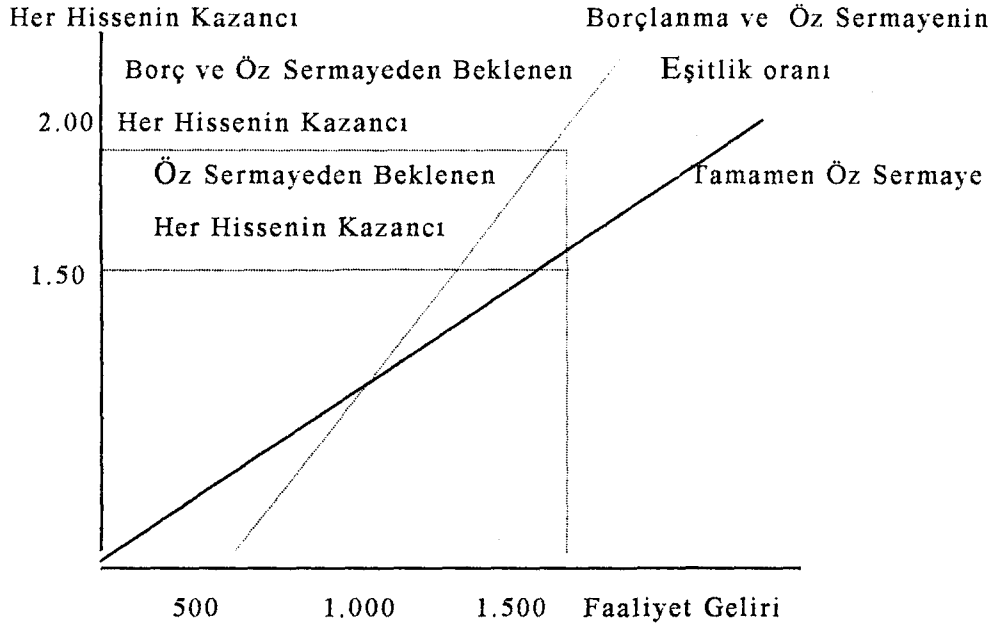
**Beklenen sonuç<sup>197</sup>**

Bu tabloda görüldüğü gibi, vatandaş yatırımcılar sermaye değişimine katlanırlar. Hiç bir şekilde yatırımcıların etkisi olmadığı için değer artmaz .

<sup>196</sup>Breakly; a.g.e., S. 390-391.

<sup>197</sup>Breakly, Richard; a.g.e., S. 391.

### **Grafik 3.7. Her Hisse Kazancı İle Faaliyet Geliri İlişkisi**



Kaynak : Breakly, Richard; a.g.e., S.389.

Faaliyet geliri 1000TL'den fazla olduğunda her hissenin kazancı borçlanma ile birlikte artar. Ancak faaliyet geliri 1.000.TL'den az olduğunda her hissenin kazancı azalır. Sermaye değişikliğinin her hisse senedinin kazancını etkileyebileceği açıkça görülmektedir.

Sermaye değişiminin yani öz sermaye veya yabancı sermaye yönünde olması, şirketin piyasa değerini değiştirmedeği ve ortalama sermaye maliyetinde de bir değişme yapmamaktadır. Çünkü bu varsayımda yabancı kaynak maliyetindeki bir değişme öz sermaye maliyetini ters yönde etkilemektedir. Yani düşük maliyetli bir yabancı kaynak sağlansa bile, ortalama sermaye maliyeti (kapitalizasyon) değişmeyecektir. Yabancı sermaye maliyetindeki düşmeye karşılık öz sermaye maliyetinde yükselme olacaktır.<sup>198</sup>

<sup>198</sup>Yabancı sermaye maliyeti düştüğünde öz sermaye maliyetinin artması bu şekilde izah edilebilir. Yabancı sermayenin faiz ve gizli bir maliyeti vardır. Yabancı sermaye düştüğünde hisse senedi fiyatı

Bu yaklaşımdaki kritik varsayım, şirketin ortalama sermaye maliyetinin (kapitalizasyon oranı) çeşitli sermaye yapıları için aynı kalmasıdır. Bir başka deyişle, sermaye yapısının ortalama sermaye maliyeti ve şirketin piyasa değeri üzerinde etkisi olmadığıdır.

Sermaye yapısının değiştirilmesi, şirketin piyasa değerini etkilemediğinden optimal sermaye yapısı yoktur. Her noktada optimale ulaşır.

Net faaliyet geliri tartışması tamamen Miller-Modigliani tartışması ile aynı olmuştur. MM, sermaye maliyeti ile sermaye yapısı arasındaki ilişkide Net Faaliyet Geliri yaklaşımını benimsemişlerdir.<sup>199</sup>

### 3.2.3.3. Modigliani-Miller Yaklaşımı

MM'nin görüşü, şirketin hisse senedi sahipleri için toplam risk, sermaye yapısı değişimiyle değiştirilmez. Böylece şirketin toplam değeri finansal yapıya bakılmadan aynı olur. Yani bir şirketin hisse senetlerine sahip olan yatırımcıların toplam riski, işletmenin borç/öz sermaye oranının değişmesinden etkilenmez. Yatırımcıların, şirketin toplam yatırımcılardan elde edebilecekleri bir geliri yalnız başlarına sermaye piyasasında sağlanabilecekleri hipotezi ile ispatlamaktadırlar.<sup>200</sup>

Şirketin finansal kaldıracı, adi hisse senetlerinden beklenen verim oranı ve borç/öz sermaye oranı ile birlikte artar. Şirketin hisse senetlerinden beklenen verim oranı ile borçlanmadan beklenen verim ( $r_D$ ) arasındaki dağılıma bağlı artış oranı, şirketin

---

düşecektir. Şirket bu düşmeyi önlemek için fazla miktarda kar payı dağıtma yoluna gidecek ve öz sermaye maliyeti artacaktır.

<sup>199</sup>Akgüç, a.g.e., S. 498.

<sup>200</sup>Gönenli, a.g.e., S. 358.



piyasa değeri olarak tanımlanır. Eğer şirket hisse senetlerinden beklenen verim oranı ( $r_A$ ), sermayeden beklenen verim oranına ( $r_E$ ) eşit olursa şirket borçlanmaz.

Şirket borçlanmadan önce, öz sermayeden beklenen verim oranı hisse senetlerinden beklenen verim oranına eşit olduğu formülle gösterilebilir.<sup>201</sup>

$$r_E = r_A = \frac{\text{Beklenen Faaliyet Geliri}}{\text{Hisse Senetlerin Toplam Piyasa Değeri}} \quad (3.21)$$

Önceki verileri kullandığımızda;

$$r_E = r_A = \frac{1.500}{10.000} = 0.15 \text{ veya } \%15^{202}$$

Şirketin borçlanmasıyla  $r_A$ , varlıklardan (Aktiflerden) beklenen verim oranı yine %15 olur. Öz sermayeden beklenen verim oranı ise;

$$r_E = r_A + \frac{D}{E} (r_A - r_D) = 15 + \frac{5.000}{5.000} (0.15 - 0.10) = 0.20$$

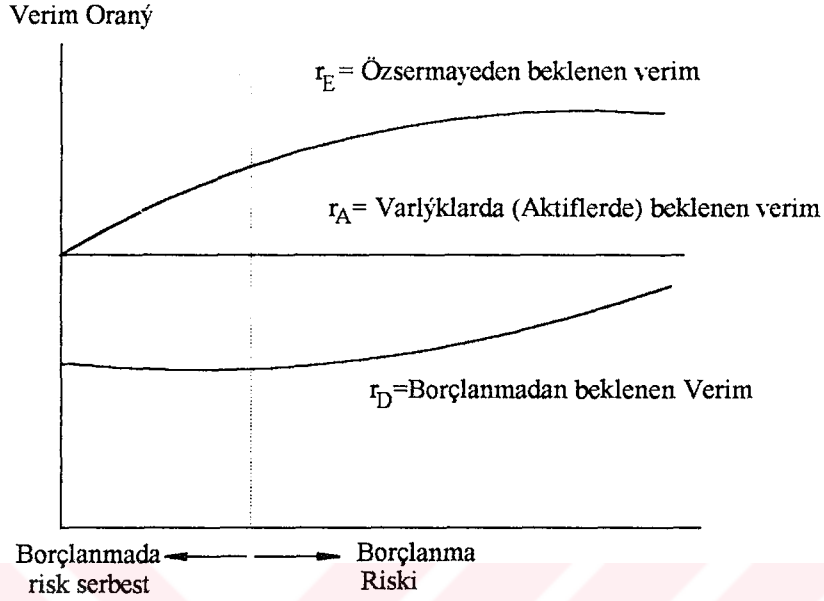
veya %20 olur.

Şirketin düşük borçlanma düzeyinde şirket tahvilleri için riskin olduğu varsayılmıştır.

<sup>201</sup>Breakly; a.g.e, S. 391.

<sup>202</sup>1.000 adet hisse senedi ve hisse fiyatı 10 TL kabul edilmiştir.

**Grafik 3.8. Öz Sermaye ve Yabancı Sermayeden Beklenen Verim Oranı İle Risk Arasındaki İlişki.**



Kaynak: Breakly, Richard; a.g.e., S. 392.

Öz sermayeden beklenen verim  $r_E$ , borç/öz sermaye oranıyla serbest riskte doğrusal olarak artar. Borçlanmadan beklenen verim oranı, borç/öz sermaye oranı ve öz sermayeden beklenen verim arasındaki artışa bağlı değildir. Borçlanma riskinin esas nedeni, şirket yönetiminin bazı risklere katlanabilmesidir. Çok borçlanan şirketin hassasiyeti az ve  $r_E$  ile daha fazla borçlanır. Ayrıca şirketin borçları çok fazla olduğunda, bunun riski hissedarlardan tahvil sahiplerine dağıtılır.

MM yaklaşımında hissedarların beklediği verimin artması halindeki sermaye yapısı değişikliğinin farklılaşmasını şu şekilde izah etmişlerdir; Beklenen verim oranı arttığında, riskteki artış nedeniyle hissedarlarca beklenen verim oranı tamamen denkleştirilir.<sup>203</sup>

Modigliani-Miller yaklaşımını kısaca şöyle izah edebiliriz;

<sup>203</sup>Breakly; a.g.e., S.392.

Net faaliyet gelirleri eşit olan şirketlerin aynı risk grubundaki şirket piyasa değerleri de birbirine eşit olur. Dolayısıyla aynı risk grubunda olan bir şirket sermaye bileşimini değiştirerek ve aynı şekilde diğer şirkete nazaran piyasa değerini yükseltmez. Net faaliyet geliri yaklaşımında da olduğu gibi, borçlanmayla finansal riski artan bir şirkette, bu riske karşılık daha yüksek oranda kar payı dağıtımıyla ortalama sermaye maliyeti denk hale gelir.

Diğer yaklaşımlarda olduğu gibi bu yaklaşımda da gerçekçi olmayan varsayımlar altında sermaye maliyeti ve şirket piyasa değeri arasındaki ilişkiler konusundaki görüşler kritik noktayı teşkil etmekte ve çoğu araştırmacılar tarafından eleştirilmektedir.<sup>204</sup>

#### 3.2.3.4. Geleneksel Yaklaşım

Finansal uzmanların MM'den önce borçlanma politikası hakkındaki düşüncelerine bakmak gerekir. MM görüşünde belirtilenlerin çok açık olduğunu söylemek mümkün olmamakla beraber, borçlanmanın öneminin sonradan bilinmesi de kolay olmamıştır. Bununla birlikte geleneksel yaklaşım, MM görüşüne

<sup>204</sup>Ülkemizde bu konuda yapılan deneysel bir araştırma Cevat Sarıkamış tarafından yapılmıştır. Buna göre anket ile şirketler üzerinde yaptığı araştırmada sermaye yapısı, sermaye maliyeti, şirketin piyasa değeri arasındaki ilişkilerde MM ve diğer yaklaşımlardan birinin geçerli olduğu herhangi bir şekilde kesin bir sonuç alınamamıştır. Sarıkamış, Cevat; Optimal Sermaye Yapısının Belirlenmesi, (Yayınlanmamış Doçentlik Tezi), İstanbul 1970, S.102.

Şeref Türen, hisse senetlerinin sistematik riskini araştırdığı çalışmasında, ülkemiz açısından geleneksel görüşün mü yoksa Miller-Modigliani yaklaşımının mı geçerli olduğu sorusunu da cevaplandırmakta, elde edilen sonuçlar Geleneksel görüşü doğrulayıcı, yada en azından MM görüşünün Türk Şirketleri açısından geçerli olmadığını yorumlamaktadır. Türen, Şeref; "Optimum Sermaye Yapısı, Sermaye Pazarı Kuramı ve Pay Senetlerinin Sistematik Riski Üzerine Bir Çalışma", Yayınlanmamış Doçentlik Tezi, İstanbul 1979, S. 208-210.

cevap verme ile ortaya çıkmıştır.

Sermaye piyasasında sermayenin ağırlıklı ortalama maliyetinin hesaplanması gerekir. Şirketler, hisse senetlerinden beklenen verimi değerlendirilmede, çoğu zaman sermayenin ağırlıklı ortalama maliyetini göz önünde bulundururlar. Ayrıca şirket yönetimi riskinde bir değişim olmadığında, net bugünkü değeri tespit etmek, sermaye bütçelemesi kararlarında sermayenin ağırlıklı ortalama maliyeti kullanılır. Sermayenin ağırlıklı ortalama maliyeti;

$$r_A = \left( \frac{D}{V} * r_D \right) + \left( \frac{E}{V} * r_E \right).^{205} \quad (3.22)$$

Bu yaklaşıma göre, şirket için tek bir optimal sermaye yapısı mevcuttur. Tek bir optimal sermaye yapısının olması, şirket kaldıraç faktörünün etkisi ile piyasa değerini yükseltebilir ve sermaye maliyetini düşürebilir. Net gelir yaklaşımında olduğu gibi, bu yaklaşımda da şirketin finansman riski arttıkça öz sermayenin maliyeti yükselmektedir. Şirket açısından öz sermayenin maliyeti yabancı kaynak maliyetinden daha yüksektir.

Hissedarların kazançlarını şirkette bırakmanın şirket borçlanmasından daha riskli olması, hissedarların bu riske karşılık, faizin gider yapılması ile genellikle öz sermaye maliyeti, yabancı sermaye maliyetinden daha yüksek olmaktadır.<sup>206</sup> Ancak öz sermaye maliyetinin yükselmesi ve yabancı sermaye maliyeti, belli bir noktaya kadar öz sermaye maliyetindeki artışı karşılayabilecektir. Yani ortalama sermaye maliyeti, yabancı

<sup>205</sup> Arditti, Fred D. and John M. Pynkerton, "The Valuation and Cost of Capital on The Levered Firm With Growth Opportunities", Journal of Finance 33 (March 1978), S. 65-73. ve Breakly; a.g.e., S.393.

sermaye maliyetini belirli bir noktada düşürebilecektir. Yukarıda verilen formülü kullanarak bir örnekle açıklayalım.

A şirketinin 3 milyon TL borçlandığı ve 100.000 hisse çıkardığı, her hissenin 60 TL'den satıldığını kabul edelim. Şirketin borçlanma oranı %10 ve şirket yönetimi hisselerden %15 gelir elde etmeyi düşünmektedir.

D : 3 milyon TL.,

E :  $60 \times 100.000 = 60$  milyon TL.,

V :  $D+E = 3.000.000 + 6.000.000 = 9.000.000$  TL.<sup>207</sup>

Buna göre, sermayenin ağırlıklı ortalama maliyeti;

$$r_A = \left( \frac{D}{V} * r_D \right) + \left( \frac{E}{V} * r_E \right) = \left( \frac{3.000.000}{9.000.000} * 0.10 \right) + \left( \frac{6.000.000}{9.000.000} * 0.15 \right)$$

$r_A = \%13,2$  olur.

Şirket, yabancı sermaye kullanımını arttırdığında ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti düşmektedir. Şirket borçlanma tutarını 5 milyon TL'ye çıkardığında;

$V = 5.000.000 + 6.000.000 = 11.000.000$  TL. ve

$r_A = 0.126$  yada  $\%12.6$  olur.

Şirket değerinin maksimize edilmesi ve ağırlıklı ortalama sermaye maliyetinin minimize edilmesi gerekir. Bunun için iki farklı faktöre dikkat edilmesi gerekir.<sup>208</sup>

Birincisi, hissedarlar şirket yönetiminden şirket değerinin artmasını isterler. Ayrıca hissedarlar, düşük sermayenin ağırlıklı ortalama maliyetinde, şirketin çok karlı olmasını çok merak

<sup>206</sup> Akgüç; a.g.e., S. 493.

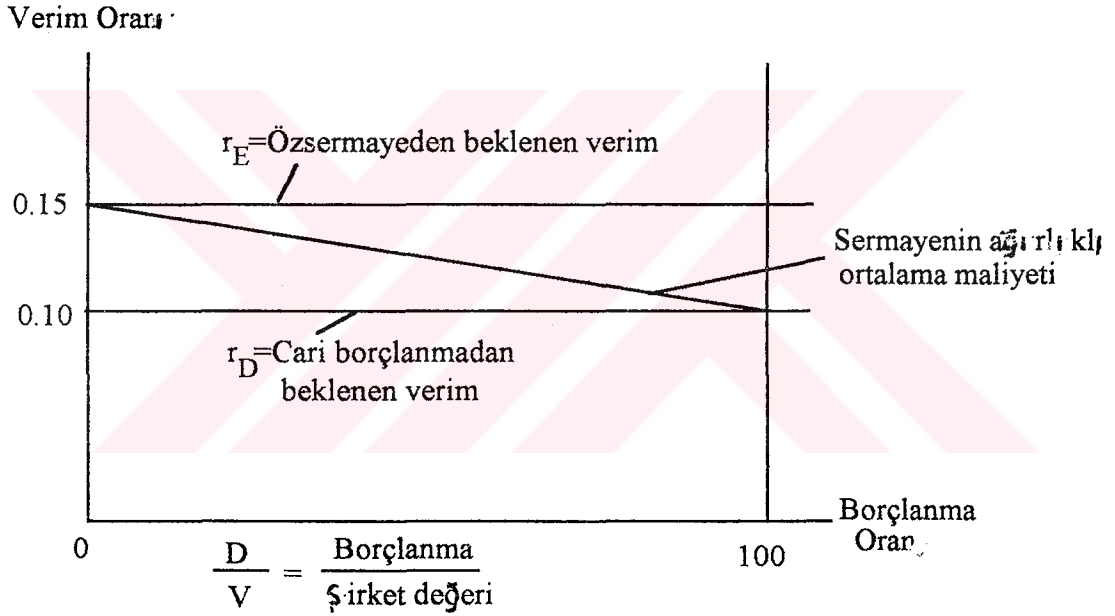
<sup>207</sup> V Şirketin toplam değerini göstermektedir.

<sup>208</sup> Breakly; a.g.e., S. 394.

etmektedirler.<sup>209</sup>

İkincisi ise şirket, sermayesinin ağırlıklı ortalama maliyetini minimize ederken, bazı kısa dönemli mantık oyunlarını teşvik etmelidir. Örneğin; hissedarların talebini, tahvil sahiplerinden beklenen verim oranından daha yüksek tutmasını haklı bulabilir. Bu durumda borçlanma daha ucuz kaynaktan sağlanır. Zira mantığı oyunlar  $r_E$  varsayımına dayanmasa da tanımlanabilir. Hissedar taleplerinden beklenen verim oranı, şirketin borçlanmasından çok yüksek değildir.

### **Grafik 3.9. Şirketin Borçlanma ve Verim Oranı İlişkisi.**



Hissedarların %15 oranındaki talepleri borçlanma için önemli değildir. Ancak tahvil sahipleri daima %10 isterler. Sermayenin ağırlıklı ortalama maliyeti %15'den başlayıp %10'a kadar düşmektedir. Bu %10 noktasında son bulmaktadır. Yani tahvil yoluyla borçlanmada, tahvil maliyetinin altına düşmez.

<sup>209</sup> Hissedarlar genelde, çok borçlanma ile çok kazanılır düşüncesine sahip olduklarında ve borçlanmanın maliyetini en aza indirerek çok kar sağlanmasını beklemektedirler.

Mesela, bir şirketin faaliyet geliri 50 milyon olduğunda;

$$\text{Şirket değeri, } V = \frac{50.000.000}{0.15} = 333.333. \text{ Milyon TL}$$

noktasından başlar,

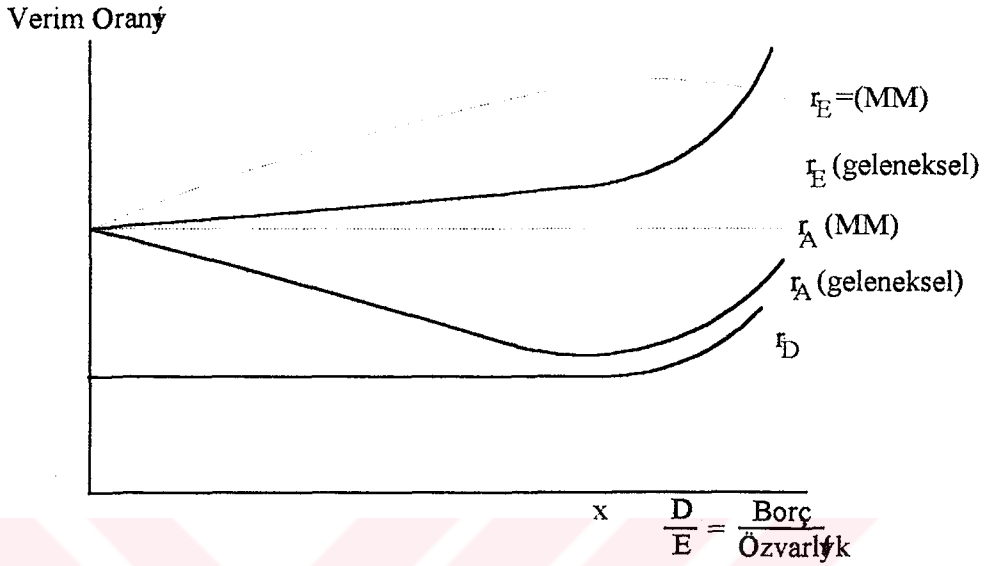
$$V = \frac{50.000.000}{0.10} = 500 \text{ milyar TL' de son bulur.}$$

Ayrıca hissedarların taleplerinden beklenen verim oranı  $r_E$ , finansal yapıdaki değişimden etkilenmez. Sonra sermayenin ağırlıklı ortalama maliyeti  $r_A$ , şirketin borçlanmasıyla azalır. Şirketin %100 borçlanma noktasında  $r_A$  ve  $r_D$  birbirine eşit olur. Ancak bu nokta gerçekçi değildir. Şirketin %100 borçlanması imkansızdır. Bu durum net gelir yaklaşımında da ifade edilmiş idi.

Geleneksel yaklaşımın dayanağı iki farklı tartışmanın gelişmesi ile ortaya çıkar. Birincisi, ılımlı borçlanmayla meydana gelen finansal riskin değerini yatırımcıların bilmesi veya dikkatli olmasıdır. İkinci tartışma ise en önemlisi olup, MM'nin sermaye piyasasına uygulanmasının kabul edilmesidir. Fakat faal piyasalarda bu kusurlu bulunabilir.

Geleneksel yaklaşımda tek bir optimal borç/varlık oranının olduğu daha önce ifade edilmişti.

**Grafik. 3.10. Geleneksel ve MM Yaklaşımında Verim Oranı İle Borç/Varlık Oranı İlişkisi**



Geleneksel yaklaşımda, optimal borç/öz sermaye oranı X noktası kabul edilmiştir. MM yaklaşımda, mükemmel sermaye piyasasının olması  $r_A$  doğrusunu değiştirmez. Buna karşılık geleneksel yaklaşımda ise piyasa eksiktir. Bu eksiklikleri bulmak imkansızdır. X noktasında sermayenin ağırlıklı ortalama maliyeti en düşüktür. Bu noktadan sonra bu artacak ve şirketin yabancı kaynaktan borçlanma maliyeti de artacaktır. Yani bu noktaya kadar yabancı kaynak maliyetindeki azalış öz sermaye maliyetindeki artışı karşılayabilecektir. Bu noktadan sonra karşılamaz ve artar.

Yapılan deneysel çalışmalarda sermaye yapısı, sermaye maliyeti ile şirketin piyasa değeri arasındaki ilişkiler ve yatırım ve finansman kararları arasındaki etkileşimde yukarıda bahsedilen yaklaşımlardan hangisinin ne ölçüde geçerli olduğu kesin bir



şekilde ortaya çıkmamıştır.<sup>210</sup>

Şirketlerin öz sermaye ve yabancı kaynaklardan borçlanmanın şirket değeri üzerindeki etkisi yaklaşımlarının yanında, her şirket optimal sermaye yapısını tespit ederek ve bunu değiştirmeyecek şekilde borçlanmalı, yatırımlarda bulunmalı ve bu daha uzun dönemi kapsayacak şekilde olmalıdır. Her şirket piyasa değerini maksimum yapacak ve ortalama sermaye maliyetini minimum edecek şekilde yaparak sermaye yapısının optimali kurulmalıdır.

Finans yöneticileri ve finans teorisyenleri arasında borçlanma politikası konusunda farklı görüşler olmakla beraber, optimal sermaye yapısı konusunda tam bir görüş birliği olduğu formüllerle ortaya çıkmıştır.<sup>211</sup>

<sup>210</sup>Finansal riskin artmasının finanslama kaynakları üzerinde etkisi olmadığı ve ülkemizde geleneksel yaklaşım ve MM yaklaşımı geçerliliği hakkında karar vermenin imkansız olduğu anket yoluyla Cevat Sarıkamış tarafından yapılmıştır. Sarıkamış, Cevat; a.g.e., S. 102.

<sup>211</sup>Işın İnelbağ, Şirket verilerine dayanarak yaptığı çalışmada yatırım ve uzun vadeli borçlanmanın birbirini önemli bir şekilde etkilediği ortaya çıkmıştır. İnelbağ, Işın; "İşletmelerin Yatırım ve Finansman Kararları Arasında Etkileşim", (Yayınlanmamış Doçentlik Tezi) İstanbul 1978, S.58.

### 3.3. HİSSE SENEDİ DEĞERLEMESİ

#### 3.3.1. Hisse Senetlerin Risk Ve Getirisi

Sermaye piyasaları gelişmiş ve gelişen piyasalar şeklindeki ayırım Uluslararası Finans Kurumu (IFC) tarafından yapılmıştır. Dolayısıyla, IFC'ye göre bütün geri kalmış ve gelişmekte olan ülkeler, gelişen piyasalar kapsamındadır.

Menkul kıymet yatırımlarında (esas olarak hisse senedi yatırımlarında) risk ve getiri yatırımcı için büyük önem taşımaktadır. Yatırımcıların ülke dışında hisse senedi alım satımıyla uğraşmalarının belirleyici unsuru ise çeşitlendirmenin, yatırımın toplam riskini azaltması etkisidir.<sup>212</sup>

Gelişen piyasalarda yapılacak olan yatırımların oldukça riskli olabileceği ve bazı özel bilgi ve uzmanlık gerektirebileceğinin de dikkate alınması gerekir. Gelişen piyasalarda yatırım yapmada rol oynayan faktörlerin başında çeşitlendirmenin riski azalttığı gelmektedir. Belirli hisse senetlerinden oluşan bir portföyün riski tek bir hisse senedine yapılan yatırımının riskinden daha azdır. Portföyü oluşturan menkul kıymetlerin getirileri arasındaki tam bir korelasyon olmadığı sürece geçerliliğini korur.

Gelişen piyasalardaki hisse senedi getirilerinin kendi aralarında ve gelişmiş piyasalardaki hisse senedi getirileriyle olan korelasyonun düşük olduğunu ve dolayısıyla bu piyasalarda yapılacak bir çeşitlendirme portföyün toplam riski düşüreceğini ifade eden bir çalışma vardır. Bu çalışmalar, gelişen piyasalardaki

<sup>212</sup> The IFC Indexes: Methodology, Definitions and Practices, IFC EMDB Central Capital Markets Department, Washington, 1996.

hisse senedi yatırımlarının daha riskli, getirilerinin daha yüksek olduğunu ortaya çıkarmışlardır.<sup>213</sup>

Hisse senetlerine uzun vadede yapılan yatırımların ortalama olarak getirileri Fiyat/Kazanç Oranı, Finansal Varlıkları Fiyatlandırma Modeli, Kar payı değerlendirme modeli, Temettü Verimi (veya Hisse Senedi Verimi), Piyasa Değeri/Defter Değeri Hisse Başına Kar, Öz sermaye Karlılığı Toplam Borç/Öz sermaye Oranı, Cari Oran ve Regresyon yöntemleriyle ortaya konulmaya çalışılmaktadır.

### **3.3.2. Hisse Senedi Değerlemesinde Kar Payı Değerleme Modeli**

Modern finans literatüründe sermaye maliyetine ilişkin olarak en çok tartışılan konulardan biri sermaye yapısı ile şirketin piyasa değeri arasındaki ilişkidir. Günümüzde şirketin büyüklüğü, başarısı, ve şirket değerlemesi gibi konular üzerinde daha fazla durulmaktadır. Bir şirketin değerini ortaya koymak, şirketin yapısını, sektördeki durumunu gözden geçirerek ve çeşitli yöntemler kullanılarak bir neticeye varılabilir.<sup>214</sup>

Hisse senedinin değerlendirilmesinde çeşitli modeller vardır. Bu modeller, (1) kantitatif, (2) kalitalif olarak adlandırılır.<sup>215</sup>

Kantitatif modeller, hisse senedi fiyatını belirleyen bazı değişkenlerin olduğunu ve hisse senedi değerinin bu değişkenler arasındaki ilişkilerle ortaya çıkarılabileceği varsayımına dayanır. Bu modelde hisse senedinin değeri, kullanılan değişkenlerin gelecekteki değerleri tahmin edilerek belirlenir.

<sup>213</sup> Hauser, Shmuel; Matiyahu Marcus ve Uzi Yaari; Investing In Emerging Stock Markets: Is It Worthwhile Hedging Foreign Exchange Risk?, The Journal Of Portfolio Management, Spring 1994.

<sup>214</sup> Süel, Hasan; "Şirket Değerlemesi", İktisat İşletme Ve Finans Dergisi, Yıl. 10, Sayı. 117, Aralık-1995. S. 52.

<sup>215</sup> Akgüç, Öztin; a.g.e., S. 818.

Kalitatif modeller ise, hisse senetlerin geçmiş değerleriyle piyasadaki hisse senedin sayısı arasında kurulan ilişkilere ve piyasanın psikolojik yapısına dayanmaktadır. Yani bu modeller daha çok yatırımcıların, şirketin ve sermaye piyasasındaki değişmelerin nasıl bir davranış göstereceği oluşturmaktadır.

Hisse senedi değerlemesinde ödenen kar payını esas tutan kar payı modeli, kantitatif modellerden birincisidir.

Hisse senedinin hissedarlara sağlayacağı finansal değerler, kar payı alma, sermaye kazancı ve sermaye artırımını sırasında rüçhan hakkının var olması halinde bedelsiz veya düşük bedelle alınmasıyla oluşan kazançlardan meydana gelir.<sup>216</sup>

$$\text{Bir hisse senedinin yıllık verimi } r = \frac{P_t - P_{t-1} + D}{P_{t-1}} \quad (3.23)$$

olarak hesaplanır.

Burada,  $r$ , hisse senedin verimini,  $P_t$ , hisse senedin yıl sonundaki fiyatını,  $P_{t-1}$ , hisse senedin yatırımcılarca alış fiyatını ve  $D$ , aynı dönemde alınan kar payı tutarını göstermektedir.

Eğer hissedar yıl içerisinde sermaye artırımını dolayısıyla bedelsiz hisse senedi almış ise, ve bu alınan hisse senetlerin fiyatları piyasa fiyatından farklı olması halinde yukarıdaki eşitlik aşağıdaki gibi değiştirilebilir.

$$r = \frac{(P_t - P_{t-1}) + D + n_b P_{ty}}{P_{t-1}} \quad (2.24)$$

$n_b$  : Bir hisse senedi karşılığı alınan bedelsiz hisse senedi

<sup>216</sup> Şirket, sahip veya sahiplerine yeterli bir gelir sağladığını ölçmede kullanılan bir çok oran olmasına rağmen, en iyi şekilde "Net Kar/ Öz sermaye" oranı vermektedir. Bu oranın açıklanması, hissedarlar için önem taşır. Hisse senetlerin, adi ve imtiyazlı hisse senetleri olması farklılık göstermektedir.

sayısını,

$P_{ty}$  : Bedelsiz alınan hisse senetlerin yıl sonundaki piyasa fiyatlarını göstermektedir.

Hisse senedinin hissedarlara sağladığı rüçhan hakkının kullanılması nedeniyle hissedar yıl içerisinde yapılan sermaye artırımını nedeniyle, hisse senedini piyasa fiyatının altında düşük bir fiyatla elde etmesi ve hissedarın, sermaye artırımını nedeniyle hem bedelsiz hem de rüçhan hakkını kullanarak bedelli hisse senedi aldığındaki yıllık verim formülü;

$$r = \frac{(P_t - P_{t-1}) + D + nP_{ty} - S}{P_{t-1}} \text{ olur.} \quad (3.25)$$

$n$  : Hissedarın sermaye artırımını nedeniyle bedelsiz ve rüçhan hakkını kullanarak bedelli olarak satın aldığı yeni hisse senedi sayısını,

$P_{ty}$  : Rüçhan hakkı nedeniyle alınan yeni hisse senetlerin yıl sonundaki piyasa fiyatını,

$S$  : Rüçhan hakkı nedeniyle alınan hisse senetlerine yapılan ödemeleri ,

Eğer yeni hisse senetlerinin piyasa fiyatı eski hisse senetlerinin piyasa fiyatlarıyla eşit ise  $P_t = P_{ty}$  olacaktır.

Hisse senedinin değerlemesi gerçek değer kavramına dayanmaktadır. Gerçek değeri; Dodd ve Cottle ile Graham, sermaye piyasası araştırmasıyla ilgili kaynaklarında "varlıklar, dağıtılan kar payları, sermaye yapısı gibi değerlerin belirlediği bir değer" olarak izah etmektedirler. Hisse senedinin gerçek değeri, gelecekte gerçekleşmesi beklenen gelirlerin bugünkü değerlerinin toplamından meydana gelir. Ancak gelecekteki değerlerin tespitinde bir çok kısıtlama vardır. Kapitalizasyon oranı için öngörülen riskin derecesi ve diğer piyasa koşullarındaki

değişmelerin tahmininde zorluklar çekilmektedir.<sup>217</sup>

Kar payı dağıtım modeli, bir ortaklığa ait hisse senedinin gerçek değerini, gelecekte ortaklara dağıtılması beklenen kar paylarının bugünkü değerlerin toplamı ifade eder.

Şirketin ömrü boyunca, her yıl elde edileceği beklenen kar payları,  $D_1, D_2, D_3, \dots, D_t$  ve  $t$  yıl sonra hisse senedini  $P_t$  gibi bir fiyatla satacağını tahmin etmesi ile kar paylarına kapitalizasyon oranı ( $k$ ) uygulanmasıyla oluşan değerler, hisse senedinin ( $t_0$ ) daki gerçek değeri ( $P_0$ ) ;

$$P_0 = \frac{D_1}{(1+k)} + \frac{D_2}{(1+k)^1} + \frac{D_3}{(1+k)^2} + \dots + \frac{D_t}{(1+k)^t} \quad (3.26)$$

veya kısaltılmış şekliyle;

$$P_0 = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{D_t}{(1+k)^t} \quad (3.27)$$

formülüyle bulunabilir.

$k$ : Hissedarın yatırımdan beklediği verimi (ıskonto oranı, kapitalizasyon oranı) göstermektedir. Ayrıca  $k$ , hissedarın gelecekte elde etmeyi beklediği gelirlere ilişkin riski de kapsamaktadır.

Şirketin gelecek dönemlerde dağıtacağı kar payları eşitlikleri, dağıtılacak kar paylarının durumuna göre farklı şekillerde yazılabilir.

a) Her yıl dağıtılacak kar payın sabit olması,

Her yıl dağıtılacak kar payın değişmeyeceği, ortaklığın devamlı olacağı ve ıskonto oranın sabit kalacağı varsayımları altında yukarıdaki eşitlik;

<sup>217</sup> Sarıkamış, Cevat; Sermaye Pazarları, İ.Ü. İşletme Fakültesi Yayın No: III. İst.-1980. S. 187-188. Gönenli, Atilla; Finansal Yönetim, İstanbul 1994, S. 394.

$$P_0 = D_t \left[ \frac{1}{(1+k)} + \frac{1}{(1+k)^2} + \dots + \frac{1}{(1+k)^\infty} \right] \quad (3.28)$$

şeklinde yazılabilir.

Bu varsayımlar altında hisse senedinin cari değerini veren formül ise;

$$P_0 = \frac{D_t}{k} \text{ olur.} \quad (3.29)$$

b) Dağıtılacak kar payının sabit bir hızla artması,

Eğer sağlanacak kar payları, her yıl aynı oran,  $g$  üzerinden sürekli artacağı tahmin edildiğinde, hisse senedin teorik ve cari değerini veren formüller aşağıdaki gibi değişecektir.

$$P_0 = \frac{D_t (1+g)^1}{(1+k)^1} + \frac{D_t (1+g)^2}{(1+k)^2} + \dots + \frac{D_t (1+g)^\infty}{(1+k)^\infty} \quad (3.30)$$

Hisse senedinin cari değeri ise;

$$P_0 = \frac{D_t}{k-g} \text{ olur.} \quad (3.31)$$

c) Dağıtılacak kar paylarının ilk yıllarda hızlı bir büyüme göstermesi,

Teknolojik yenilikler, yeni mal ve hizmet üretimi ve yeni buluşlar yüksek kar sağlanmasına imkan tanıyabilir. Daha sonraki yıllarda ise, rakiplerin ortaya çıkması, yeni teknolojilerin olması gibi nedenlerle karlarda yavaş bir büyüme sözkonusu olur. Dolayısıyla kar payları da ilk yıllardaki gibi beklenenin üzerinde olmaz ve ilk yıldan sonra normal bir büyümeyle devam eder.

$N$ : Yüksek büyümenin devam ettiği yılları,

$g_s$ : Yüksek büyüme hızı,

$g_n$ : Normal büyüme hızı,

$D_N$ :Yüksek büyüme dönemi sonunda ulaşılabacak kar payı tutarını gösterdiğinde, hisse senedin bugünkü değerini veren formül;

$$P_0 = \sum_{t=1}^N \frac{D_0 (1+g_s)^t}{(1+k)^t} + \sum_{t=N+1}^{\infty} \frac{D_N (1+g_n)^t}{(1+k)^t} \text{ şeklinde olmaktadır.} \quad (3.32)$$

Yukarıda verilen formüller ve diğer bilgilerle hisse senedin teorik ve cari değerinin bulunmasına karşın kar payı modelinin yetersiz olduğu noktalar vardır.

Kar payı, tahvil faizi gibi sabit bir değer olmadığı, sürekli değişen bazen çok düşük hale gelen bir gelirdir. Buna karşılık bazı özellikle kısa süreli yatırımcıların hisse senetlerinden aldıkları kar payı tatmin etmemektedir. Kısa sürede kar payı dağıtımını etkileyen birçok faktör vardır. Bunlar ortaklığın likidite durumu, para ve sermaye piyasalarındaki gelişmeler, vergi avantajı, yönetimin kararı, varlıkların büyüme hızı gibi faktörlerdir. Uzun sürede ise kar payı dağıtımını etkileyen en önemli faktör, ortaklık dolayısıyla sağladığı gelir olmaktadır.<sup>218</sup> Şirketler, uzun dönemde hissedarlarına verecekleri karı buna göre ayarlamaktadırlar.

Hisse senedi değerlendirilmesinde sadece kar payının dikkate alınması, birikmiş karların ihmal edildiği sonucunu verir.

<sup>218</sup> Gelir kavramı, hisse senedinin elde tutulması süresince sağlanan kar payı, sermaye kazancı ve varsa diğer kazançların toplamını ifade etmektedir. Chang ve Most tarafından farklı ülkelerde yapılan çalışma, bireysel yatırımcıların ağırlıklı olarak kar payı ve uzun vadeli fiyat kazancı elde etmek amacına sahip olduklarını ortaya koymaktadır. Kurumsal yatırımcılarında kar payı ve uzun vadeli gelir sağlama amacı taşıdıkları görünmekte, ancak bazı ülkelerde önce kar payı sonra uzun vadeli gelir beledikleri ortaya çıkmaktadır.

Chang, Lucia ve Kenneth S. Most; The Perceived Usefulness of Financial Statements for Investor' Decisions, University Press of Florida, 1985, S. 28-30.



Şirkette bırakılan karlar, karlı yatırımlara aktarıldığı takdirde hissedarın gelecek yıllardaki kar payını artıracaktır.

Hisse senedi değerlemesinde, gelecek yıllarda sağlanacak kar paylarının bugünkü değerinin esas alınmasında, uygulama yönünden büyük bir eksiklik vardır. Hisse senetlerin ikincil bir piyasada değer gördüğü değerlemeye katılmamaktadır. Sermaye piyasasının gelişmiş olduğu ülkelerde hisse senetleri, ikincil bir piyasada cari piyasa fiyatının üstünde satmak mümkündür. Bu nedenle ortaklık dolayısıyla beklenen gelirden dağıtılmayan karların dikkate alınmaması, şirketin ve hissedarın gelecekteki başarısını engellemektedir.

Bir hisse senedinden sağlanan verim, hissedarın kazanma gücünün ve gelirdenki büyümenin de daha çok dağıtılmayan karlara bağlı olduğu bilinmektedir. Ancak hisse senedin değerlemesinde alınan kar payından daha çok hisse başına elde edilen kazanç öncelik verilmelidir.

Hisse senedin değerlemesinde hisse başına sağlanan kazancın belirlenmesi kantitatif modellerden biri olup, hisse başına kazanç modeli olarak tanımlanmaktadır. Bu modele göre, bir hisse senedinin teorik değeri, gelecekte hisse başına sağlanacak düzeltilmiş kazançların net bugünkü değerine eşit olmaktadır.

Bu modele göre hisse senedi değerlemesinde, iskontolanmış gelecek kazançların sürekli olabilmesi için gerektiğinde ek yatırımlarla, yıllık kazançlarda bu yatırımlar kadar azaltma yapılmalıdır. Düzeltilmiş kazançtan kastedilen, yatırım fırsatları veya öngörülen yatırımlar olduğunda, yıllık kazançlardan bu yatırımların düşülmesinden sonra kalan kazancı ifade etmektedir.

Bir ortaklık nedeniyle hisse başına beklenen yıllık kazançlar

$E_1, E_2, \dots, E_t$  ve kazancın sürekli olması için zorunlu ek yatırımların hisse başına düşen miktarı  $N_1, N_2, \dots, N_t$  ise, bir hisse senedin cari teorik değeri aşağıdaki formül yardımıyla bulunabilir.

$$P_0 = \frac{E_1 - N_1}{(1+k)} + \frac{E_2 - N_2}{(1+k)^2} + \dots + \frac{E_t - N_t}{(1+k)^t} \quad (3.33)$$

Formüldeki  $E_1 - N_1, E_2 - N_2, \dots, E_t - N_t$  düzeltilmiş hisse başına kazancı ve  $k$  ise, yatırımcının beklediği verimi veya yatırımın karlılık oranını göstermektedir.

Bu modele göre, iki yatırımcıdan hisse başına kazancı aynı olan ve hisse başına gelecekte bekledikleri kazançlarının da aynı olduğu bu iki yatırımdan, karın tamamını dağıtan şirket hisse senedinin teorik değeri, karın bir kısmını dağıtan şirketin hisse senedinin teorik değerinden daha yüksektir. Hisse senedin değerini belirlemede kar payı dağıtmanın hisse senedinin teorik değerini artırdığını bu model ortaya koymaktadır. Ancak buradaki teorik değer pratikteki piyasa değerinden farklı olmaktadır.

### 3.3.3. Sermaye Varlıklarını Fiyatlandırma Modeli

Sermaye varlıklarını fiyatlandırma modeli, bir menkul kıymetin beklenen getirisi ile risk derecesi arasında ilişki kuran bir modeldir. Temel olarak, sermaye piyasalarının işleyişini açıklamaya çalışmaktadır. Finansal varlıkları fiyatlama modeli portföy teorisine dayanmaktadır. Modelde korelasyon hesaplarında ağırlıklı ortalama kullanılır. Modelin risk ve getiri kavramları etkin pazar hipotezinin varsayımları altında geliştirilmiş, basit, açıklayıcı gücü yüksek ve pratiğe kolayca uygulanabilir bir yapıya sahiptir. 1964 yılında William F. Sharpe tarafından ilk kez ortaya konan model daha sonra 1965 yılında John Lintner ve 1966 yılında J. Mossin'in teorik katkılarıyla geliştirilmiş ve literatürde Sharpe-

Lintner-Mossin Modeli olarak geçmektedir.<sup>219</sup> Bu modelde çok sayıda varsayım kabul edilmiştir. Bu varsayımları kısaca şöyle özetleyebiliriz,<sup>220</sup>

- 1) Yatırımcılar riske karşı duyarlı olup, riskten kaçınırlar,
- 2) Bütün yatırımcıların menkul varlıkların verimlerine ilişkin ortalama, varyans ve kovaryanslara ait subjektif tahminleri vardır,
- 3) Varlık verimleri birleşik normal dağılıma sahiptir,
- 4) Bütün varlıklar pazarlanabilir ve mükemmel derecede bölünebilirler,
- 5) Bütün yatırımcılar menkul varlık fiyatlarına karşı duyarlıdırlar,

6) Alış verişlerde herhangi bir kısıtlama ve vergi yoktur.

Bu varsayımlar, genelde mükemmel bir piyasada bulunması gereken nitelikleri göstermektedir. Yukarıdaki varsayımlar altında ve risksiz bir varlık kabul edildiğinde, menkul kıymetlerin aşağıdaki modele göre dengede fiyatlandırılacağı söylenebilir. Bir menkul varlığın beklenen verim oranı,

$$E(R_J) = R_F + \beta_J (ER_M - R_F) \quad (2.32)$$

olarak ifade edilebilir.

Ancak bu ifade,

$$E(R_J) - R_F = a_J + \beta(ER_M - R_F) \quad (2.33)$$

Şeklinde yazıldığında, modelin geçerli olabilmesi için  $a_J$ 'ın sıfır olması gerekir. Ancak Douglas, Lintner, Black, Jensen ve Scholes tarafından yapılan deneysel çalışmalarda  $a_J$  sıfırdan farklı

<sup>219</sup> Kocaman, Berna; Yatırım Teorisinde Modern Gelişmeler Ve İstanbul Menkul Kıymetler Borsası'nda Bazı Değerlendirme ve Gözlemler, İMKB Araştırma Yayınları No.5, İstanbul 1995. S. 57-65.

bulunmuştur. Böylece  $\beta < 1$  olan hisse senetlerinin verimi pozitif ve yüksek,  $\beta > 1$  olan hisse senetlerinin verimi ise negatif çıkmıştır.

$E(R_J)$  : Menkul kıymetin beklenen getirisini,

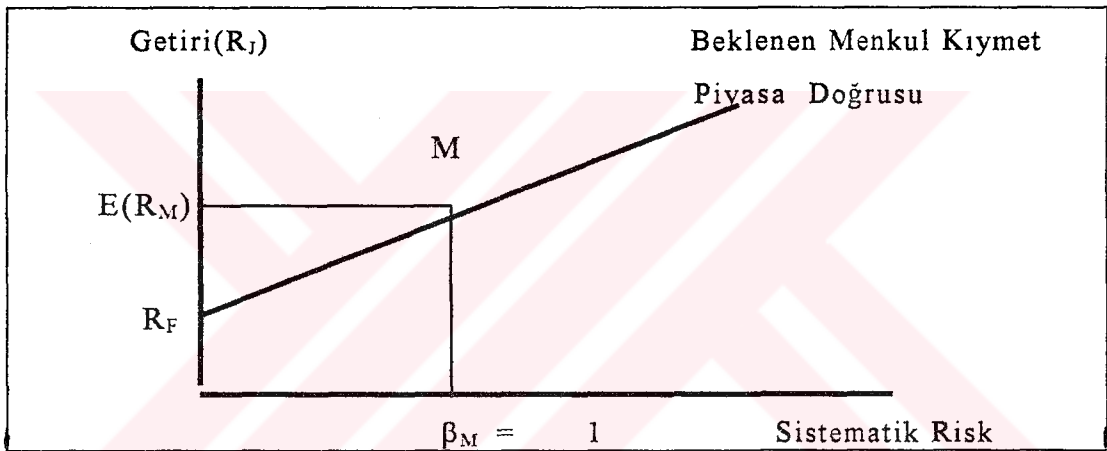
$R_F$  : Risksiz faiz oranı,

$\beta$  : Sistemik riski,

$E(R)$  : Piyasada portföyünün beklenen getirisini göstermektedir.

Burada bahsedilen dengeyi grafik üzerinde gösterebiliriz.

**Grafik 3.11. Menkul Kıymetin Piyasa Doğrusu**



Bu şekilde herhangi bir sermaye varlığının arz ve talebinin, fiyatının dengede olduğu durumdaki getiri ve sistemik risk arasındaki ilişki gösterilmektedir. Sermaye piyasaları denge noktasında etkili ise, bütün menkul kıymetlerin verimleri menkul kıymetlerin gerçek değerini gösterecek ve sermaye piyasası doğrusu üzerinde olacaktır. Verimleri sermaye doğrusu üzerinde bulunan menkul kıymetlerin gerçek değerlerinin olduğu, buna karşın menkul kıymetlerin hatalı fiyatlandırıldığı söylenebilir.<sup>221</sup> O

<sup>220</sup> Lee, Cheng F.; Financial Analysis And Planing: Theory And Application, Addison Wesley Publishing Company, 1985, s. 221 ve Hirt, Geoffrey A.; Stanley B.Black; Fundamentals Of Investment Management, Irwin- 1993, S. 679-689.

<sup>221</sup> Özer, Gökhan; Muhasebe Karları İle Hisse Senedi Verimleri Arasındaki İlişkiler: İMKB'da Deneysel Bir Analiz, Ankara 1996, S. 43.

halde, menkul kıymetlerin getirisi beklenen getiriden düşük olan menkul kıymetlerin fiyatları yüksek, aksi halde düşük belirlenmiştir.

Yatırımcılar risksiz faiz oranında ( $R_F$ ) sınırsız borçlanmak ve borç vermek istemezler. Bu yatırımcılar tasarruflarını riskli ve risksiz portföylere dağıtmayabilir. Yatırımcıların seçimi, pazar portföyü ile herhangi bir portföy arasında olabilir. Bu portföy riskli varlıklardan oluştuğundan, bir hisse senedinin beklenen verimi betanın doğrusal bir fonksiyonu olmakla birlikte verim denklemi,

$$E(R_J) = ER_Z + \beta(ER_M - ER_Z) \quad (2.33)$$

şeklinde olacaktır.

Bu modelde vergilerin olmadığı kabul edilmiştir. Ancak Brennan, yatırımcının kar payları ve sermaye kazançlarının farklı vergilendirilmesi söz konusu olduğu zaman bir varlığın denge fiyatının, sistematik riskinin doğrusal bir fonksiyonu olarak ifade edilebileceğini söylemektedir.<sup>222</sup> Bir varlıktan beklenen verimi finansal varlıkları fiyatlandırma modeline göre, farklı vergilendirme oranları kullanılarak şu şekilde yazılabilir.

$$E(R_J) = T_2 R_F + \beta(ER_M - T_1 d_M - T_2 R_F) + T_1 d_J \quad (2.34)$$

$d_J$  : Menkul kıymetin verimini,

$d_M$  : Piyasa portföyünün verimini,

$$T_1 = (T_d - T_g) / (1 - T_g), \quad (2.35)$$

$$T_2 = (1 - T_d) / (1 - T_g) = 1 - T_1, \quad (2.36)$$

$T_d$  : Kar payı vergilendirme oranı,

$T_g$  : Sermaye kazancı vergilendirme oranını göstermektedir.

Bu eşitlikte, şirketin daha yüksek bir kar payı verimine sahip

<sup>222</sup> Brennan, Michael J.; "Investor Taxes Market Equilibrium and Corporate Finance", Ph. D. Dissertation MIT, June-1970.

olması halinde, vergiden önce beklenen verim dengesinin de daha yüksekte olacağını ifade etmektedir.

Black ve Scholes ise, hisse senetlerin kar payı ödeme oranlarından dolayı, karlı veya zararlı satıldığında şirketi kara veya zarara sokacak bir kar payı dağıtım politikası değişikliğine yol açacaktır.

Finansal varlıkları fiyatlama modeline dayanarak bir çok çalışma yapılmıştır. Bu çalışmalar sonucunda birçok eleştiri olmuştur.

Black, Jensen ve Scholes'un çalışmasında, FVFM'ye göre eğer bir pazar portföyü etkin ise Beta katsayıları ile beklenen getiri oranları arasında doğrusal ve pozitif bir ilişki olduğunu ortaya çıkarmışlardır.<sup>223</sup>

Fama ve Macbeth'in çalışması ise, Black, Jensen ve Scholes'un varsayımlarına dayanarak yapılmıştır.<sup>224</sup> Bu iki çalışmanın sonucunda; eğer denge modelleri pazarın gerçek koşullarını tam anlamıyla yansıtabiliyorsa, herhangi bir hisse senedinin modelden sapmasının hiç bir bilgi vermeyeceği sonucuna varılmıştır.

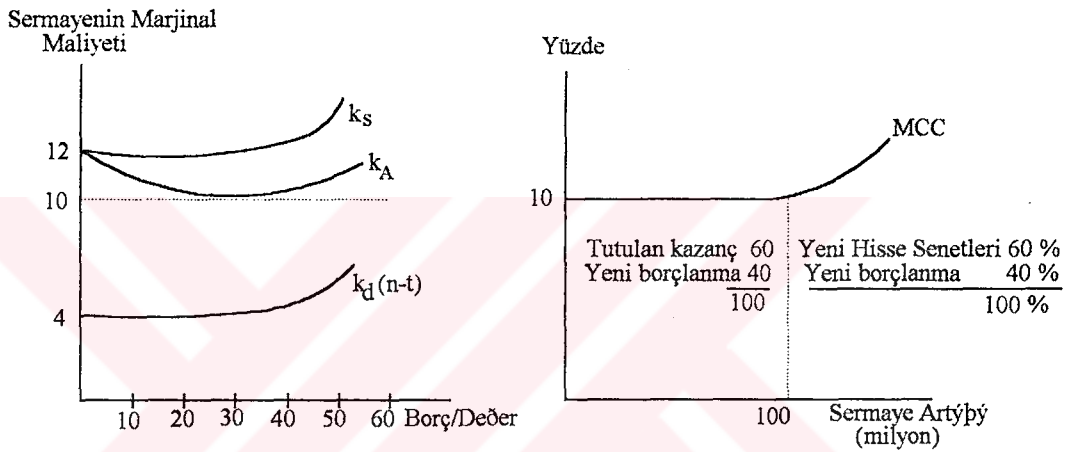
<sup>223</sup> Black, F.; M. Jensen; M. scholes; The Capital Asset Pricing Model: Some Empirical Tests, M.C. Jensen (Ed). studies in Te Theory Of Capital Markets (New York, Preager Pub.1972), S. 94.

<sup>224</sup> Kocaman, Berna; Yatırım Teorisinde Modern Gelişmeler Ve İstanbul Menkul Kıymetler Borsası'nda Bazı Değerlendirme ve Gözlemler, İMKB Araştırma Yayınları No.5, İstanbul 1995. S. 81-84.

### 3.4. KAR PAYI DAĞITIM POLİTİKASINA ETKİ EDEN FAKTÖRLER

Kar payı dağıtım politikasını etkileyen önemli faktörler grafik üzerinde gösterilmiştir. Kar payı dağıtım politikası belirlenirken finansal çalışmaların önemli noktalarda olduğu ve bu açıkça grafikte belirlenmiştir.

#### Grafik. 3.12. Kar Payı Dağıtım Politikasına Etki Eden Faktörler



Şirkette tutulan kazançta olduğu gibi %10 sermayenin maliyetidir. Ancak yeni hisse senetlerin satışı noktasında sermayenin marjinal maliyeti artmaya başlar.<sup>225</sup>

Şirketin optimum borçlanma oranı %40 olup, %60'ı ise tutulan kazanç olmaktadır. Böylece sermaye 100 milyon olduğunda, sermayenin marjinal maliyeti %10 noktasında sabittir. Ancak şirkette optimum borçlanma oranının değişmesiyle borçlanma tutarı ve tutulan kazanç da değişerek şirket hissedarlara kar payı verebilecektir. Şirketin kar payı dağıtması sadece optimum borçlanma oranı ve sermayenin marjinal maliyetine bağlı olmayıp, mevcut yatırım fırsatları, alternatif ödeme politikaları ve

<sup>225</sup>Brigham; a.g.e., S. 619.

diğer nedenleri ele alarak, şirketlerin kar dağıtım teorisi ile ilgili düzenli bir kar payı dağıtım politikasının belirlenmesidir.<sup>226</sup>

### 3.4.1.Kar Payı Dağıtımına İlişkin Kısıtlamalar

Her ülkede olduğu gibi, ülkemizde de kar dağıtımına ilişkin hükümler bulunmaktadır. Kar dağıtımına ilişkin kısıtlamalar çoğu zaman yasalarla yapılmıştır;<sup>227</sup>

- 1- Kar payın net kar üzerinden ödenmesi,
- 2- Anonim şirketlerin sermaye azalmasının önlenmesi,
- 3- İflas eden şirketlerin kar payı dağıtmaması.

Bir şirketin kar payı dağıtabilmesi için cari dönemde veya geçmiş yıllarda dağıtılmayan karın bulunması gerekir. Bu ABD’de, yasayla belirlenmiştir.<sup>228</sup> Bu kısıtlama aynı zamanda diğer kuralları da kapsamaktadır. Yani kar payın cari net kar üzerinden ödenmesi, kar payın sermayeden ödenmemesini ve iflas eden şirketin karın bulunmaması nedeniyle yine kar payın ödenmemesini göstermektedir.<sup>229</sup>

Yasal kuralların konmasının bir nedeni de, azınlığın toplam kar üzerindeki haklarının korunması ve yatırımcıların işletmenin işleyişi hakkında bilgi edinmelerini sağlamaktır.

T.T.K., özellikle yeterli sayı aradığı durumlar azınlık haklarına örnek gösterilen durumlardır. Genel kurulda karar alınması için mutlak olarak çoğunluk yeterlidir. Ancak önemli olan bazı durumlarda daha fazla çoğunluk aranmaktadır. Bu da

<sup>226</sup>Weston; a.g.e., S. 749-750.

<sup>227</sup> Kızılot, Şükrü; ‘‘Anonim Şirketlerde Kar Dağılımı’’, Mali Sorunlara Çözüm Dergisi, Yıl.1, Sayı.2, Şubat-1985, S. 49-55 ve Weston; a.g.e., S. 789-790.

<sup>228</sup>Çağlayan; a.g.e., S. 21-22.

<sup>229</sup>Ülkemizde anonim şirketler önceki zararlarını kapatmadan, kanuni yedek akçeleri ayırmadan ve vergi ve diğer yasal yükümlükler için karşılık ayırmadan kar dağıtımını yapamazlar.



ancak oy kullanan hissedarların yarısından daha fazla lehte oy kullanmaları gerekir. Kararın lehine oy vermeyen azınlık, olumsuz davranışı nedeniyle kararın alınmasına engel olmuş olur. Bu durumlar aşağıdaki gibidir;<sup>230</sup>

- Kuruluş genel kurullarında nakdi sermayenin en az yarısının temsili halinde görüşme yapılabilir (TTK.Md.290).

- Tahvil çıkarılması yolunda alınacak kararda çoğunluk ağırlaştırılmıştır (TTK. Md. 423).

- Şirketin süresinden önce fesih kararının alınabilmesi için çoğunluk ağırlaştırılmıştır (TTK.Md. 434).

Buna karşılık azınlık haklarına olumlu haklar yine kanunlarda tanınmıştır. olumlu azınlık hakları, azınlığın kanunun kendisine tanıdığı hallerde talepte bulunabilmesi hakkıdır.

Kanunun öngördüğü haklarının başlıcaları şunlardır:

- Azınlığın Yönetim Kurulu aleyhine dava açılmasına talep hakkı (TTK.Md. 341),

- Bilançonun tasdiki haklarındaki görüşmelerin geciktirilmesini talep hakkı (TTK.Md. 377),

- Özel Denetçi tayinini talep hakkı(TTK.Md.348/1),

- Genel Kurulu olağanüstü toplantıya çağırılmayı talep etme hakkı (TTK.Md.366),

- Yönetim Kurulu aleyhinde denetçilere şikayet hakkı (TTK.Md.356),

- Genel kurul toplantı gündemine madde eklenmesini isteme hakkı (TTK.Md.366),

- Sözleşme ile öngörülebilecek diğer azınlık hakları

<sup>230</sup> Tokmak, Safiye; "Anonim Şirketlerde Azınlık Hakları", Mali Sorunlara Çözüm Dergisi, Yıl. 1, Sayı. 2, Şubat-1985, S. 46-48.

(TTK.Md.336,359).

Ülkemizde kar dağıtımı konusu ile ilgili mevzuat TTK, SPK'da belirtilmiştir. TTK'nın 455 ve 457.ci maddelerine göre kar dağıtımının yapılabilmesi için şirketin cari bilançosunda net karın bulunması gerekir. Dağıtılacak kar, cari dönem net karı üzerinden veya istikrarlı kar dağıtımı için önceki yıllarda ayrılan yedek akçeler dağıtılabilir(TTK.469/2, 470). Bununla birlikte hissedar ait kar payının müktesep hak olduğu TTK'nunda belirtilmiştir.

Sermaye piyasası kanununda da karın korunmasına ilişkin hükümler bulunmaktadır. Buna göre;

“Hisse senetleri halka satılan bir anonim ortaklık; yönetim, denetim veya sermaye bakımından dolaylı veya dolaysız olarak ilişkili bulunduğu diğer bir teşebbüs veya şahısla emsallerine göre bariz şekilde fiyat, ücret ve bedel uygulama gibi işlemlerde bulunarak yıllık karını azaltamaz”. (SPK Md.15)

Sermaye Piyasası Kanunu'nda halka açık anonim ortaklıklarda kar dağıtımına ilişkin kısıtlama hükümleri bulunmaktadır. Buna göre, hisse senetleri halka arz yoluyla satılan anonim ortaklıklar, esas sözleşmelerinde birinci temettü oranını gösterecekler ve bu sermaye piyasası kuruluşunca belirlenen oranın altında olamaz. Ayrıca hesap döneminin zararlı kapandığı durumlarda da Genel Kurul kararıyla kar payı dağıtılabilir.<sup>231</sup>

<sup>231</sup>Sermaye Piyasası Kanunu'nun 7.maddesine göre ; “Hisse senetleri halka arz yoluyla satılan anonim ortaklıkların I.Temettü oranı uzun vadeli devlet iç borçlanma tahvillerinin ilgili hesap döneminin son günündeki faiz oranıdır. Ancak, ödenmiş sermaye üzerinden hesaplanacak I.Temettü tutarı hesap dönemi net karından vergi ve benzerleri düşürmek suretiyle bulunan dağıtılabilir karın yarısından az, %75'inden fazla olamaz; dağıtılabilir karın %75'i devlet tahvilleri faizlerine göre saklanan temettü tutarının altında kaldığı takdirde temettü olarak bu meblağ ödenir.” SPK daha

Bunun dışında, şirketler kurulduklarında genellikle hemen kar sağlayamayacakları için, hissedarları tanımak amacıyla aynı kanunun aynı maddesince, belli bir miktar faiz kar payı olarak dağıtılabilecektir.<sup>232</sup>

Hisse senetleri halka arz yoluyla satılan halka açık anonim ortaklıklar olması ile, birinci temettüyü nakden veya hisse senedi şeklinde dağıtabilirler.<sup>233</sup> Hisse senetleri Borsa'da işlem görmeyenler ise, birinci temettüyü nakten dağıtmak zorundadırlar.<sup>234</sup> Ortaklıklar, kar dağıtımına ilişkin bilgileri en geç hesap döneminin son gününü izleyen dokuz ay içinde Sermaye Piyasası Kurulu'na bildirmek zorundadırlar.

TTK Kanunu'na göre; ayrılması gereken yedek akçeler ile esas sözleşmede hisse sahipleri için ayrılması gereken birinci temettü ayrılmadıkça diğer yedek akçelerin ayrılmasına, gelecek yıla kar aktarılmasına ve yönetim kurulu üyeleri ile memur, müstahdem ve işçilere kardan pay verilmesine karar verilemeyeceğini açıklamıştır.<sup>235</sup>

Görüldüğü gibi, şirketin karından şirkete yatırım yapan hissedarlarına kar payı verildikten sonra, şirket yönetimi ve

---

sonra uzun vadeli devlet iç borçlanma tahvillerinin ilgili hesap dönemi son günündeki faiz oranını %20 olarak belirlemiştir. SPK Seri: 4, No: 6, Tebliğin I.Maddesi (a) Fıkrasınca Yapılan Açıklama.

<sup>232</sup>Hesap döneminin zararlar kapandığı hallerde TTK 466. ve 468.maddelerinde düzenlenenler dışındaki ihtiyatlar kullanılarak birinci fıkradaki oranı aşmamak üzere temettü dağıtılmasına ve birinci temettünün yine birinci fıkrada belli edilen asgari düzeye çıkarılmasına genel kurulca karar verilebilir.

<sup>233</sup>Esas sözleşmede hüküm bulunmak kaydıyla yeni kurulan ortaklıklardan kurul yılı dahil olmak üzere en çok üç yıl ödenmiş pay üzerinden uzun vadeli devlet iç borçlanma tahvillerine ödenen faiz oranı aşmamak üzere, kuruluş gideri olarak faiz ödenebilir. (SPK Md.7)

<sup>234</sup>SPK'nın 1 Kasım 1995 tarih ve 22450 Sayılı Resmi Gazete Seri VI, No:6, Tebliğin 1/b ve 2.Md.

<sup>235</sup>Göker, Erol; Mali Sorunlara Çözüm Dergisi, Yıl: 1, S:2, 1985, S.61.

işçilere hak tanınmıştır.<sup>236</sup>

Halka açık anonim şirketlerden ihraç yapanların aktif toplamı 50 milyar TL'yi aşanların mali tabloları bağımsız denetim tarafından denetlenmesi gerekir. Aktif toplamı 50 Milyar TL'yi aşmayan şirketler bundan muaf tutulur. Aynı şekilde ihraç yapan halka açık anonim şirketlerin kar dağıtımında da muafiyet söz konusudur.<sup>237</sup> Buna göre;

1) Aktif toplamı 50 milyar TL'yi aşmayan halka açık anonim ortaklıklarda, Kurul düzenlemelerine göre hesaplanan dağıtılabilir birinci temettü tutarının, ödenmiş sermayenin %10'undan daha düşük olması,

2) Aktif toplamı 50 Milyar TL ve üstünde olan halka açık anonim ortaklıklarda, Kurul düzenlemelerine göre hesaplanan dağıtılabilir birinci temettü tutarının, ödenmiş sermayenin %5'inden daha düşük olması hallerinde, ortaklığın başvurusunun Kurul'ca uygun görülmesi kaydıyla ilgili hesap dönemleri için birinci temettü dağıtılamaz.

Şirketler TTK ve VUK'nda yer alan karın tespitinde, stok değerlendirme ve amortisman ayırma yöntemleri karı düşük çıkarmak amacıyla kullanılabilirler. VUK'nunda bazı kısıtlayıcı hükümler olmasına rağmen, bu gibi yöntemlerle şirketler karlarını azaltma yoluna gidebilmektedirler.

### 3.4.2.Şirketin Fon İhtiyacı

Şirketin fon ihtiyacının başlangıç noktası, fon ihtiyacının büyüklüğü ile ilgilidir. Buna bağlı olarak nakit bütçe ve fonların

<sup>236</sup>Esas sözleşmede yer alması şartıyla ancak kar payı alabilirler.

<sup>237</sup> 20.07.1995 tarih ve 22349 sayılı Resmi Gazete'de "İhraççıların Muafiyet Şartlarına Ve Kurul Kaydından Çıkarılmasına İlişkin Esaslar Tebliğinde Değişiklik Yapılmasına Dair tebliğ" Seri: IV, No: 12 yayımlanmıştır. Verilen 50 Milyar TL 1995 yılı için geçerlidir.

kullanma ve kaynağın planlanması gelir. Şirket kar payı dağıtımındaki bir değişikliği ortadan kaldıracak nakit akışını çok iyi belirlemelidir.<sup>238</sup>

Bir şirketin bilançosunda dağıtılmayan karlarda (geçmiş yıl karları, kar yedekleri hesapları) görülen tutar, genellikle şirketin yatırım fırsatlarından faydalanmak veya diğer karlı gördüğü aktif varlıklara yatırmaktır. Bununla beraber fon ihtiyacı, nakit olduğunda daha önem kazanmaktadır. Çünkü günümüzdeki enflasyon nedeniyle şirkette büyük tutarda nakit bulundurmanın karlılığı etkileyeceğini ve yönetim tarzının başarısızlığını gösterir. Bu nedenle şirket iki noktayı göz önünde bulundurmalıdır. Birincisi fon ihtiyacı nedeniyle, fonun nakit olarak tutulmaması<sup>239</sup>, ikincisi ise fon ihtiyacının önceden tespit edilmesidir.

Günümüzde her ne kadar döviz piyasası gelişmişse de ortaya çıkabilecek muhtemel zararlar dikkate alınmalıdır. Kar payı ödeme teorisi tartışmasının temeli, şirketin karlı yatırım projelerini kapsayan fon ihtiyacını sağlamayı beklemektir. Şirket gelecek yıllarda muhtemel dalgalanma durumuna bakmalıdır. Mümkün olan gelecek nakit akışları ve nakit durumlarınının olası dağıtımlarda, şirketin kar payı dağıtımını desteklemek amacıyla bunlarla ilgili analizler yapılmalıdır.<sup>240</sup> Bu analizin temeli, şirket gelecekte olabilecek ortak fonları belirlemektir.

Şirket, yaşam döneminde erken kar payı ödemesinin olamayacağını bilmelidir. Başlangıçta, karlı yatırım fırsatlarını değerlendirip oluşacak karlarla kar payı ödemesi yapılmalıdır.

Görüldüğü gibi, şirket fon ihtiyacını iki şekilde sağlama

<sup>238</sup>Van Horne; a.g.e., 1995, S.338-339.

<sup>239</sup>Dilek, Pener; Ders Notları, S. 165.

<sup>240</sup>Van Horne; a.g.e., S.338-339.

yoluna gitmektedir. Kar payı ödemesi yapmayacak yada borçlanmayla fon ihtiyacını sağlayacaktır.<sup>241</sup>

### 3.4.3. Likidite Durumu

Şirketin likiditesi, kar payı dağıtım kararlarında dikkate alınması gereken faktörlerden biri olup, kar payı dağıtımı için nakit çıkışını gösterir. Büyüyen ve karlı bir şirketin likiditesi olmayabilir. Çünkü fonlar sabit varlıklara ve sürekli cari varlıklara gider. Ayrıca şirketin likiditesi yatırım ve finansman kararlarından çok etkilenir. Yatırım kararı aktif büyüme oranı ve şirketin fon ihtiyacıyla belirlenir. Finansman kararı ise, bu ihtiyacı finanse etme yoluyla belirlenir.<sup>242</sup>

Günümüzde borçlanma ve finansman tekniklerin geliştiği bir ortamda şirketler sabit varlıklara yatırım yapmaktan kaçınmaktadırlar. Kiralama yoluyla ve bazı zorunlu küçük tutarlı sabit varlıklar için alım yapmaktadır. Özellikle enflasyonla mücadelede şirketler, finansman tekniklerinden yararlanarak ve hazır değerlere yatırım yapmak suretiyle etkili olabilmektedir. Mesela repo işlemi ile likidite dengesi bozuk olan şirketler bu dengelerini kurabilmektedir. Şirketlerde geçici ve kısa süreli de olsa likiditesizlik problemi, şirketi çok zor durumda bırakabilir. Yine repo işlemleriyle bir kaç günlük hatta günlük veyahut gecelik büyük miktardaki fonların atıl kalmasını önleyebilirler.

### 3.4.4. Borçlanma Kabiliyeti

Likidite durum, sadece belirsizliğe karşı koruma ve esnekliği sağlama yolu değildir. Kısa dönemde borçlanma kabiliyeti olduğunda esnek hareket edilmelidir. Çeşitli şekillerde

<sup>241</sup> Akgüç; a.g.e., S.762.

<sup>242</sup> Van Horne; a.g.e., S.340.

borçlanılabilir. Daha önceden belirtildiği gibi, öz ve yabancı kaynaklardan borçlanılabilir. Kar payı dağıtımı ile alakalı olan öz kaynaktan fon sağlamanın çeşitli avantajları bulunmaktadır. Şirketler bu nedenle bu yolu seçmektedirler. Ancak sermaye piyasasının gelişmesiyle yabancı kaynaktan borçlanma da kolay ve bazen avantajlı olmaktadır. Hisse senetleri halka açık anonim şirketler açısından bazı yasal kısıtlamalar bulunmaktadır. TTK 421. maddesine göre; ihraç edilen tahvillerin bedelleri ödenmedikçe yeni tahvil çıkaramazlar. Aynı şekilde TTK 391. maddesine göre, şirketin esas sermayesini teşkil eden hisse senetlerinin bedelleri tamamen ödenmeden sermaye artışı yoluyla yeni hisse senedi çıkaramazlar.

Ayrıca Sermaye Piyasası Kanunu'nda, borçlanma araçlarını çıkarmada bazı kısıtlamalar yapılmıştır. SPK 13. maddesi uyarınca; Halka açık anonim ortaklıkların ihraç edebilecekleri tahvil ve sermaye piyasası aracı niteliğindeki diğer borçlanma senetlerinin toplam tutarı, ödenmiş sermaye, yedek akçeler ve yeniden değerlendirme artış fonu toplamından varsa zararların indirilmesinden sonra kalan miktarı geçemez. Aynı kanunun aynı maddesinde, halka açık olmayan anonim ortaklıkların ihraç edebilecekleri tahvil ve sermaye piyasası aracı niteliğindeki diğer borçlanma senetlerinin toplam tutarı TTK'nın 422. maddesinde belirtilen miktarı aşamaz.

Her ne kadar bazı kısıtlamalar bulunsa da yabancı kaynaktan borçlanma problemi gittikçe azalmaktadır. Ancak şirketlerin borçlanma oranı üzerinden, borçlanma maliyeti ile borçlanma geliri arasındaki farkı şirket lehine çevirmek ve daha fazla gelir

sağlamayı başlıca amaç edinmek durumundadırlar.<sup>243</sup> Şirketler, yeni tahvil çıkararak, varlığa dayalı menkul kıymet, finansman bonoları, banka bonoları, banka garantili bonolar ve diğer borçlanma araçlarıyla borçlanabilirler.

### 3.4.5.Kontrol

Kar payı dağıtım politikasını etkileyen faktörlerden biri de şirketin kontrol durumudur. Bazı şirketler, özellikle kapalı aile şirketleri, finansman ihtiyaçlarını şirket cari karı ile karşılama yoluna gitmektedirler. Bu çoğunlukla hisse senedi ellerinde bulunduran hissedarlarca belirlenmektedir. Böyle olunca yeni hissedarlar olamayacak ve şirkette bir kontrolün muhafazası sağlanacaktır. Bunun sonucunda yeni hisse senedi çıkarmak ve yeni hissedar edinmenin riski arttıracığı gerekçesiyle tamamen şirket karından karşılanmaktadır. Ancak öz kaynaklarla finansman yolunun seçilmesi, kar payı ödemelerini azaltacak veya kar payı ödenmeyecektir.<sup>244</sup>

Hissedarlar, şirketin yatırım ihtiyacını, tutulan kazançlarla finanse ederlerse düşük kar payı ödemeyi tercih ederler. Bununla beraber kontrol iki yolla sağlanır. Bir şirketi halk ve diğer şirketler araştırdığında, düşük kar payının ödenmesi kontrol akışındaki kimselere avantajlar sağlamalıdır. Bu kimselerin mesleklerinin en iyileri olmaları, şirket hissedarların servetlerini maksimize etmez ve bunlar hissedarları inandırabilmelidirler. Çoğunlukla şirketler, kazandırabilme zorluğunda hissedarlara yüksek kar payı ödemeye çalışmalıdırlar.<sup>245</sup>

<sup>243</sup>Gönenli; Finansal Yönetim, 1994, S. 500-501.

<sup>244</sup>Akgüç; a.g.e.,S. 764 ve Türko; a.g.e, S. 73.

<sup>245</sup>Van Horne; a.g.e., S. .340.



### 3.4.6.Sıkı Kar Payı Ödeme Oranı

Şirketler, uzun dönemde sıkı kar payı ödeme oranı politikası hazırlayabilirler. Lintner'in kar payı tartışmasında, kar payları şirketlerin elde ettiği kar değişikliğine göre ayarlanır. Fakat bir dönem karının veya bir kısmının bırakılması ancak geciktirmeyle yapılabilir.<sup>246</sup> Şirket karını arttırdığında, dağıtılacak karpayları da artar. Ancak geciktirmeli olarak dağıtılacak kar payı ekonomik dalgalanmalarla azalacak, buna karşılık tutulan kazançlar da artacaktır.<sup>247</sup> Şirketler istikrarlı kar payı dağıttıklarında, yıldan yıla farklılıklar gösteren karın tamamını dağıtmazlar. Ekonomik ve diğer dalgalanmalar nedeniyle azalan kara, önceki yıllardan dağıtılmayan kar eklenerek dağıtılabilecektir. Dağıtılmayan karlar, yedek akçe şeklinde olup güvence vermektedir.<sup>248</sup> Yıllar itibariyle farklı kar payı dağıtan şirket hissedarları, şirket hakkında yeterince bilgileri yoksa kar payı az olduğu yıllarda hissedarların şirkete bakışı farklı olacaktır. Hatta bu şirket, hisse senetlerini satma yoluna gidebilecektir.

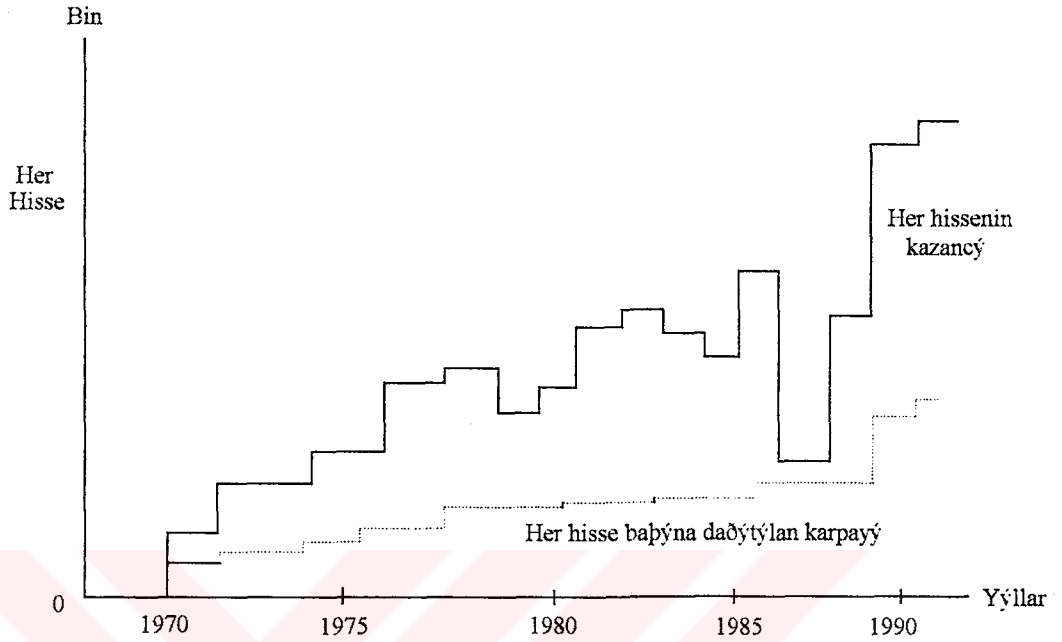
<sup>246</sup>Lintner, John; "Distribution of income of Corporations Among Dividends, Retained Earnings and Taxes", American Economic Review 46, S.97-113.

<sup>247</sup> Yıl içerisinde şirket hakkında mevcut olan bilgilerin yarısı yada çoğu, o yılın rakamlarından elde edilir. Bu kar rakamlarının bilgi içeriği önemli derecedir. Bununla birlikte, yıllık gelir raporun bilgi içeriğinin çoğu (yaklaşık %85-90), muhtemelen geçici raporlarında dahil olduğu daha hızlı bilgi kaynağı olması nedeniyle, onun zamanlı bir araç olma oranı yüksek değildir.

Ball, Ray ve Philip Brown; "An Ampirical Evaluation of Accounting Income Numbers", Journal of Accounting Research, Autumn 1968, S. 159-175.

<sup>248</sup>Türko, a.g.e, s.72-Van Horne-James C. Fundamental of Financial Management, Fourth Ed., 1980, S.435.

**Grafik. 3.13. Hisse Başına Düşen Kar Payı İle Hisse Başına Dağıtılan Kar Payı Arasındaki İlişki**



Görüldüğü gibi, şirkette hisse senedi kazancı yıllar itibariyle bazı yıllarda az veya çok artmış, bazı yıllarda da düşmüştür. Şirket, birinci yıl sonunda elde edilen karın bir kısmını dağıtmayarak şirkette tutmasıyla, kazancın az olduğu yıllardaki düşüşe karşılık vererek aynı seviyede kar payı dağıtılmasını sağlamıştır.

#### **3.4.7. Şirketin Büyüme Hızı ve Büyüklüğü**

Genel olarak büyüme hızı yüksek olan şirketlerde yatırımların finansmanında kullanılacak fon ihtiyacı fazla olur. Bu daha çok gelişmekte olan veya gelişme imkanları olan şirketler için geçerlidir. Bu şekilde hızlı büyüyen şirketler, gelecek dönemlerde büyük tutarda finansman ihtiyacı gerektireceğini tahmin etmesi halinde, elde ettiği karın tamamını dağıtmayıp büyük kısmını şirkette bırakmalıdırlar. Buna karşılık ürettiği veya pazarladığı mal ve hizmetlerin pazar payı, yani talepte bir gelişme

imkanı kalmamış şirketlerde büyüme hızı düşüktür. Bir başka deyişle yatırım hacmi daralan şirketler, dönem karının tamamını veya büyük kısmını dağıtma yoluna gideceklerdir. Yatırım verimliliği ile büyüme hızı arasındaki ilişkiye dikkat etmek gerekir. LC fonksiyonu bu ilişkiyi ortaya koymakta ancak bu fonksiyon, tek başına şirket değerini maksimum yapan dağıtılmayan kar oranı (b) ve bu değeri belirleyen (r) değişkeninin ne olması gerektiğini vermemektedir. Büyüme hızı (r-b), yatırım verim oranı (r)'yi göstermektedir.<sup>249</sup> Büyüme hızı ile şirketin yatırım verimliliği ve diğer faktörlere bakılarak kar payı verilip verilmeyeceği belirlenir.

Şirket hisse senetlerinin verimleri ile karlar arasındaki ilişkide, şirketin büyüklüğü de etkili olmaktadır. Bu konuda birçok çalışma vardır. Yapılan çalışmaların temel amacı, şirket büyüklüğünün hisse senedi getirileri üzerinde herhangi bir etkisinin olup olmadığını tespit etmektir. Bugüne kadar yapılan araştırmaların büyük bir bölümünde, piyasa değeri küçük şirketlerin hisse senedi fiyatlarının aralık ayının son gününden itibaren yükselmeye başladığı ve ocak ayında en üst düzeye çıkarak olağandışı bir eğilim gösterdiği belirlenmiştir.

Basu, ortalama olarak küçük şirketlerin hisse senetlerinin, büyük şirketlerin hisse senetlerinden daha yüksek bir aylık verim getirmekte olduğunu belirtmiştir.<sup>250</sup> Ayrıca Keim, ocak ayında, verimlerin tutarları ile şirket büyüklüğü arasında istatistiksel

<sup>249</sup>Lerner, Eugene, Williard Carleton; A theory of Financial Analysis's Harbrace Series, New York, 1966, s.120-121 ve Bakır; a.g.e., S.276-278.

<sup>250</sup> Basu, Sanjoy; "The Relationship Between Earning' Yield, Market Value and Return :For NYSE Common Stocks: Further Evidence", Journal Of Financial Economics, S. 138.

olarak ters bir ilişkinin olduğunu göstermiştir.<sup>251</sup> Buna göre, piyasa iskonto oranı arttıkça beklenen verimin azaldığı, buna karşın yıl dikkate alındığında, sadece büyüklük etkisinin olduğu ortaya çıkmaktadır.

Kar payı ilan etmenin etkisi şirketin büyüklüğüyle değişmektedir. Büyük şirketlerin yaptıkları kar payı ilanları, ilan tarihinde piyasaya bilinmeyen çok az bilgi verirken, küçük şirketlerin yaptıkları kar payı ilanları çok daha yeni ve daha önce piyasada olmayan bilgileri ortaya çıkaracaktır. Bu nedenle büyük şirketlerin kar payı ilanlarıyla hisse senedi fiyatlarına verilen tepki, ilanı sırasında piyasaya verilen bilginin daha önce fiyatlara yansıdığı için çok az olur. Ancak küçük şirketlerde kar payı ilanı sırasında piyasada verilen tepki daha büyük olur. Zeghal'ın yaptığı çalışmada, kar payları ilan edildiğinde, şirketin büyüklüğü ve finansal tabloların bilgi içeriği arasında ters bir ilişkinin olduğunu ortaya çıkarmıştır.<sup>252</sup>

Ortaya çıkan sonuç, büyük şirketlerin hisse senedi fiyatları, şirketlerin hisse senedi fiyatlarına oranla daha önce kar paylarına yansır. Verilen iyi veya kötü bilgilerle ilişkili olarak beklenmeyen verimler şirketin piyasa değeri ile ters ilişkilidir.

### **3.4.8. Tahvil Sözleşmesi veya Borç Anlaşmalarındaki Kısıtlamalar**

Genelde borç sözleşmeleri, kazancın kar payı olarak ödeme sınırı borcun kabul edilmesinden sonra ortaya çıkar.<sup>253</sup> Bunları

<sup>251</sup> Keim, Donald B.; "A New Look at The Effects of firm Size and E/P Ratio on Stock Returns", Financial Analysts Journal, Marc-April 1990, S. 56-67.

<sup>252</sup> Zeghal, Daniel; "Firm Size And The Informational Content of Financial Statements", Journal of Financial and Quantitative Analysis, September-1984, S. 300.

<sup>253</sup> Weston; a.g.e., S. 750.

koruyan anlaşmalar da sık sık kar payı ödeme kısıtlaması vardır. Kısıtlamalar, şirketin borçlanma kabiliyetini koruyarak borç verimi ile çalışır. Genellikle kümülatif kazancın maksimum yüzdesini ifade eder.<sup>254</sup> Böyle bir kısıtlama haliyle kar payı dağıtım politikasını etkiler.

Ayrıca kısa ve orta vadeli kredi veren finansman kurumları, kredi verirken yapılan sözleşmelerdeki kısıtlayan hükümlerle kar payı dağıtım politikasını etkilemek ve bunu sınırlamak imkanı elde ederler. Bunun nedeni, kredi kurumları verdikleri kredinin tamamını tahsil edinceye kadar kar payı dağıtımını tamamen veya kısmen engellemektedir.

#### **3.4.9. İstikrarlı Kar Payı Dağıtımı**

Finansal yöneticiler, yatırımlar ile kar payı dağıtımının istikrarlı olmasıyla ilgilenmelidirler.<sup>255</sup> Kar payı dağıtımını belirsizliği çözmeye yardım eder.<sup>256</sup>

Uygulamada, şirketlerin çoğu istikrarlı kar payı dağıtmaya özen göstermektedirler. Her ne kadar dağıtılan kar payı/net kar oranına dikkat edilmezse de her yıl ortaklara birbirinden çok farklı inişli-çıkışlı kar payı dağıtmazlar. Bu da şirketlerin istikrarlı ve uzun vadede gittikçe artış yönünde olan bir kar payı dağıtım politikasını kabul etmektedirler. Bununla birlikte Ülkemizde

<sup>254</sup>Van Horne; a.g.e, S. 340.

<sup>255</sup>Ayný eser, S. 340.

<sup>256</sup> Hissedarlar şirket hakkında her ne kadar tam bilgiye sahip değillerse de, yatırım yaparken şirket hakkında söylenenler büyük ölçüde etkili olmaktadır. Şirkete yatırım yapılması tavsiyelerinden bulunurken kar payı dağıtımını en büyük etkenlerden biridir. Eğer hissedarlar, şirket hakkında tam bilgiye sahip olması halinde, şirketin kar payı dağıtması veya dağıtmaması fazla önem taşımayacaktır. Çünkü yatırımcılarda buna göre kısa veya uzun vadeli yatırımlarda bulunacaktır. Örneğin, Ereğli Demir Çelik Fabrikasının 1994 yılı karının dağıtılmayıp çok gelir getiren yatırımda kullanılmasından haberi olan yatırımcılar sonraki yıllarda yüksek kar payı alabileceklerdir.

TTK'nunda, istikrarlı kar payı dağıtım politikasını özendirmek amacıyla kanunla düzenleme yapılmıştır. Ana sözleşme ihtiyari yedek akçe ayırmayı öngörmezse bile, şirket genel kurulu isterse olağanüstü yedek akçeler ayırabilir (TTK.469/2). Ancak bu gibi kararların alınabilmesi; ayırımın, "şirketin devamlı inkişaf" veya "istikrarlı kar paylarının dağıtılmasını temin" amacına yönelmesi koşuluna bağlıdır (TTK.469/2). Ayrıca yatırımcılar, riski az olan veya risksiz yatırımlarda bulunurlar. İstikrarlı kar payın dağıtılması riski azaltmaktadır. Bunun gibi avantaj sağlayan istikrarlı kar payı dağıtımında hisse senetlerine olan talep artar. Özellikle kurumsal yatırımcılar şeklindeki özel sigorta şirketleri, emekli sandıkları, finansal ve aracı kurumların çoğu, istikrarlı kar payı veren şirketleri tercih etmektedir.

İstikrarlı kar payı dağıtan şirketler bunu yaparken iki hususu göz önünde bulundururlar. Birincisi şirketin net karı düşme kaydetmiş olması halinde, en az önceki yıl kadar kar payı dağıtmak. Diğeri ise çok fazla kar elde edilen yıllarda aşırı kar payı dağıtmamak gerekir. Çünkü uzun dönemde istikrarı sağlamak için bir sonraki yılda bunun üzerinden kar payı dağıtılmasını gerektirecektir.<sup>257</sup>

ABD'den John Lintner tarafından, şirketlerin izledikleri kar payı dağıtım politikası konusunda kısmi adaptasyon önlemleriyle bir istatistiki araştırma yapılmıştır. Buna göre, şirketlerin daha çok istikrarlı kar payı dağıtım politikasını izledikleri ortaya çıkmıştır. Şirketlerin karları istikrarlı olmasa dahi istikrarlı kar payı dağıtılmasını öngördükleri ve kar payı dağıtım oranı, sadece

<sup>257</sup>Kar payı dağıtım politikasını etkileyen faktörlerden "Sıkı Ödeme Oranı" için çizilen grafik bunun içinde geçerlidir.

net kar üzerinden olmayıp, “net kar + amortismanlar” toplamını aldıklarında daha istikrarlı bir kar payı dağıtım politikasını uygulayabilirler.<sup>258</sup>

Sonuçta karın dağıtılmasında kesilen toplam vergi oranı ile alıkonması durumunda uygulanan vergi oranları karşılaştırır ve “önce dağıt sonra topla” kar payı dağıtma politikasına yer olup olmadığına bakılarak karar verilir.<sup>259</sup>

### 3.4.10. Enflasyon

Türkiye’de 1970’li yılların ortalarından bu yana çift rakamlı olarak gerçekleşen enflasyon yatırım araçlarının risk-getiri dengesini bozmuştur. Hazine bonosu gibi risksiz finansal araçlar, şirketlerin riskli hisse senetlerinden daha yüksek getiri sağlamaya başlamıştır.

Bir şirketin değeri, borçların ve hisse senetlerinin piyasa değerleri toplamından oluştuğu belirtilmişti. Enflasyonun borçlar üzerindeki olumsuz etkisi bilinmektedir. Ancak enflasyonun hisse senetlerini ne ölçüde etkilediğini ortaya koyan birçok yaklaşım olmasına rağmen net bir sonuç alınmamıştır.

Enflasyon ortamında şirketlerin karları yüksek görünmesine rağmen gerçek karı göstermemektedir. Bu kar abartılmış (fiktif) kar olarak tarif edilmektedir. Abartılmış kar ve şirketlerin fon ihtiyaçlarının artması nedeniyle, kar payı ödeme oranının düşmesine yol açmaktadır.<sup>260</sup> Enflasyona ayarlanmış faaliyet

<sup>258</sup>Mao, James C. T.; Corporate Financial Decision, Rowan Publishers, Palo, Alto, California, 1976, S.339.

<sup>259</sup> Durmuş, Ahmet Hayri; M.Emin Arat; Mustafa İme; Finansal Tablolar Analizi: Prensipler ve Uygulamalar, Marmara Üniversitesi Nihat Sayar Eğitim Vakfı Yayınları No. 453/686, İstanbul 1993, S. 115.

<sup>260</sup>Akgüç, a.g.e., S.769.

sonuçlarının kullanışlı olmadığı, hem bireysel hem de kurumsal yatırımcıların, enflasyona ayarlanmış faaliyet sonuçlarının bir değer taşımadığı ortaya çıkmıştır.<sup>261</sup>

Ayrıca şirketler bilanço hesaplarını aynı oranda yükseltmemekte, enflasyonun altında kalmaktadır. Amortismanlar yoluyla ayrılan fonlar, sabit kıymetin yenilenmesine yetmemektedir. Sermaye aynı oranda arttırılamamaktadır. Böyle ortamlarda nakit bulundurmanın getireceği kayıplar da dikkate alındığında, şirketler kar payı dağıtmaktan kaçınmaktadırlar. İhtiyaç duydukları fon ihtiyaçları artacak ve dağıtılacak kar payı azalabilecektir. Bu nedenle, elde edilen karın tamamı dağıtılmamakta, kar payı dağıtım oranının altında bir kar payı dağıtımını gerektiğinde, tutulan karlar eklenerek dağıtılmaktadır.

#### **3.4.11. Kar Payı Dağıtım İlanlarının Zamanı**

Kar payı ilanları, hisse senedi fiyat tepkisindeki değişmeler, ilan etmenin zamanı veya raporlamanın gecikmesi olarak tanımlanır. Bir kaynaktan sağlanan bilgilerin zamanında açıklanması gerekir. Bu nedenle kar payların, şirket raporların açıklanması için şirket yönetimi tarafından belirlenen zaman, yatırımcıların hisse senetlerinin fiyatlarını yeniden değerlendirmesi açısından önem taşımaktadır. Bu konuda yapılan araştırmalar, yatırımcıların raporlara verdikleri tepki, raporun ilan edileceği zamana göre değiştiğini göstermektedir.

<sup>261</sup> SRI International, Investor Information Needs and The Annual Report, Financial Executives Research Foundation, 1987, S. 56 ve Brenner'in yaptığı çalışmada, hisse senedi sahipleri cari değerli HBK rakamlarından yana yada aleyhine, açık bir tutum gösteremezken, finansal analistlerin %80'ni cari değerli HBK rakamının yararlı olmadığını ifade ederken %12'si yararlı olduğu ifade etmiştir. Bakınız. Vincent C. Brenner; "Financial Statement Users' Views of The Desirability of Accounting Research, Autumn 1970, S. 161.



Böyle bir etkinin ortaya çıkarılabilmesi için, önce raporlamanın neden geciktiğinin bilinmesi gerekir. Raporlamanın gecikmesi; raporların ilan zamanına ve hazırlama zamanına göre değişebilmektedir. Birincisine göre, raporların hangi tarihte ilan edileceğini bekleyen yatırımcıların davranışlarına bakılmalıdır. Burada yapılacak bir değerlendirme, şirketin cari dönem kar ilanını geçen yılki kar payı ilanına, ekonomideki ortalamaya göre erken veya geç yada zamanında yapıldığı hakkında bilgi verecektir. İkincisinde ise, raporların ait olduğu tarih ile raporlamanın yapıldığı tarih arasında kaç işlem gününün olduğunun belirlenmesi yeterli olmaktadır. Kar payı ödelemelerine genelde Pazartesi günleri başlanmış olması nedeniyle bugünkü hisse senedi fiyatlarını düşürmektedir. Ancak bu etki yapılan bazı çalışmalarda olmadığı ortaya çıkmıştır.<sup>262</sup>

Niederheffer ve Regan'ın yaptığı çalışmanın sonucu, genellikle finansal yılı iyi tamamlayan şirketlerin, kötü tamamlayan şirketlere oranla daha erken ilan etme yönünde olduklarını göstermektedir.<sup>263</sup> Yapılan bir başka çalışmada ise, erken yapılan kar ilanlarına fiyat tepkisinin, raporlama gecikmesi arttığı için bilgi içeriğinde bir azalmaya yol açan geç ilanlara oranla anlamlı olduğu daha açık bir şekilde bulunmuştur.<sup>264</sup> Yazarlara göre bu etki, büyük şirketlerin daha iyi mali imkanlarına ve daha zamanlı raporlama için gerekli denetim

<sup>262</sup> Özmen, Tahsin; Dünya Borsalarında Gözlemlenen Anomaliler ve İstanbul Menkul Kıymetler Borsası Üzerine bir Deneme, Sermaye Piyasası Kurulu Yayın No.61. 1997- Ankara, S. 118.

<sup>263</sup> Niederheffer, V.; Regan, P., "Earning Changes, Analysis'Forecasts and Stock Price", Financial Analyst Journal , May-June 1972, S. 65-70.

<sup>264</sup> Givol, Dan; Dan Palmon; "Timeliness Of Annual Earnings Announcements: Some Empirical Evidence", The Accounting Review, July 1982, S. 486-508.

imkanlarına sahip büyük denetim şirketleri ile çalışmalarına bağlanabilir. Ayrıca büyük şirketler, küçük şirketlere oranla çok daha fazla sayıda olan ortaklarından, raporlarının zamanlı bir biçimde açıklamalarında daha duyarlı davranmaktadırlar.

Chambers ve Penman'a göre, şirketin piyasa değerinin büyüklüğü ile finansal raporlamanın gecikmesi arasında ters bir ilişki vardır. Ayrıca, büyük şirketlerin kar payı raporlarına oranla küçük şirketlerin kar payı raporlarına önem verdiklerini de göstermektedir. Bunlara göre, raporların erken ilan edilmesi, diğer ilan zamanlarına göre daha yüksek bir etkiye sahip olduğu, geç ilan etmenin kötü bilgi verileceği şeklinde yorumlanır.<sup>265</sup> Etkin piyasalar hipotezi, etkin bir piyasada var olan tüm bilginin hisse senedi fiyatlarını hızlı ve tam olarak yansıtılması gerektiğini ifade eder. Eğer yeni bir bilgi açıklaması yatırımcıların beklentilerinin tahmini dağılımında bir değişmeye sebep oluyorsa, yatırımcılar bu değişmeyi hisse senedi fiyatlarına hemen yansıtmalıdırlar. Bu konuda da bir çok çalışma söz konusudur.

Brown, kar payı ilanlarının yayınlama anında nitelikli hisse senetlerinin satın alınması ile elde edilen beklenmeyen verimlerin, işlem maliyetlerinden yüksek olduğunu, ayrıca ilanın ortaya çıkardığı bilgilerin fiyatlara yansıma süreci, ani olmaktan ziyade yaklaşık 45 işgününe yayılmıştır.<sup>266</sup>

Bununla birlikte bazı araştırmacılar, kar payı ilanından sonra fiyatlara etkileri gecikmeli olabileceğini ortaya koymaktadırlar. Ayrıca ilan edilen karların sonraki ilan edilecek karlara ait bilgiler

<sup>265</sup> Chambers, Anne E.; Stephen H. Penman; "Timeliness of Reporting and The Stock Price Reaction to Earnings Announcements", Journal Of Accounting Research, Spring- 1984, S.21-32.

<sup>266</sup> Brown, Stewart L.; "Earnings Changes, Stock Prices, and Market Efficiency", The Journal Of Finance, March- 1978, S. 17-25.

olduğunda, geleceğe ait bu bilgilerin hisse senedi fiyatlarına tamamen yansımadağı, bazen çok az yansıdığı görölmektedir.

### **3.4.12. Vergi**

Vergiler gerek şirket seviyesinde ve gerekse hissedar seviyesinde vergilendirilir. Türkiye'nin Avrupa Birliğı içinde yer alması durumunda finansal yönden entegrasyonun sağlanması gerekir. Tam üyelik statüsüne doğru hareket eden Türkiye'nin AB'ye uyumu, vergi alanındaki menkul kıymet işlemlerinin vergilendirilmesini de kapsar.

Portföy yatırımlarında özellikle yabancı yatırımcıların kararlarında menkul kıymetlere ilişkin vergilendirme belirleyici unsurlar arasında yer almıştır. Türkiye, doğrudan yabancı yatırımların yanı sıra uluslararası portföy yatırımlarını çekmeye yönelik vergisel teşvikleri uygulamaktadır. 1990 yılından sonra gösterdiği yüksek performans ile gelişen piyasalar içerisinde avantajlı bir konum elde eden Türkiye Sermaye Piyasası ve İstanbul Menkul Kıymet Borsası'dır.

#### **3.4.12.1.Hissedarların Vergi Durumları**

Şirket hisse senetlerine yatırımda bulunan hissedarların servetlerini etkileyen etmenlerden biri vergidir. Hissedarların şirketlere yaptıkları yatırımlardan bekledikleri kar paylarının vergi karşısındaki durumu hissedarın yapısına göre farklı olmaktadır.

Şirketin dağıttığı kar paylarına uygulanan vergi oranı, şirketlerce tutulan kar paylara uygulanan vergi oranı, hissedar gelirinin ait olduğu vergi dilimi ve hisse senetlerin satışı dolayısıyla oluşan kazançta uygulanan vergi oranı kar payı dağıtım politikasını etkileyen önemli faktörlerden biridir.

Şirketler, kar paylarının dağıtımında hissedarların kazançlarını ve şirketin kazancını maksimum yapacak bir kar payı dağıtım

politikası belirlemelidirler.<sup>267</sup> Bu belirlenirken karın dağıtılması veya dağıtılmamasının şirkete ve hissedarlara maliyeti ve kar payı dağıtım oranının ne olacağının hesaplanması gerekir. Ancak burada önem derecesi az da olsa hesaplanabilen katkıların dışındaki faktörlerin de etkilediğinin unutulmaması gerekir. Şirketler, karı dağıtmayıp şirkette bırakarak hissedarların kazançlarını değiştirebilirler. Karın dağıtılmaması durumunda, vergi erteleme söz konusu olur.

Kişisel yatırımcıların vergi yükümlülüklerini azaltmada başlıca üç temel ilke vardır. Gelir aktarımı, vergi erteleme, ve vergi arbitraji<sup>268</sup> Gelir Aktarımı; bir aile reisinin sahip olduğu varlıkların bir kısmını çocuklarına devrederek artan oranlı vergi sisteminde, düşük vergi oranında vergilendirilir. Vergi erteleme; bugünkü 100.000 TL'nin yarınki 100.000 TL'den çok daha değerli olduğudur. Vergi açısından bakıldığında gelecek yıllarda ödenecek vergiler, bugün ödenen vergilerden daha az maliyetli olur. Vergi arbitraji ise, sermaye kazançları farklı vergi türlerinden biriyle vergilendirilmesini sağlayarak bir çeşit vergiden kazanmadır.<sup>269</sup>

Vergi ertelemenin yatırımcıyı nasıl etkileyeceğini basit bir örnekle izah edelim. Bu yıl 100.000 TL vergi borcu olan bir yatırımcı ve bir sonraki yılda geliri 100.000 TL artan bir yatırımcıyı düşünelim. Tasarruf ettiği 100.000 TL'den 10.000 TL kazanç elde ettiğinde, ikinci yılda vergisini ödedikten sonra yatırımcının elinde 10.000 TL kalmaktadır. Gelecek dönemdeki

<sup>267</sup> Mao, James, C. T.; Corporate Financial Decision, Rowan Publishers, Polo, Alto, California, 1976, S. 322.

<sup>268</sup> Stiglitz, a.g.e., S. 742.

<sup>269</sup> Stiglitz, Joseph E.; Economics of The Public Sector, Second Ed. New York, W.N. Norton Comp, Inc, 1988, Çev. Ömer Faruk Batýrel, İstanbul 1994, S.732-736.

100.000 TL'nin iskontolu değeri 100.000 TL'nin 1.1 oranı (1 artı faiz oranı) ile bölünmesiyle bulunur. Yani bir yatırımcı, bugün 100.000/1.1 olması ile yarın 100.000 TL olması arasında kayıtsız kalmaktadır. Bunun yanında bugünün 100.000 TL'si ertesi yılın 100.000 TL'sinden çok değerli olduğu bilinmektedir.<sup>270</sup>

Mal girişinde olduğu gibi, yatırımcıların şirket yapıları ve yatırımları hakkında tam bilgiye sahip olduklarında karın dağıtılması veya dağıtılmaması arasında fark yoktur.<sup>271</sup> Gerekli olan yeterli sayıdaki yatırımcıların, bir şirketten alınan hisse senetlerinin değeri, hisse senedi fiyatının önceki fiyata göre bu yatırım ile artması gerekeceğinden, piyasa değerinin de bu değerden daha fazla artacağını açıkça görmeleri yeterli olmaktadır.

Hissedarların gerçek ve tüzel kişiler olması, tam mükellef ve dar mükellef gerçek kişiler olması durumlarında farklılık görülmektedir.

ABD'de 1980'li yılların sonunda gelirlerden alınan vergi oranları aynı idi. Ancak 1990 yılında önemli sermaye kazancı elde eden yüksek gelirli vatandaşlara uygulanan vergi farklılaştırılmıştır.<sup>272</sup> Kişilerin elde ettikleri ve eline geçecek kar payları vergiye tabidir. Ancak bir dönemde her kişi için 100 dolar istisna vardır.<sup>273</sup>

Yıl içerisinde piyasa değeri düşük şirketlerin hisse senetlerini ellerinde bulunduran kişisel yatırımcıların yıl sonuna

<sup>270</sup>Stiglitz, Joseph E.; Economics of The Public Sector, Second Ed.New York, W.N.Narton Comp, Inc, 1988, Çev.Ömer Faruk Baturel, İstanbul 1994, S.742.

<sup>271</sup>Modigliani, F., M. H. Miller; The Cost of Capital, Corporation Finance and dhe Theory of Investment, American Economic Review 48, (1988), S. 261-297 ve Stiglitz a.g.e. S. 745.

<sup>272</sup> Van Horne; a.g.e., S. 322.

<sup>273</sup>Çağlayan; a.g.e., S. 271.

bir kaç gün kala sattıkları görülmüştür. Nedeni ise vergisel amaçlı satışlar olduğu ileri sürülmektedir. Yani, yatırımcılar yıl içerisinde değerini kaybeden (zarar eden) hisse senetlerini satarak bu zararlarını karşılama yoluna giderler. Zira söz konusu sermaye zararları ilgili yılın olağan gelirlerinden düşülerek belli bir vergi avantajı sağlar.<sup>274</sup>

Bankalar Kanunu'nda kar dağıtım ve yedek akçe ayrılması ile ilgili hükümler bulunmaktadır. Buna göre; "Bankalar, Türk Ticaret Kanunu'nun ve ana sözleşmelerinin ayrılmasını zorunlu kıldığı yedek akçelerden başka, yıllık safi karların %5'ini ödenmiş sermayelerinin tutarına ulaşınca kadar "Muhtemel Zararlar Karşılığı" olarak ayırmak zorundadırlar(Bankalar Kanunu Md.32/1). Ayrılan bu karşılıklar muhtemel zararların ortaya çıkması halinde zararın mahsubunda kullanılır.

Ülkemizde sermaye piyasası kanunu dışında sermaye piyasasını ilgilendiren diğer kanunlarda da hükümler vardır. 193 sayılı Gelir Vergisi Kanunu, 3946 sayılı Kanunla değişik 94.ncü maddesinde yer alan tevkifat nispetleri şöyledir;

- Dağıtılan veya dağıtılmayan Kurumlar Vergisi Kanununun 8/4. maddesinde yer alan,

- Dağıtılan veya dağıtılmayan 75.nci maddenin ikinci fıkrasının 4 numaralı bendinde yazılı menkul sermaye iratlarından (yatırım fonları ve ortaklıkları hariç);

i- halka açık anonim şirketlerde %10,

ii- Diğerlerinde %20 oranında vergi tevkifatı yapılır.<sup>275</sup>

Ancak Devlet Tahvili ve Hazine Bonosu faizleri ile Toplu Konut

<sup>274</sup> Özmen, Tahsin; Dünya Borsalarında Gözlemlenen Anomaliler ve İstanbul Menkul Kıymetler Borsası Üzerine bir Deneme, Sermaye Piyasası Kurulu Yayın No.61. 1997- Ankara, S. 52-53.

<sup>275</sup> 31 Aralık 1993 tarih ve 21805 sayılı Mükerrer Resmi Gazete'den yayımlanmıştır.

İdaresi ve Kamu Ortaklığı İdaresi'nce çıkarılan menkul kıymetlere isabet eden kısım için sıfır olarak uygulanır.<sup>276</sup> Ayrıca nama yazılı tahvil faizlerinden, hamiline yazılı tahvil faizlerinden ve diğerlerinden %10 oranında vergi tevkifatı yapılır.<sup>277</sup>

Bunun yanında, Gelir Vergisi Kanununun Geçici 27.inci maddesi hükmüne göre;

a- Gerçek kişilerin menkul kıymetlerini 31.12.1999 tarihine kadar menkul kıymet alım-satımına yetkili bankalar, aracı kurumlar veya borsa komisyoncuları aracılığıyla satmaları halinde, elde edilen kazançlar gelir vergisinden müstesna tutulmuştur. Buna karşılık, gerçek kişilerin menkul kıymet alım-satımına yetkili bu kurumların dışında elden çıkarmaları halinde elde ettikleri kazançlar söz konusu geçici 27.inci madde hükmüne göre istisna değildir. Ancak bu durumda, 1 yıl içerisinde satılan menkul kıymetlerden elde edilen kazancın 5.500.000 TL'lik kısmı muaftır. 500.000 TL'yi aşan kazançlar gelir vergisine tabi olacaktır.

b- Ticari amaçlar, tüzel kişilerin kendi nam ve hesaplarına menkul kıymet alım-satımı ile sürekli uğraşanların bu nedenle elde ettikleri kazançları ticari kazanç sayılacağından gelir vergisine tabi tutulacaktır.

Gelir Vergisi Kanununun 75.inci maddesinin ikinci fıkrasının 1 numaralı bendinde, yatırım ortaklıkları ve hisse senetlerinden elde edilen kar payları ile yatırım fonları katılma belgeleri karşılığı elde edilen kar payları menkul sermaye iradı olarak kabul edilmiş

<sup>276</sup> Devlet Tahvil Faizinin kurum kazancından düşülmesi sık sık tenkit edilen konulardan biridir. Bakınız. Canoğlu, Mehmet Ali ve Rüstem Hacırüstemoğlu; Vergi Uygulamaları ve Muhasebesi, Beta Basım Yayım, İstanbul 1990, S. 537.

<sup>277</sup> 31 Aralık 1993 tarih ve 21805 sayılı Mükerrer Resmi Gazete'nin 75.maddesinin ikinci fıkrasının 5 numaralı bendi.

olup, gerçek kişilerin söz konusu menkul kıymetlerden elde ettikleri kazançları kurum bünyesinde vergilendirildiği için tam veya dar mükellefiyete tabi gerçek kişiler bu kazançlarını beyan etmeyeceklerdir.

Öte yandan, Gelir Vergisi Kanununun geçici 27.inci maddesinin sonuna 3946 sayılı kanunla eklenen bir fıkra ile gerçek kişilerin menkul kıymetler yatırım fonları ve ortaklıkları, risk sermayesi yatırım fonları ve ortaklıkları ve gayrimenkul yatırım fonları ve ortaklıklarından sağlanan kar payları, 31.12.1999 tarihine kadar gelir vergisinden müstesna tutulmuştur.

Görüldüğü gibi, şirketlerin esas sermayesini teşkil eden hisse senetlerinden ve çıkarmış oldukları diğer menkul kıymetlerden elde edilen kazançlar fiilen vergilendirilmemektedir. Kişisel oranları aşağıdaki vergi diliminde görüldüğü gibi, yüksek vergi oranıyla vergilendirilen kişiler söz sahibi oldukları şirketlerde ve aile şirketlerinde kar payı dağıtmak yerine hisse senedinin değer artışından faydalanmak vergi sistemimizde daha cazip olmaktadır.<sup>278</sup>

193 sayılı Gelir Vergisi Kanununun 103.üncü maddesinde yer alan vergi tarifesi, 1996 takvim yılı gelirlerine uygulanacak vergi dilimleri aşağıdaki şekilde düzenlenmiştir.<sup>279</sup>

1996 takvim yılına ilişkin gelir vergisine tabi gelirler;  
300 milyon TL'ye kadar %25

<sup>278</sup>Vergi sistemimizde, 1980'den önce dağıtılan karların yüksek oranda vergilendirilmesiyle, şirketler karlarını dağıtmama yoluna gitmişlerdir. 1986 yılında yapılan değişiklikle, karların dağıtılmasına gidilmiştir. 1993 yılında yapılan bir başka değişiklikle, menkul sermaye iradının 225 milyon TL'yi aşan kısmın beyan edilmesi zorunluluğu getirilmiştir. Ancak bunun yürürlük tarih 10.01.1997 olarak belirlenmiştir.

<sup>279</sup>11 Ocak 1996 tarih ve 22520 sayılı Resmi Gazete'de yayınlanmıştır.



600 milyon liranın 300 milyon lirası için 75 milyon, fazlası %30

1.200 milyon liranın 600 milyon lirası için 165 milyon, fazlası %35

2.400milyon liranın 1.200 milyon lirası için 375milyon, fazlası %40

4.800milyon liranın 2.400 milyon lirası için 855 milyon, fazlası%45

9.600milyon liranın 4.800 milyon lirası için 1.935 milyon, fazlası %50

9.600milyon liradan fazlasının 9.600 milyon lirası için 4.335 milyon fazlası %55

nispetinde vergilendirilir.

Şirketlerde ortak sayısının artmasıyla birlikte ortakların içinde buldukları vergi dilimlerinin ortalamasını bulmak zorlaşır. Ortakların vergi dilimlerin yüksekliğinin belirlenmesi ve ortalamanın bulunması halinde, kar payı dağıtım oranının tespitinde önemli olurlar. Eğer hissedarların çoğunluğu yüksek gelir diliminde ise, kar payı dağıtım oranı düşük olabilir.<sup>280</sup>

Ancak, kar paylarının vergilendirilmesinde vergi dilimine bakılarak vergilendirme oranının belirlenmesi sadece yeterli olmamaktadır. Kar payı elde eden hissedarın bunu yatırıma dönüştürmesi halindeki karlılığı, yatırım hedefleri ve hissedarların yatırım dışındaki tüketim meyili vergi nedenleri ile karşılaştırılarak vergi karşısındaki durumu tespit edilmelidir.

Basit bir örnekle vergi sistemimize göre vergilendirmenin kar payı dağıtım politikası üzerine etkisini farklı vergi

<sup>280</sup>Bakır, Pınar; a.g.e., S.263-263.

dilimlerinde olan hissedarların ve şirketin durumunu açıklayalım.<sup>281</sup> Şirketin 1.000.000 TL kazanç elde ettiği ve bunun tamamının dağıtılması halinde vergi yükü %45 ve dağıtılmaması halinde ise %35 olmaktadır. Dolayısıyla, söz konusu şirket, 450.000.TL ödemek yerine 350.000.TL ödeyecektir. Bu fark hissedarların gelirlerine daha sonraki yıllarda yansiyacaktır. Görüldüğü gibi karın dağıtılmaması hissedarlar ve şirket için daha avantajlı olmaktadır.<sup>282</sup>

#### 3.4.12.2.Şirketin Halk Açık Olması

Halka açık anonim şirketlerden ortak sayısı daha fazla ve geniş bir kesime yayıldığından, şirket ortaklarının çıkarları doğrultusunda kar payı dağıtma politikası belirlemeleri daha zor olmaktadır. Bir başka deyişle, halka açık şirketlerde hissedarların vergi durumları kar payı dağıtımını etkilemesi daha zayıf olmakta ve kar payı dağıtım oranı yüksek olmaktadır. Şirketlerin halka açık olması halinde, ödenecek vergi, halka kapalı olması halinde ödenecek vergiden azdır. Yapılan gelir vergisi kesintisi nedeniyle daha az vergi ödemektedirler. Şirketin halka açık ve kapalı olması hallerini bir örnekle açıklayalım.

X Anonim Şirketi'nin dönem karı 100 milyon TL'dir. Buna göre ödenecek vergiler ve diğer kesintiler şöyle olacaktır.

(000.000)

	<u>Halka Açık Olması</u>	<u>Halka Kapalı Olması</u>
100* %20(KV.Oranı)	20	20

<sup>281</sup> Akdoğan, Abdurrahman; Vergilerin İncelenmesi ve Değerlendirilmesi (Yasal Düzenlemelerin İşleyişi Açısından), Ankara 1991, S. 347-350.

<sup>282</sup>Hesaplamalarda Kurumlar Vergisi Oranı %25, Gelir Vergisi Stopajı %20, Hissedarın Vergi diliminin oranı %30 ve dağıtılabilir kar %75 olarak alınmıştır. Hesaplamalar için bkz. Türko, a.g.e., S. 76-77.

20*%10(Fon)	2	2
(100-20)*%10 ve %20	0.8	1.6
(Halka Açık A.Ş'lerde%10 Stopaj)		
(Halka Kapalı A.Ş'lerde%20Stopaj)		
Fon Payı(0.8*%10 ve 1.6*%10)	0.08	0.16
<u>Toplam Vergiler</u>	<u>22.88</u>	<u>23.76</u>

Görüldüğü gibi, halka açık şirketler daha az vergi ödemektedir. Ancak şirketlerin sonradan çıkardıkları hisse senetlerinin primli satılması durumunda ödenecek vergi, net kar, hisse senedi başına gelir ve hisse senedi başına düşen kar payı farklı değerler almaktadır.

Ayrıca, halka açık ortaklıkların aktif toplamı 50 milyarı geçmiyorsa,

a- Kurul düzenlemelerine göre hesaplanan dağıtılabilir birinci kar payı tutarı, ödenmiş sermayesinin %10'undan düşükse,

b- Aktif toplamı 50 milyar lirayı geçmekle birlikte, dağıtılabilir birinci kar payı tutarı ödenmiş sermayesinin %5'inden düşükse,

Ortaklığın talebi üzerine Kurul uygun gördüğü takdirde, ortaklık birinci temettü dağıtmayabilir. Dağıtılmayan temettü daha sonraki dönemlerde yapılacak muafiyet hesaplamalarında "temettü kalemi" olarak dikkate alınacaktır.<sup>283</sup>

Halka açık anonim şirketlerde birinci temettü oranının şirket esas sözleşmelerinde gösterilmesi zorunludur. Bu oran, kısmı tarafından tespit olunan miktardan aşağı olamaz.(SPK. MD:15/1)

Sermaye Piyasası Kanunu'nunda yapılan değişikliklerle, halka

<sup>283</sup> Şengül, Selami; "Sermaye Piyasası Temel Kavramlar ve Kurumlar", Vergi Dünyası, Sayı.189, Mayıs-1997, S. 152.

açık anonim şirketlerin birinci temettü oranı ve temettü ödemeleri aşağıdaki gibidir.

Sermaye Piyasası Kurulu'na göre, halka açık anonim ortaklıkların birinci temettü tutarı, hesap dönemi net karından vergi ve benzeri düşülmek suretiyle bulunan dağıtılabılır karın yarısından az olamaz.<sup>284</sup>

Bununla birlikte halka açık anonim ortaklıklardan;

a) Hisse senetleri Borsa'da işlem görenler; birinci temettüyü nakden ve/veya hisse senedi şeklinde dağıtmak veya dağıtmamak konusunda serbesttirler. Kurul, bu ortaklıklardan gerekli gördüklerine birinci temettünün nakden dağıtılmasını zorunluluğu getirebilir.

b) Hisse senetleri Borsa'da işlem görmeyenler, birinci temettü nakden dağıtmak zorundadırlar.

Temettü dağıtımını ortaklıklarca, hesap dönemini izleyen 5 inci ayın sonuna kadar tamamlamak zorundadır.

Birinci temettü oranının TTK'da tespit edilmiş olan %5, burada %20'ye yükseltilmiştir. Bu oranın yükseltilmesinin amacı, sermaye piyasasının gelişmesini sağlamaktır.<sup>285</sup>

Bu tür şirketlerde şirket ortaklarının geniş bir kitleye yayılması ve ortakları arasında sosyal güvenlik kurumları, özel emekli sandıkları, hayat sigorta şirketleri gibi kurumsal tasarrufların olması kar payı dağıtım politikasını etkilemekte ve kar payı dağıtım oranını yüksek tutmaktadır.

Temettü dağıtımına ilişkin bilgiler bu işlemlerin

<sup>284</sup> 19.2.1996 tarih ve 22559 sayılı Resmi Gazete'de "Sermaye Piyasası Kanunu'na Tabi Olan Anonim Ortaklıkların Uyacakları Esaslar Tebliği'ne Ek Tebliğ", Seri: 4, No: 18 Sayılı Tebliğ İle Değişik Madde

<sup>285</sup> Ataman, Ümit; Şirketler Muhasebesi, Türkmen Kitabevi, İstanbul 1995, S. 107.

tamamlanmasından itibaren 1 ay içerisinde Kurul'a ulaştırılır.<sup>286</sup>

<sup>286</sup> Kurulu'nun bu konuda 11.12.1995- 15.12.1995/50 sayılı SPK Haftalık Bülteninde yayınlanan açıklaması aşağıdaki gibidir.

01.11.1995 tarih ve 22450 sayılı Resmi Gazete'de yayımlanarak aynı tarihte yürürlüğe giren Seri: IV, NO. 15 " Sermaye Piyasası Kanunu'na Tabi Olan Anonim Ortaklıkların Uyacakları Esaslar Tebliği'nde Değişiklik Yapılmasına Dair Tebliğ" ile ilgili olarak Kurula yapılan müracaatlardan bazı tereddütlerin doğduğu anlaşıldığından aşağıdaki açıklamaların yapılması gerekli görülmüştür:

1) Yapılan düzenleme ile;

- Hisse senetleri Borsa'da işlem görsün veya görmesin, halka açık anonim ortaklıklarda temettü dağıtımının tamamlanmasına ilişkin sürenin kısaltılması,

- Hisse senetleri Borsa'da işlem gören anonim ortaklıklara temettü dağıtımını dağıtmama konusunda ilke olarak karar serbestliği getirilmesi,

amaçlanmıştır.

2) Tebliğ ile hisse senedi Borsa'da işlem gören anonim ortaklıklardan Kurulca birinci temettü nakden dağıtım zorunluluğu getirilmeyenler, genel kurulun alacağı karara bağlı olarak temettülerini;

- Tamamen nakden dağıtım,

- Tamamen hisse senedi olarak dağıtım,

- Belirli oranda nakit, belirli oranda hisse senedi olarak dağıtarak kalanını şirket bünyesinde bırakma,

veya,

- Nakit veya hisse senedi olarak dağıtmadan şirket bünyesinde bırakma,

konusunda serbest bırakılmışlardır.

Hisse senetleri Borsa'da işlem görmeyen anonim ortaklıkların ise, birinci temettü nakden dağıtım zorunlulukları devam etmektedir.

3) Tebliğ ile temettü dağıtım işleminin hesap dönemini izleyen 5'inci ay sonuna kadar tamamlanması zorunluluğu getirilmiştir. Bu durumda, temettü dağıtımına başlama tarihi, hesap döneminin sona ermesinden sonra yapılacak genel kurul toplantısı ile 5'inci ayın sonu arasında bir tarih olarak belirlenmelidir.

4) Tebliğdeki "tamamlama" kelimesi temettünün; a) Tamamı nakden dağıtılacaksa, temettülerini tahsil etmek için ilgili kuponlarıyla temettü dağıtım adreslerine başvuran ortaklara nakden veya hesaben ödemenin yapılmasını,

b) Hisse senedi olarak dağıtılacaksa, temettünün sermayeye ilavesi nedeniyle ihraç edilecek hisse senetlerinin Kurulca kayda alınmasını ve kayıt sonrası işlemlerin tamamlanarak temettü

### 3.4.13. Bazı Son Gözlemler

Kar payı olarak ödenecek miktar bulunurken, yukarıda bahsedilen faktörlerin ilgili şirket için tahlil edilmesi gerekir. Bu faktörler ödenebilir kar payı ile sınırlar geniş bir şekilde ele alınır. Diğer ödemelerden sonra kalan bir nakit olduğunda ve bunun kar payı olarak ödenmesinde, yönetim veya yönetim kurulu hissedarların servetlerini etkileyecek bir ödeme olduğunu anladıklarında kar payı olarak dağıtılır. Kar payı dağıtmama politikasına uygun olabilecek ve sonucun doğrulukla belirlenmesinde, şirketin öngördüğünden başka bir politika izlemesi gerektiğinde yukarıda bahsedilen faktörlere bakılır. Buna karşılık kar dağıtmayı öngören bir politika güvenli bir etkiyi içerir. Çünkü adi hisse senetleriyle finansman sağlanmasında kümülatif kar payları kısmına olan taleplerdir. Böyle bir

---

karşılığı dağıtılacak hisse senetlerinin,

- Kayıtlı sermaye sistemindeki ortaklıklarda sermaye artırımının tescilinin tamamlanmasına bakılmaksızın hesap dönemini izleyen 5'inci ay sonuna kadar, hisse senedi dağıtımının yapıldığı adreslere başvuran ortaklara fiilen teslim edilmesini,

- Esas sermaye sistemindeki ortaklıklarda ise, sermaye artırımının tescilinin hesap dönemini izleyen 5'inci ay sonuna kadar tamamlanmasını, hisse senetlerinin de hisse senedi dağıtımının yapıldığı adreslere başvuran ortaklara fiilen teslim edilmesini,

c) İki alternatifin belirli oranda kullanılması durumunda ise, yukarıda belirtilen işlemlerin ayrı ayrı ancak hesap dönemini izleyen 5'inci ayın sonuna kadar yerine getirilmesini, ifade etmektedir.

5) Genel kurulda alınan temettü dağıtma veya dağıtmama yönündeki kararını değiştirmesi söz konusu değildir. Ancak Sermaye Piyasası Kurulu'nca, hisse senetleri Borsa'da işlem gören şirketlere, genel kurul gündeminin belirlenerek genel kurul çağrısı yapıncaya kadar nakden temettü dağıtma zorunluluğu getirilebilecektir.

6) Temettünün hisse senedi olarak dağıtılması teklifi genel kurula götürülecekse, genel kurul toplantı tarihinin, hesap dönemini takip eden 5'inci ayın sonuna kadar sermaye artırımının tamamlanacağı ve ortaklara hisse senetlerinin dağıtılacağı dikkate alınarak belirlenmesi gerekmektedir.

politikanın tüm faktörlerin etkilediği bir ortamda alınmalıdır. Fakat çoğu akademisyenler hissedarların servetlerini fazlalaştıracağına zor inanırlar.<sup>287</sup>

Bir şirket pasif bir yatırımda bulunursa, borsada hisse senetleri dezavantaj vergi sağlar. Şirketler, kazançları seviyelerinde vergi öderler. Hissedarlar ise sonraki dağıtımlarda kişisel vergi öderler.<sup>288</sup> Bir pasif yatırımın eniyi olabilmesi için adi hisse senetleri portföyünün çeşitlendirilmesi gerekir.<sup>289</sup> Portföyden oluşan kar payların büyük kısmı kurumlar vergisinden muaftır.<sup>290</sup>

### 3.5.Kar Payı Dağıtım Şekilleri

Ekonomik anlamda kar payı olarak hisse senedinin verilmesi ile hisse senedinin bölünmesi birbirine benzer ve anlam olarak çok yakındır. Muhasebe açısından bakıldığında bazı farklılıklar bulunmaktadır. Hisse senedi şeklinde kar payı dağıtımı ile hisse senedin bölünmesi, şirketin nakdi kar payı dağıtım politikasıyla ilgilidir.<sup>291</sup>

Şirketler kar payları nakit olarak dağıtabilecekleri gibi, kar payı yerine hisse senedi vererek de dağıtabilir. Hissedarlara kar payı yerine, sermaye artırımında bulunarak veya hisse senetlerinin piyasa değerini düşürmek suretiyle hisse sayısını arttırarak yeni hisse senedi çıkarmak şeklinde hisse senedi verilebilir. Bazı şirketler dağıtılmayan karların veya ihtiyari yedek akçelerin

<sup>287</sup>Van Horne; a.g.e, S.342.

<sup>288</sup>Weston; a.g.e., S.748.

<sup>289</sup>Pasif yatırımdan kastedilen, herhangi bir üretim faktörleri kullanmadan menkul değerlere yapılan yatırımdır. Gönenli; a.g.e., S. 521.

<sup>290</sup>Van Horne; a.g.e., S. 342.

<sup>291</sup>Van Horne; a.g.e., S. 333.

tamamını veya bir kısmını hissedarlara karşılıksız hisse senedi vermek suretiyle sermaye artışında kullanmaktadırlar.

Kar payı ödemesi ülkeler arasında farklı bir şekilde gerçekleşmektedir.

Almanya, Belçika, Hollanda ve Danimarka'da kar payları, kural olarak yılda bir kez dağıtılmaktadır. Kar payları genellikle saklama kuruluşları aracılığıyla veya kupon ibrazında ödenmektedir. Portekiz'de ise, kurulan bir merkez, sistemde tanımlı tüm hisse senetlerinin kar payı ve faiz ödemelerini tahsil etmekle sorumludur. Kar payı ve faiz ödemeleri yapılmadan 4 gün önce ilgili kıymetlerin işlemleri durdurulur.

Türkiye'de ise, kar payı ve faiz ödemeleri, ihraççı veya ödemeye aracılık eden kuruluşa kuponların ibrazı karşılığında ve gerekli kontrollerin yapılmasından sonra gerçekleştirilmektedir.<sup>292</sup>

### **3.5.1.Kar Payın Hisse Senedi Şeklinde Dağıtılması (Stock Dividends)**

Şirketten bir fon çıkışı olmadan yapılan bu tür kar payı dağıtımında, şirket kar payı dağıtımını yapmakta ve karlı yatırımların finansmanını sağlamaktadır. Nakit ihtiyacı olan hissedarlar ise nakit almak yerine, ellerindeki hisse senetleri satma yoluyla nakit sağlayabilirler.<sup>293</sup>

Yeni hisse senedin çıkarılması çeşitli nedenlerle yapılabilmektedir. Sermaye artışına gidildiğinde, cari dönem kar payları senet ile dağıtılır veya birikmiş yedek akçeler yeni hisse senedi çıkarılarak dağıtılır.<sup>294</sup>

<sup>292</sup> Tezcanlı, Meral Varış; Oral Erdoğan; Avrupa Birliği ve Sermaye Piyasalarının Entegrasyonu ve İstanbul Menkul Kıymetler Borsası, İstanbul Menkul Kıymetler Borsası, Araştırma Yayınları No: 8, 1996, 377-380.

<sup>293</sup> Bayar, Doğan ; Nurhan Aydın, a.g.e. S. 288-290.

<sup>294</sup> Akgüç; a.g.e., S. 770



Hisse senedi vermek yoluyla yapılan kar payı dağıtımları gerçekleştirildiğinde, şirketin öz sermaye yapısının yeniden düzenlenmesi gerekir.

Bir şirketin kar payı dağıtmadan önceki bilançosu aşağıdaki gibidir:

Hisse senetleri toplam değeri (200.000 hisse x 10 TL)	2.000.000 TL
Ödenmiş sermaye	1.000.000 TL
Tutulan kazanç	<u>7.000.000 TL</u>
<u>Hissedarların sahip oldukları toplam değer</u>	<u>10.000.000 TL</u>

Bu şirket %10 oranında kar payı hisse senedi vererek dağıtmasıyla, yeni hisse senetlerin toplam sayısı 20.000 olur. Yeni hisse senedinin değeri 20 TL olduğunda, her hissedar 20 ek hisseye sahip olur. Bu durumda şirketin bilançosu şöyle olur.

Hisse senedi değerleri toplamı (220.000 hisse x 10 TL)	2.200.000 TL
Ödenmiş sermaye	1.200.000 TL
Tutulan kazanç	<u>6.600.000 TL</u>
<u>Hissedarların sahip oldukları toplam değer</u>	<u>10.000.000 TL</u>

Yeni hisse senedi dağıtılmasıyla, şirketin sahip olduğu hisse senetleri ve ödenmiş sermaye hesabına tutulan kazançtan 400.000 TL aktarılmıştır. Her hissenin değeri aynı kaldığından (20.000x10 TL) 200.000 TL artar.

Hisse senedi sayısının artmasıyla, vergiden sonraki net kar 1.000.000 TL'dir. Yeni hisse senedi çıkarılmasından önceki her hissenin kazancı 5 TL'dir (1.000.000/200.000). Yeni hisse senedi çıkarıldıktan sonra her hissenin kazancı (1.000.000/220.000) 45 TL'dir. Burada hissedarların sahip oldukları hisse senedi sayısı

artar. Ancak her hissenin kazancı azalır.<sup>295</sup>

Bu şekilde yapılan kar payı dağıtımı hissedarlara vergi avantajı sağlayabilir.<sup>296</sup> Yapılan araştırma ve deneysel bulgulara dayanılarak hisse senedi şeklinde kar payı dağıtımının yalnız başına hissedarların sahip oldukları hisse senetlerinin toplam piyasa değerini değiştirmedeği görülmektedir.<sup>297</sup>

Ülkemizde bu şekilde kar payı dağıtımının fazla olmamakla beraber, dağıtımın yapıldığı görülmektedir. Daha çok sermaye artışında, artan sermayenin tamamı veya bir kısmının hissedarlara karşılıksız hisse senedi verildiği ve enflasyon ve diğer bazı etkenlerle belirsizliğin arttığı dönemlerde kar payı nakit verme yerine hisse senedi verilerek kar payının dağıtılması beklenmektedir.<sup>298</sup>

### 3.5.1.1.Hisse Senetlerin Bölünmesi

Hisse senedi bölünmesiyle, her hissenin değerindeki azalma oranında hisse senedinin sayısı artar. Şirketler hisse senetlerinin daha geniş bir kesime yayılmasını sağlamak, sermaye piyasasında alım ve satımı zorlaşan hisse senetlerinin fiyatlarını düşürerek el değiştirmesini kolaylaştırmak için nominal değerlerini azaltarak

<sup>295</sup> ABD'de yapılan bir araştırma sonucunda hisse senedi vermek suretiyle yapılan kar dağıtımının ortak sayısı üzerindeki etkisi tespit edilmiştir. Ortak Sayısında Artış (5)

Hisse senedi vererek kar payı dağıtımı %25 ve yukarı,	30
Hisse senedi vererek kar payı dağıtımı %5-%25	17
Tamamı için hisse senedi vererek yapılan dağıtımı	25
Hisse senedi verilmeden yapılan kar payı	5

Weston, Brigham; a.g.e., s. 702.

<sup>296</sup> Bazı Avrupa ülkelerinde vergi avantajı sağladığı görülmektedir. Ancak ülkemizde hissedarlara bir vergi avantajı sağlamamakla beraber şirketlere de ek bir vergi yükü getirmemektedir.

<sup>297</sup> Mao, James C.; a.g.e., s.341-343.

<sup>298</sup> Çağlar, Tülin; 'Hisse Senedi şeklinde Dividant Dağıtımı ve Türkiye'deki Uygulaması', İşletme Fak.Muh.Enst.Dergisi, Yıl: 2, Kasım 1976, IV, s.47-53.

hisse senetlerin sayısını arttıırırlar. Nominal değerdeki azalma oranında hisse senedi adeti arttığından her hissedarın şirketteki nispi payı değişmez.<sup>299</sup>

Hisse senetlerin bölünmesiyle bilançoda görünen yedek akçeleri değiştirmemekle beraber öz sermaye hesapları arasında da bir aktarma olmaz.

Bazen hisse senetlerin bölünmesiyle sermaye artışı, kar payın hisse senedi şeklinde verilmesi birlikte yapılabilmektedir. Basit bir örnekle açıklayalım. şirketin bölünmeden önceki sermaye yapısı şöyledir:

Hisse senetlerin toplam değeri (200.000 hisse senedix10 TL)	2.000.000 TL
Ödenmiş sermaye	1.000.000 TL
Tutulan kazanç	<u>7.000.000 TL</u>
<u>Öz sermaye</u>	<u>10.000.000 TL</u>
Bölünmeden sonraki sermaye yapısı;	
Hisse senetlerin toplam değeri (400.000 hisse senedix5 TL)	2.000.000 TL
Ödenmiş sermaye	1.000.000 TL
Tutulan kazanç	<u>7.000.000 TL</u>
<u>Öz sermaye</u>	<u>10.000.000 TL</u>

Görüldüğü gibi hisse senetlerin toplam değerinde, ödenmiş sermaye ve tutulan kazanç hesaplarında bir değişiklik olmamıştır. Yapılan tek fark hisse senedi değerinin düşmesidir.

Teorikte, hisse senetlerin bölünmesi veya kar payın hisse senedi olarak verilmesi yatırımcılara ait hisse senetlerin değerini

<sup>299</sup> Akgüç; a.g.e.,S.773.

değiştirmez.<sup>300</sup> Yatırımcılar ek yeni hisse senedi belgesi alırlar. Fakat şirketteki ortaklığın nispi oranı aynı kalır. Hisse senetlerin piyasa fiyatları düşer. Böyle olmasına rağmen şirketin toplam değeri aynı kalır.

Fama, Fisher, Jensen ve Roll yarı güçlü tip etkinlik araştırmalarında bölünmenin fiyat üzerindeki etkilerini incelemişlerdir.

Araştırmanın temel hipotezi bölünmenin yalnız başına yüksek getiri oranlarına neden olamayacağı, çünkü şirketin değerine bir etkisi olmadığı düşüncesindeydiler. Araştırmada gerçekleşen 940 bölünme, bölünme tarihlerinden itibaren 30 ay öncesine ve 30 ay sonrasına kadar izlenmiştir. İncelenen değerlerden birincisi her menkul kıymetin kazandığı aylık fazla getiridir. Fazla getiri, gerçekleşen getiri ile beklenen getiri arasındaki farktır. İkinci olarak 30 aylık kümülatif fazla getiriler incelenmiştir. Bunun sonucunda, bölünmeden önceki 29. aydan başlayarak fiyatlar yükselmekte ve bölünme gerçekleştikten sonra yok denecek kadar değiştiği görülmektedir. Bölünmeyi takip eden dönemde kar payı dağıtımındaki düşüşler ise fiyatlarda düşüslere neden olmaktadır.

Hisse senetlerin bölünmesi işlemlerine TTK; şirket genel kuruluna, esas sermayesinin değişmemesi koşuluyla esas sözleşmede yapılacak değişikliklerle izin verilmiştir. (TTK m.400) Türkiye’de bir kısıtlama olmamasına rağmen çok az rastlanmaktadır. Daha çok yabancı sermaye ortaklı şirketlerde sermaye artışı, hisse senetlerinin bölünmesi ve kar payının hisse senedi verilmesiyle dağıtımın birlikte yapıldığı görülmektedir.

---

<sup>300</sup>Van Horne; a.g.e., S.335.

Bölünmede, fiyat artış beklentisi olmakla beraber yalnız başına etkili olmadığı ve piyasa değerini değiştirmedeği ortaya çıkmıştır.<sup>301</sup> Barker'in çalışması kar payın hisse senedi şeklinde dağıtılmasında nakit kar payı dağıtımındaki artışla birleştirilmiştir.<sup>302</sup>

**Tablo.3.6. Bölünmenin ve Kar Payın Hisse Senedi Olarak Dağıtılmasının Hisse Senedi Fiyatına Etkisi**

	Kar payın dağıtımından altı ay önceki	Kar payı Dağıtımında
Kar payın hisse senedi şeklinde dağıtılmasından sonraki nakdi kar payı dağıtımında oluşan artış	100 TL	109 TL
Kar payın hisse senedi şeklinde dağıtılmasından sonraki nakdi kar payı dağıtımında artış olmadığında	100 TL	99 TL

Kar payın hisse senedi şeklinde dağıtılmasında, yüksek kazanç ve nakdi kar payın dağıtılması birlikte olur. Fakat kazanç ve nakdi kar payı dağıtılmasındaki artışla birlikte hareket etmez. Çünkü abartılmış (fiktif) karlar olup, sulandırılmıştır.<sup>303</sup>

#### **3.4.2.Hisse Senetlerin Geri Alınması Şeklinde Kar payı Dağıtımı**

Son zamanlarda, şirketlerin hisse senetlerini geri almaları artmaktadır. Hissedarlara kar payın tamamı nakit olarak dağıtıldığına bakıldığında, hisse senetlerin geri alma payı, nakdi kar payı dağıtımı ve gelirlerle ilgili nakit karşılığı hisse senetleri geri alma teklifleri dağıtımları geniş bir şekilde yer almış değildir. Hisse senetlerin geri alınması daha çok şirketin yeniden

<sup>301</sup>Mao, a.g.e., s.341-343.

<sup>302</sup>Barker, C. A.; "Evaluation of Stock Dividends", Harvard Business Review, July-August 1958, S. 99-114.

<sup>303</sup>Weston; a.g.e., S. 754-755.

yapılanması durumunda kullanılır.<sup>304</sup>

Şirketler, hisse senetlerini geri alma tekliflerini ilan ettiklerinde çarpıcı olarak hisse senetlerinin piyasa değerleri artar. Artışların büyüklüğü gelecek kazançlar hakkında gizli bazı bilgilerin açıklanmasının mantıklı bir sonucu olarak görülür. Aynı endüstrideki diğer şirketlerin hisse senetlerinin fiyatlarına yapılan etkiye ait bilgilere ve yatırımcıların şirket hakkındaki bilgilerine, hisse senetleri geri alma metoduna, fiyatına ve zamanına ait bilgilere geri alma tekliflerine ait bilgileri de ilave etmek gerekir.<sup>305</sup>

Teoride hisse senetlerinin geri alımları ve endüstrideki rekabet ortamı arasında ilişkinin olduğu kanıtlanmıştır. Bu ilişki sermaye yapısı kararları ve mamul piyasa koşulları arasında bir bağ olarak son teorik çalışmalarda çok güçlü bir şekilde ortaya konulmuştur. Örneğin; Titman(1984), Brander and Lewis(1986) ve Maksimovic (1988), şirketlerin borç/öz sermaye oranındaki stratejik değişmelerle rekabetin etkilenebileceği modeller geliştirmişlerdir.<sup>306</sup>

Çıkarılan hisse senetlerinin bir kısmı geri alınırsa, piyasadaki hisse senedi azalmakta, dolayısıyla hisse başına düşen kar artmaktadır.<sup>307</sup> Geri alımlar şirketin gelecek yıllardaki kazancını etkilemediği kabul edildiğinde, kalan hisse senetlerinin her birinin kazancı artacak; sonuçta her hisselerin piyasa fiyatı

<sup>304</sup> Van Horne; a.g.e., S. 329.

<sup>305</sup> Hertz, Michael G.; "The Effects Of Stock Repurchases On Rival Firms", The Journal Of Finance, Vol.XLVI, No. 2, June- 1991, S. 707.

<sup>306</sup> Masulis, R.; "Stock Repurchases By Tender Offer; An Analysis of The Causes Of Common stock Price Changes", Journal Of Finance 35, S. 310-315.

<sup>307</sup> Bayar, Doğan; Nurhan Aydın, a.g.e. S. 291-292.

yüksek olacaktır. Geri alımların sonunda sağlanan sermaye kazançları kar payı dağıtımının yerine geçmiş olacaktır.<sup>308</sup>

### 3.5.2.1.Geri Alma Metodu

Geri alma metodunun üç temel prensibi vardır. 1- Bir sabit fiyatta hisse senetleri alma teklifinin yapılması, 2- Alıcı çıkıncaya kadar fiyatların indirildiği noktadaki alma teklifinin yapılması, 3- Açık piyasadaki geri alımlar. Michael J.Brennan ve Anjan V.Thakar, şirketin kar payı dağıtma teorisini geliştirmiştir. Nakit olarak ödenen kar payları küçük dağıtımlarda tercih edilebilecektir. Halbuki geniş kar payı dağıtımlarında geri alımlar daha fazla tercih edilmektedir.<sup>309</sup>

Sabit fiyatta alma teklifi yönteminde, şirket bir taban fiyatta hissedarların çoğu hisselerini almayı düzenli bir teklifle yapar. Yani şirket hissedarlara belli bir fiyatta hisse senetlerini geri alma teklifi verir. Bu teklifler belirli prosedürle yapılır. Teklif edilen bu fiyat cari piyasa fiyatın üstündedir. Hissedarlar şirkette teklif edilen bu fiyatta, ellerindeki hisse senetlerini ya satacaklar ya da tutmaya devam edeceklerdir.<sup>310</sup> Şirketin hisse senetlerini geri alma teklifleri ve hissedarların davranışları iki veya üç hafta içerisinde sonuçlanır. Bu sürenin sonunda şirket teklif edilen hisse senetlerin tamamını veya hissedarlar, satmayı kabul ettikleri hisse senetleri geri almayı tercih edecektir.

Alıcının ortaya çıkıncaya kadar fiyatların düşürüldüğü alma teklifi yönteminde, hissedarlar hisse senetlerini belirli bir fiyatta satmaya hazır hisse sayısını şirkete sunma fırsatını verirler. Şirket

<sup>308</sup>Weston, a.g.e., S.755-756.

<sup>309</sup>Brenan, Michael J.; Anjan V.Thakar, "Shareholder Preferences and Dividend Policy", Journal of Finance, (September 1990), S. 93-101 ve Van Horne, a.g.e., S. 329-330.

<sup>310</sup>Van Horne, a.g.e., S. 329.

ise belirli hisse sayısını maksimum ve minimum fiyatta geri almayı beklemektedir. Bu yöntemde belirlenen minimum fiyat cari piyasa fiyatının üstündedir. Şirket geri almayı teklif ettiği hisse senetleri, hissedarların kabul ettiği fiyatları düşükten yükseğe doğru düzenler. Belirlenen hisselerden düşük fiyattakilerin geri alınması belirlenir.

Belirlenen fiyat veya fiyatlarda hissedarlara hisse bedelleri ödenir. Şirket almayı ilan ettiği hisseleri, şirket açısından avantajlı görmesiyle bu fiyattan ödeme yapar.<sup>311</sup>

Sabit fiyatta alma teklifi yönteminde ise, şirket bir sonraki geri alma fiyatını bulmaz. Sabit bir fiyat belirleyip bu fiyattan teklif yapılır.

İlk her iki yöntemde de teklif edilecek hisse sayısı kesin değildir. İkinci yöntemde belirlenen minimum fiyat, sabit fiyatta alma teklifi yönteminde de cari piyasa fiyatının üstündedir. Büyük şirketler, daha çok ikinci yöntemi kullanırlar. Buna karşılık küçük şirketler ise, sabit fiyatta alma teklifini tercih ederler.

Hisse senetlerini geri alma yöntemlerinden üçüncüsü olan açık piyasada geri alımlarda, şirket diğer yatırımcıların hisse senetlerini aracından aldığı gibi alır. Hisse senedi alımında aracı kişiye kurum harcı görüşülerek belirlenir. Ancak aracının hisse senedi ve döviz komisyon yönteminde, şirketin verdiği tekliflerin tarzında bir kısıtlama olabilir. Sonuçta kısıtlı olmasına rağmen geri alımlar yapılmaktadır. Bu yöntemde şirketler, hisse senedi aradığında kendi tekliflerine uygun hisse senedi bulmak daha kolay olmaktadır.

<sup>311</sup> Aynı, S. 329-330 ve Weston, Brigham; a.g.e., S. 757.



Daha önceden de belirtildiği gibi, hissedarlar şirketin faaliyetlerinde, amaçlarından haberdar oldukları zaman şirket hisse senetleri geri alabilir. Şirket geri alımlardan önce hissedarlara geri alımın amaçları ve teklifleri ilan etmelidir. Bunun dışında herhangi bir şekilde hisse senetlerini geri almaları çok zorlaşır. Ayrıca geri alımdan dolayı her hissenin kazanç artışını bilmelidir.

Ülkemizde, bir şirketin kendi hisse senetlerini geri satın alma yoluyla kar payı dağıtmasına mevcut kanunlar izin vermemektedir. Sadece TTK'da çok farklı durumun ortaya çıkması halinde, şirketin hisse senetlerini geri alınmasına izin vermektedir. Ayrıca hisse senetlerini geri alarak sermayenin azaltılmasının da yasalarda mümkün olmadığı ve yine müsaade ettiğinde de sermaye azaltma işlemlerinin çok zaman ve masraf gerektirdiği görülmektedir.<sup>312</sup>

Akademisyenler ve pratikçiler hisse senedi fiyatındaki dalgalanma ve temeldeki değişmelere cevap olarak oransal etkileri bulmayı araştırmışlardır. Bunlara göre, potansiyel problemler, kar payı dağıtımlarının sınırlı verilerinden kaynaklanır. Hisse senetlerinin geri alımlarında büyük bir artışın olmasıyla nakdi ödemelerde de yüksek bir hız kazanır ve şirket yüksek nakdi ödemelerle karşı karşıya kalacaktır.<sup>313</sup>

<sup>312</sup>TTK. Md.396-398'e göre; A.Şirketlerin sermaye azaltma nedenlerinin belirlenen durumlarda olabileceği ve sermaye azaltılmasının sürekli hale getirilmesine izin vermemektedir.

<sup>313</sup> Luck, F. Ackert; "Stock Price Volatility, Ordinary Dividends, and Other Cash Flows To Shareholders", The Journal Of Finance, Vol. XLVIII, No. 4, September -1993. S. 1147, 1152.

### 3.5.2.2.Hisse Senedi Geri Alma Payı ve Etkileri

Son yıllarda çoğu şirketler hisse senetlerini geri almak suretiyle kar payı dağıtımına gitmektedirler.<sup>314</sup> Bunun yanında gelişmiş şirketlerde hisse senedi satışında bir azalma olmuştur.

Geri alımın gerçek etkisini ancak gelişmiş şirketlerde görmek mümkündür. Şirket yönetimi hisse senetlerin değerinin altında olduğuna ve ayrı ayrı tekliflerin olmayacağına inanırsa piyasada olumlu bir etki gösterir. Genelde, şirket yönetimi değer düşüklük derecesi hakkındaki görüşü, geri alım fiyatı, piyasa fiyatı üstündeki primi etkili olmalıdır.

Farklı deneysel çalışmalardan biri, Dann ve Vermaelen tarafından yapılmıştır. Bu araştırmacılar geri alma etkisini açık bir şekilde tespit etmişlerdir.<sup>315</sup>

Hisse senetlerin geri alınması, hisse senetlerin piyasa değerini etkilediği gibi şirkete ait tahvillerin değerini de etkiler. Eğer şirkete ait hisse senetlerin piyasa değerleri yüksek bir konumda ise ve geri alımlar hisse senedinin piyasa değerini değiştirmeyecekse gerekli fon ihtiyacını tahvil çıkararak sağlaması daha uygun olur. Dolayısıyla bir gelir transferi olmaktadır. Handjinicolaou ve Kalay (1984), tahvil verimlerini kar payı değişimleriyle analiz etmişlerdir. Çıkan sonuç ise, tahvil fiyatları kar paylarının artışlarıyla etkilenmediğidir. Buna karşılık kar payı

<sup>314</sup>ABD'de 1985 yılında Philips Şirketi 81 milyon hisse senedini 4.1 milyar dolar değerinde geri alma yoluna gitmiştir. Ayrıca, IBM, Coca-Cola, Good Year, Xerox ve bazı gelişmiş şirketler de hisse senetlerini geri almışlardır. Weston, Brigham; a.g.e., S. 756.

<sup>315</sup>Donn, Larry Y.; "Common Stock Repurchase; An Analysis of Returns to Bondholders and Stockholders, Journal of Financial Stock Repurchases and Market Signalling and Managerial Incentives", Journal of Financial and Quantitative Analysis, 19 June 1984, S. 163-182.

azalmalarına olumsuz tepki gösterirler.<sup>316</sup> Gelir transferi, tahvillerden hisse senetlerine veya hisse senetlerinden tahvillere olabilecektir.

Şirketlerde hisse senetlerinin geri alınmasında, hissedarların vergi durumları da etkilemektedir. Sermaye kazançlarında ve kar payı dağıtımlarında farklı vergi oranları kullanılmaktadır. Hisse senetlerin geri alınmasıyla yatırımcılara bir vergi avantajı sağlar. Geri alımdan kaynaklanan piyasa fiyatındaki artış sermaye kazanç vergisine bağlıdır. Halbuki kar payları normal gelir vergisi oranında vergilendirilir.<sup>317</sup> Bir hissenin geri alınmasıyla hissedar bir seçim yapar. Hissedar geri alma teklifini kabul eder veya reddeder. Bunun yanında nakit kar payı dağıtımlarında böyle bir seçme hakkı yoktur. Dolayısıyla ellerinde hisse senedi kalan hissedarların sermaye kazançlarında bir artış olamayacağı için bir avantaj da sağlamamaktadır. Hisse senedin geri alınmasıyla diğer hisse senetlerin değerlerinde bir artış olacağını söylemiştik. Bu artışı bir örnekle açıklayalım.

Bir şirketin bir yılda beklenen karı 4 milyar TL, çıkarılan hisse senedi sayısı 2 milyon ve hisse senedinin piyasa fiyatının ise 10.000 TL olduğunu kabul edelim. Bu şirket çıkardığı hisse senetlerin 100.000 adedini geri alarak hisse senedi sayısını 1.500.000'e düşürmüştür. Buna göre, kalan hisse senedinin piyasa değerini ve kazancının ne olacağını hesaplayalım;

$$\text{Cari Hisse Başına Kazanç} = \frac{4.000.10^6}{2.000.10^3} = 2.000. \text{ TL}$$

<sup>316</sup> Dhýllon, Upender S.; Johnson, Herb; "The Effect Of Dividend Changes On Stock And Bond Prices" The Journal Of Finance. Vol. XLIX No. 1, Mart- 1994. S. 281.

<sup>317</sup> Van Vorne, a.g.e., S. 332-333.

$$\text{Cari fiyat/Kazanç Oranı} = \frac{10.000}{2.000} = 5.\text{TL}$$

Çıkarılan Hisse senetlerinden 400.000 adedinin geri alınmasından sonra;

$$\text{Hisse başına kazanç} = \frac{4.000.10^6}{1.500.10^3} = 2.500.\text{TL}$$

Beklenen piyasa fiyatı = (cari fiyat/kazanç oranı)x(hisse başına kazanç)= 5x2.500=12.500 TL.

Piyasa fiyatındaki artış 12.500-10.000=2.500 TL'dir. Hissedar açısından örneğe bakıldığında, şirketin 2.500 TL nakden kar payı dağıtmasıyla 400.000 adet hisse senedini geri alarak hisse senedinin piyasa fiyatını 2.500 TL yükseltmesi aynı olmuştur. Her iki durumda da 2.500 TL'dir.

Ancak burada iki önemli etkenin değişmeyeceği kabul edilmiştir. Birincisi hisse senetleri 12.500 TL'den geri alınması, diğeri ise cari fiyat/kazanç oranının sabit olmasıdır. Bu varsayımlar kritik varsayımlar olduğundan hissedarlar açısından riskli olur.

Son yıllarda normal kar payı ödemeleri hissedarlara dağıtılan toplam nakdin yarısından az olmuştur.<sup>318</sup>

### 3.5.2.2.1.Hissedarlar Açısından Geri Satın Almanın Avantajları

Hisse senetlerin geri satın alınmasının ilan edilmesiyle yatırımcıları çoğu zaman olumlu etkiler. Çünkü geri alma yöntemi, şirket hisselerinin düşmesini yönlendirir. Şirket hisse senetleri geri almaya devam ettiğinde kazancın küçük bir yüzdesini kar payı olarak ödemeye devam edecektir. Teledyne şirketinin 1982 yılındaki hisse senedi değeri 4 dolardır. 1988'de 346 dolara

<sup>318</sup> Luck, F. Ackert; a.g.m., 1156.

çıkıştır. Bu şirket düşük oranda kar payı ödeyip değerini yatırımlarda veya hisse senedini geri alımlarda kullanmaktadır. Bu şirketin hissedarları bu politikadan çok memnun kalmışlardır.<sup>319</sup>

Hissedarlar, şirket hisse senetlerini geri almak istediklerinde satmayı veya ellerinde bulundurmamayı tercih edeceklerdir. Ancak şirket kar payı ödendiğinde hissedarlar kar payı almayı kabul ederler. Düşük nakdi kar payı ve hisse senetlerin geri alınmasıyla düzenli ve nakit kar payları yatırımcıları yönlendirir.<sup>320</sup>

### 3.5.2.2.Hissedarlar Açısından Geri Satın Almanın Dezavantajları

Hissedarlar kar payı almaları ve sermaye kazancı arasında kayıtsız olamazlar. Hisse senedin fiyatı geri alımlardan daha çok nakdi kar payları kazançlı olabilir. Nakdi kar payları hisse senedi değerleriyle tam bir bağlantı içerisindedir. Ancak cari alımlarda böyle değildir.<sup>321</sup>

Hisse senedi satan hissedarlar, geri alımla ilgili bilgiler, fiyat karışıklıkları ve şirketin gelecekteki başarısı ve durumu hakkında tam bilgi sahibi değildir.

Bir dezavantajda, şirket hisse senetlerin geri alımında çok yüksek fiyattan alabilir. Daha önce belirtildiği gibi üç farklı şekilde hisse senetleri geri alınmaktadır. Bazen hisse senetlerin geri alımı için teklif edilen fiyat belirlenen veya cari piyasa fiyatının üstünde olabilir. Geri alma işlemleri bittikten sonra fiyatlar düşebilir.<sup>322</sup>

<sup>319</sup>Weston, Brigham; a.g.e., S.757.

<sup>320</sup>Aynı, S. 757.

<sup>321</sup>Aynı, S. 758. ve, Van Horne; a.g.e.,S. 331.

<sup>322</sup>Weston, Brihgam; a.g.e., S.758.

### **3.5.2.2.3.Şirket Açısından Hisse Senedi Geri Satın Alınmasının Avantajları**

Şirket, hisse senedi piyasasından geri aldığı hisse senetlerin alımından sonraki kazançta ortaya çıkan artışın(eğer şirketin değerini veya şirketin karını arttırmış ise) bulunması gerekir.<sup>323</sup> Burada ortaya çıkan sonuç, geri almanın şirkete maliyeti veya karı ortaya çıkacaktır.

Kar payı dağıtımları kısa sürede caziptir. Ancak şirket nakdi kar payı ödemede isteksiz ise, nakdi kar payı ödenmez veya çok az ödenir. Şirket zorunlu ödemesi veya ayırması gereken yedek akçeler dışındaki kar payları ödemede serbesttir. Bu durumda kar paylarını kullanabilir.

Hisse senetlerin geri alınması, kazancın kullanılmasını veya hisse senetleri seçiminde hisse sağlayabilir. Şirket açısından kesin bir fon kaynağı teşkil eder.<sup>324</sup>

Şirket yöneticilerinin geri alma işlemlerini çok iyi bilmeleri ve şirketin büyük bir holding olması durumunda geri alımlar daha iyi tercihler yapılarak ve ödemeler için vergi faktörü kullanılarak hisse senetleri geri satın alınır.

### **3.4.2.3.4 Şirket Açısından Hisse Senedi Geri Satın Alınmasının Dezavantajları**

Geri satın alma yasal açıdan bazı riskleri içerir. Ulusal Gelir Servisi, geri satın almaların ilk amacının hissedarlara dağıtılacak kar paylarda ödenecek vergiden kaçınarak yardım edecek şekilde

<sup>323</sup> Lee, D. Scott; H. Mikkelson Wayne; M. Megan Partch; "Manager's Trading Around Stock Repurchases", The Journal Of Finance, Vol. XLVII, No. 5, December- 1992. S. 1947.

<sup>324</sup>Weston, Brigham; a.g.e., S. 758.

kurulduğundan, şirketi vergi ödemede gerektiğinde zorlayabilir.<sup>325</sup>

Şirket hisselerin fiyatını lehte kullanmasını bilmelidir. Hisselerin fiyatı yakın gelecekte, diğer hisse senetleri fiyatları şirketi bağlar. Dağıtılması beklenen kar payları, geri satın alımdan önce hisse senetleri fiyatlarında yükselme beklenirken, buna karşılık fiyatlarda bir düşme söz konusu olabilir. Böyle olunca şirketi ve hissedarları olumsuz etkiler.<sup>326</sup>

---

<sup>325</sup> Aynı; S. 759.

<sup>326</sup> Aynı; S. 759.

## DÖRDÜNCÜ BÖLÜM

### TÜRKİYE'DE KAR PAYI DAĞITIMI VE HİSSE SENEDİ DEĞERİNE ETKİSİNİN İNCELENMESİ İLİŞKİN BİR UYGULAMA

#### 4.1. ARAŞTIRMANIN AMACI VE YÖNTEMİ

Araştırmada kullanılacak şirketler ve izledikleri kar payı dağıtım politikasını etkileyen kriterler belirlenirken değişkenlerin tespit edilmesi gerekir. Amaç, ülkemizde izlenen kar payı politikasının yıllar itibariyle ve ülke genelinde olup olmadığını, kar paylarının dağıtımını, hisse senedi değerini ne ölçüde yönlendirdiğini ve hisse senedi değerleriyle kar payı dağıtım politikası arasında bir ilişkinin olup olmadığını ve ilişkinin derecesi hakkında bilgi vermektir.

Araştırma farklı iki yöntemle ele alınacaktır. Birinci yöntemde, şirketlerin finansal oranları, büyüme hızları, enflasyon ve diğer bazı kriterlerle bağlantı kurularak bir değerlendirme yapılacaktır. Bu daha çok ülkemizde, şirketlerin genel durumunu belirten değerlendirme aşamasını oluşturmaktadır.

Birinci yöntemde değerlendirme yapılırken tüm şirketlerin ortalamaları ele alınacaktır. Eğer ortalamalardan çok farklı veriler olduğunda bu şirketler ayrı ayrı değerlendirilecektir. Burada değerlendirme üç farklı yönde yapılacaktır. Şirketlerin ortalama kar payı dağıtım oranları yıllar itibariyle değerlendirecektir. Daha sonra şirketlerin ortalama büyüme hızları (yüzde olarak) GSMH ve tüketici fiyatları karşılaştırarak değerlendirme yapılacaktır. En son olarak da, son dört yılda, paranın bugünkü satın alma gücü ve enflasyonla şirket karları karşılaştırılacaktır.

İkinci yöntemde ise, şirketlerin hisse senedi değerleriyle bunu etkileyen değişkenler arasında bir ilişki kurulacaktır. Bu



yapılırken korelasyon ve regresyon yöntemleri kullanılarak izledikleri kar payı dağıtım politikası belirlenmeye çalışılacaktır.

Yapılan araştırmada, değişkenlerin ortalama etrafında normal bir dağılım özelliği gösterdiği kabul edilmiştir. Değişkenler arasındaki ilişkinin tespitinde tekli ve çoklu regresyon modeli kullanılmış ve sonuçlar t ve F testlerine tabi tutulmuştur. Önce bağımlı değişken,  $P_t$  değerleriyle bağımsız değişkenler arasında, ilk önce tek tek doğrusal regresyon modeliyle tespit edilmiş, sonra birden çok bağımsız değişkenin birlikte etkinin belirlenmesi için çoklu regresyon modeli kullanılmıştır. Değişkenlerin tutarları 30 şirkete ait rakamların toplamı katılmıştır. Ancak korelasyon ve regresyon yöntemi kullanılırken, hangi kriterlerin olacağı, varsayımların kabul edileceğinin incelenmesinde yarar vardır.

Sermaye piyasası araştırmalarında genellikle piyasanın etkin olduğu ve finansal değişkenlerin bilgi içeriği hakkındaki yeterli açıklamaların olduğu ve bu değişkenler açıklandığında fiyatlara tamamen yansyacağı kabul edilmektedir. Eğer piyasada hazır olan bilgiler fiyatlara tamamen yansıtılıyorsa, gelecek dönemdeki verimlerin cari dönemdeki kar tahmin hataları ile ilişkinin olmaması gerekmektedir. Bir başka deyişle karlar açıklandığında, yeni bilgiler fiyatlara tam olarak ve hızlı bir şekilde yansımalıdır. Eğer piyasa son derece etkili ise, yeni ve değiştirilmesi gereken bir bilgiye, fiyatları değiştirmek yönünde bir tepki veriyorsa, cari dönemde beklenmeyen karların ortaya çıkması ile gelecek yılın verimleri arasında bir ilişkinin bulunmaması gerekir.

Ancak verimlerin ve karların geçmiş ve gelecekteki kar veya verimleri arasında korelasyon olmadığını kabul etmek gerçekçi değildir.

Araştırmayı etkileyen faktörlerden biri de, finansal tabloların açıklanmasından sonra ortaya çıkan değişimlerin kullanılmadığıdır. Şirketler, finansal tablolarının içerdiği bilgileri, olayları, politikaları ve faaliyetlerinin sonuçlarını ilgili dönemin hemen arkasında ilan etmezler. Genelde üç- dört aylık dönemde gerçekleştirirler. Bu geçen dönemde önemli bir çok olay olabilir. Bu nedenle bir çok araştırmacı tarafından kullanılan ve bu etkileri dikkate almayan veya finansal tabloların temsil ettiği aralığın hemen sonundaki bir tarihte yayınlandıklarını kabul eden bir araştırma, hisse senedi verimleri ile beklenmeyen karlar ve kar payı dağıtımları arasındaki ilişkileri tamamen ortaya koyamayacaktır. Örneğin, şirketin pazar payını tamamen veya kısmen kaybetmesi, hisse senedin değerini ve gelecek karını düşürecektir. Şirket, eğer karın tamamını dağıtmamış ise veya kar payını ilan etmemiş ise düşük oranda kar payı dağıtmayı isteyecektir.

#### **4.1.1. Araştırma Yöntem ve Modelleriyle İlgili**

##### **Düzenlemeler**

##### **4.1.1.1. Varyans Değişimi**

Klasik regresyon yönteminin üzerinde kabul edilen varsayımlarda, ortaya çıkması beklenen hata paylarıdır. Özellikle değişmeyen varyans varsayımına göre hata paylarının dağılımı, X'in bütün değerleri için aynı kalmakta ve her bir hata payının varyansı, açıklayıcı değişkenlerinin bütün değerleri için değişmemektedir.

Ancak çoğu araştırmada, değişkenlerin değişmeyen varyans varsayımını sağlayabileceği beklenmemektedir. Hata paylarının, bağımlı değişkendeki ölçme hataları ve bazı değişkenlerin dahil edilmemesinde yapılan hataların bağımlı değişken üzerinde

yapabileceği etki dikkate alındığında, hemen hemen bütün araştırmalarda değişen varyansın ortaya çıkması muhtemel görünmektedir. Özellikle kesit bilgilere dayanan modellerde değişen varyansın olasılığının yükseldiği dikkate alındığında, hata payının varyansının zamanla değişeceğinin kabul edilmesi gerekir.

#### 4.1.1.2. Ardışık Bağımlılık

Klasik regresyon yönteminin bir varsayımı da, hata paylarının ardışık değerlerinin dönemsel olarak bağımsız olduğudur. Bir başka deyişle, hata payının herhangi bir dönemde aldığı değer, daha önceki herhangi bir dönemdeki hata payından bağımsızdır. Bu hata paylarının arasında korelasyonun olmamasını gerektirir. Ancak çoğu durumda, hata payları arasında bir korelasyon vardır.

Ardışık bağımlılığın (otokorelasyon) sebepleri arasında;

- a) dışlanmış açıklayıcı değişkenler,
- b) modelin matematiksel eşitliğinin yanlış kurulması,
- c) ölçme hataları

sayılabilir.

Ardışık bağımlılığın varlığı, parametrelerin etkinliğini ters yönde etkiler. Bu durumda, standart istatistiki anlamlılık testlerinin (T, F ve diğerleri) kullanımı ile istenen sonuçlar sağlanamaz.

Ardışık bağımlılığın belirlenmesinde bir çok test kullanılmaktadır.<sup>327</sup> Çalışmamızda, Durbin-Watson test istatistiği kullanılacaktır. DW'ın testinin belirlediği birinci dereceden

<sup>327</sup> Koutsoyiannis, A.; "Ekonometri Kuramı Ekonometri Yöntemlerinin Tanıtımına Giriş", Çev.: Ümit Şenesen, Gülay Günlük-Şenesen, V Teori Yayınları, Ankara 1989, S. 186-187.

ardışık bağımlılığı ortadan kaldırmak için, sık sık başvuru alan bir yöntem olan aşamalı yöntem ve aşamalı yöntemin ilk aşamasını oluşturan AR(1)'in uygulanması, çözüm için yeterli olmaktadır. Yönteme göre, önce regresyon denkleminin parametreleri tahmin edilir, sonra DW istatistiği hesaplanır. DW istatistiğini aşağıdaki formül ile hesaplayabiliriz.

$$d = \frac{\sum_{t=2}^n (e_t - e_{t-1})^2}{\sum_{t=1}^n e_t^2} \quad (4.1)$$

DW istatistiğinde elde edilen değer, ardışık bağımlılığın olduğunu göstermesi halinde,<sup>328</sup>

$$e_t = \rho e_{t-1} + v_t \quad (4.2)$$

denklemden  $\rho$  tahmin edilir. Daha sonra da bağımlı ve bağımsız değişkenler dönüştürülür.

#### 4.1.1.3. Çoklu Doğrusal Bağlantı

Ortaya çıkması muhtemel hatalardan biri de çoklu regresyon yöntemindeki hatalardır. Çoklu regresyon yönteminin sağlıklı bir şekilde işleyebilmesi için, açıklayıcı değişkenlerin kendi aralarında tama yakın veya oldukça yüksek ilişkileri içermemesi gerekir. Çoklu regresyon analizinde, değişkenler arasında yüksek bir biçimde karşılıklı bağlantının ortaya çıktığı durumlarda katsayı tahminlerini yorumlamak problem olmaktadır. Bu problem

<sup>328</sup> DW istatistiğine göre ardışık bağımlılığın varlığını tespit etmek için,  $k$  açıklayıcı değişkenlerin sayısını temsil eden DW tarafından hazırlanan tablodaki  $d_u$  ve  $d_l$  değerlerine bakılarak karşılaştırma yapılması gerekmektedir. Eğer  $d < d_l$  ise, birinci dereceden artı ardışık bağımlılığın varlığı kabul edilir. Eğer  $d < (4 - d_l)$  ise, birinci dereceden eksi ardışık bağımlılığın varlığı kabul edilir. Eğer  $d_u < d < (4 - d_u)$  ise, birinci dereceden ardışık bağımlılığın olmadığına karar verilir.

tahminlerini yorumlamak problem olmaktadır. Bu problem genellikle, çoklu doğrusallık olarak ifade edilir. Eğer değişkenler arasında bire yakın bir doğrusal bağlantı varsa, parametreler tespit edilemez duruma gelir.

Çalışmamızda zaman serisine dayalı veri kullanılmamakta ve gecikmeli değişkenlere yer verilmemektedir. Bununla birlikte, çalışmamızda çoklu regresyon yönteminin kullanılmasında herhangi bir problemin ortaya çıkacağı görülmemektedir. Çünkü, amacımız belirlenen değişkenlere göre, kar payı dağıtımı ile hisse senedi değeri arasındaki ilişkiyi bulmaktır.

İMKB'da hisse senetleri işlem gören şirketler, gerek bedelli, gerekse bedelsiz hisse senedi dağıtımını çok yapmaktadır. Bunların etkisini ortadan kaldırmadan yapılan çalışmalar hatalı sonuçlar verecektir.

#### **4.1.1.4. Hipotezler**

Türkiye'de 1991-1995 döneminde kar payı dağıtım politikasının hisse senedi değeri üzerinde etkili olduğu şeklindeki hipotez sıfır (ilişkinin olmadığı) ve almaşık (ilişkinin olduğu) hipotezler şeklinde açıklanmaktadır.

$$H_0 : \mu_1 = \mu_2$$

$$H_1 : \mu_1 \neq \mu_2$$

#### **4.1.2. Araştırmanın Varsayımları**

Araştırma, aşağıda belirtilen varsayımlar kabul edilerek yapılmıştır.

1- Hisse senedinin fiyatı, hissedarların gelecekte bekledikleri gelirlerin bugünkü değerlerine eşittir.

2- Şirketlerin gelecekteki nakit akımları ve beklenen nakit akımlarındaki değişmelerin bugünkü değere indirilmesinde kullanılan iskonto oranı, şirketler ve yıllar arasında farklılık

göstermemektedir.

3- Piyasa, şirketler ile ilgili olarak analize dahil ettiğimiz unsurlardan başka unsurlar dikkate alınmamaktadır.

4- Hisse senetlerin alış ve satışları süreklilik arz etmektedir.

5- Hisse senedi fiyatlarını yalnız başına bir kişi veya bir grup ve kurumun etkilemeyeceği kabul edilmiştir.

6- Şirketler, karın bulunması yöntemleri arasında herhangi bir fark yoktur. Karlar, şirket yöneticilerince ayarlanmamıştır.

#### **4.1.3. Türkiye'deki Genel Durum**

Türkiye'de şirketlerin kar payı dağıtım politikalarıyla hisse senedi fiyatları arasındaki ilişki, istatistiksel yöntemler kullanılarak şirketlerde kar payı dağıtım politikasının etkili olup olmadığı ve etki derecesi hususunda bir sonuca varılabilir. Ancak rakamlarla ifade edilemeyen ve kar payı dağıtımında zaman zaman etkili olan siyasi durumlar ve genel ekonomik durum, çalışmanın sonucunu tam vermemekte ve değerlerin yorumlanmasını zorlaştırmaktadır.

Özellikle ülkemizde son yıllarda çift rakamlı enflasyon olması, özelleştirmenin başlatılması, kısa sürede değişen hükümetlerin olması gibi nedenler şirketlerin uzun süreli yatırım, finansman ve kar payı dağıtım kararlarını zorlaştırmakta hatta bazen alınamamaktadır. Yıldan yıla değişen bilanço karları ve bunun dağıtılması yöneticilerin ve hissedarların kararlarını etkilemektedir. Şirketlerle kamuoyu arasındaki bilgi akışındaki kopukluk borsada hisse senetleri işlem gören şirketler bu sendromlardan kopmuş değillerdir.

Enflasyonun hisse senedi verimliliğini etkilediğini ve özellikle anonim şirket şeklinde kurulan bankaların sermaye yapılarında önemli değişiklikler yaptığı Fisher Hipotezi 6 banka

üzerinde uygulanarak ortaya çıkmıştır.<sup>329</sup> Beklenen hisse senedi nominal verimi ile beklenen enflasyon arasında pozitif ve doğru bir ilişki olduğu sadece bankalar için geçerliliğini korumuştur. Mali endeks verimleri ile enflasyon arasındaki ilişki istatistiksel olarak önemsiz bulunmuştur.

1986 yılının ortalarına kadar Türk şirketlerin finansman ihtiyaçları borçlanmayla yürütülmekte, yavaş yavaş sermaye piyasasındaki gelişmelerle farklı finansman yöntemlerine yönelmişlerdir. İstanbul Menkul Kıymetler Borsası'nın 1986 yılında açılmasıyla, şirketler borç/öz sermaye oranını, hisse senedi çıkarmak suretiyle özsermaye lehine çevirmişlerdir. Ayrıca finansman bonusu, leasing ve factoring işlemleriyle daha da genişlemiştir.

Bu ve benzeri nedenlerle analize tabi tutulan şirketlerin durumu genel ekonomik durumda bağlaştırılması gerekir. Ancak istatistiki olarak ifade edilecek değişkenlerin seçilmesi gerekmektedir.

---

<sup>329</sup>Doğukanlı, Hatice; "Enflasyonun Banka Hisse Senedi Verimi Üzerine Etkisi", Bankacılar Dergisi, Türkiye Bankalar Birliği Yayını, S.14, Temmuz 1994, S. 30-35.

#### 4.4. ARAŞTIRMA KONUSU ŞİRKETLER VE ŞİRKETLERİN FİNANSAL YAPILARI

Araştırma kapsamına 30 anonim şirket alınmıştır. Söz konusu şirketlerin hisse senetleri İMKB'nda işlem görmektedir. Şirketlerle ilgili bilgiler İMKB Haftalık Bülten ve Aylık Dergisi, yıllık faaliyet raporları, Banka ve Ekonomik Yorumlar Dergisi, İstanbul Sanayi Odası Dergisi, Ekonomist Dergisi ve diğer bazı dergilerden alınmıştır. Araştırma 1991-1996 yıllarını içermektedir.

Şirketlerin incelenmesinde şirketlere ait öz sermayeleri, ödenmiş sermayeleri, kaynak yapıları, karları, karlardaki büyüme hızları ile genel ülke büyüme hızları, verimleri ve karlılık oranları kullanılarak 500Büyük Firma ile İMKB'nda işlem gören 30 şirket karşılaştırmalı olarak değerlendirilmiştir.

##### 4.4.1. Şirketlerin Ödenmiş Sermayeleri

**Tablo. 4.1. Şirketlerin Ödenmiş Sermayeleri**

SIRA NO	ŞİRKET ADI	ÖDENMİŞ SERMAYE (MİLYON)	
		1995	1996
1	AKÇİMENTO	253.968,75	253.968,75
2	ANADOLU CAM	294.208,2	3.805.157
3	ARÇELİK	4.500.000	6.750.000
4	BOLU ÇİMENTO	1.490.533,36	2.489.190.711
5	BRİSA	1.063.125	1.063.125
6	ÇİMSA	280.800	1.404.000
7	ÇUKUROVA ELEKT.	500.000	500.000
8	DÖKTAŞ	240.000	480.000
9	ECZACIBAŞI YAT.	241.920	400.000
10	EGE GÜBRE	216.000	2.128.291,2
11	EREĞLİDEMİRÇELİK	6.336.000	6.336.000
12	GOD-YEAR	534.125	534.125
13	GÜBRE FABRİKALARI	576.000	576.000
14	GÜNEY B.	482.328	844.074
15	HEKTAŞ	453.000	928.000
16	KARTONSAN	1.620.000	1.620.000
17	KOÇ HOLDİNG	6.000.000	10.000.000
18	KOÇ YATIRIM	585.000	821.427,75
19	MAKİNA TAKIM	746.752,5	746.752,5
20	MARSHALL	725.000	725.000
21	MİGROS	360.000	540.000



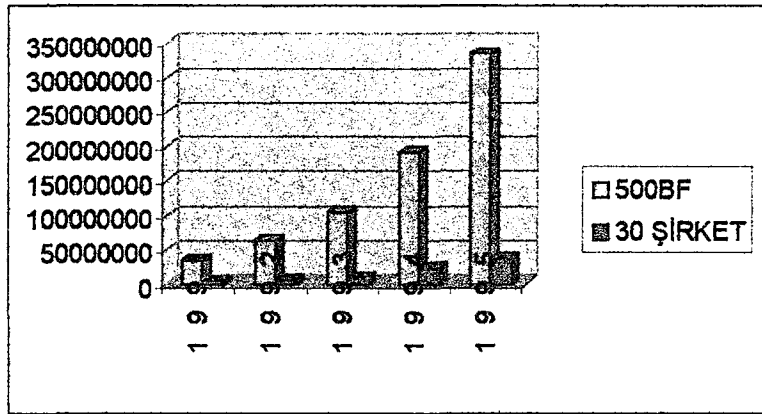
22	OTOSAN	1.320.000	1.320.000
23	PETROL OFİSİ	2.520.000	2.520.000
24	PINAR SÜT	218.7000	984.150
25	SARKUYSAN	567.000	1.134.000
26	TELETAŞ	200.000	1.000.000
27	TÜRK DEMİRDÖKÜM	1.000.000	1.500.000
28	TÜRK SIEMENS	504.000	504.000
29	TÜRKİYE ŞİŞE-CAM	2.300.000	5.600.000
30	YASAŞ	324.000	324.000
<b>TOPLAM</b>		<b>36.452.460,81</b>	<b>57.831.259</b>

Şirketlerin 1995 ve 1996 yılı ödenmiş sermayelerine bakıldığında, 1996 yılında 1995 yılına göre yaklaşık %59 oranında bir artış olmuştur. Şirketlerin ödenmiş sermayelerinin biriktiği gruplara bakıldığında, 1995 yılında en fazla %37.7 ile 0-400 milyarda olduğu, 1996 yılında ise en fazla üç grupta toplanmıştır. Bu yılda 400- 1.200 milyar arasında %46.6 ve 2.800. Milyar ve fazla ödenmiş sermayesi bulunan şirketlerin toplam içindeki payı yine % 23.3 olmuştur.

**Tablo 4.2. Ödenmiş Sermayeler**

YIL	500 BÜYÜK FİRMA	30 ŞİRKET	30 Şirketin 500 BF İçindeki Payı %
1991	35.120.620	4.328.953	12.3
1992	64.137.282	5.486.928	8.6
1993	103.432.769	9.989.780	9.7
1994	190.239.863	23.114.060	12.1
1995	334.239.643	36.452.460	10.9

**Grafik.4.1. BBF ve 30 Şirketin Ödenmiş Sermayelerinin Karşılaştırılması**



1995 Yılında, BBF'nin öz sermayesi bir önceki yıla göre cari fiyatlarla yüzde 88.4 oranında artmıştır. Bir önceki yıl ise öz sermayede artış oranı 134.2 düzeyinde idi. Öz sermaye artış hızı, 1995'de cari fiyatlarla bir önceki yıla göre yavaşlamıştır. Bu yavaşlamada, yeniden değerlendirme oranının daha düşük belirlenmesinin yanı sıra tanım değişikliği, 1994 yılı öz sermayesinin dönem karını kapsamamasına karşı 1995 yılı öz sermayesinin dönem net karını içermesi de etkili olmuştur.

Genelde ortaya çıkan etki, yeniden değerlendirme ve sermaye piyasasında halka açık anonim şirketlerin, en az sahip olması gereken tutarda yapılan değişiklikten ve dönem karının eklenmesi veya eklenmemesinden kaynaklandığı görülmektedir.

**4.4.2. Şirketlerin Kaynak Yapılarındaki Değişmeler**

BBF'nin kaynak yapısı 1991 yılında dönem karı dahil yüzde 29.5 öz sermaye, yüzde 70.5 yabancı sermaye şeklinde iken 1995 yılı sonunda yüzde 38.9 öz sermaye, yüzde 61.1 yabancı sermaye şeklini almıştır. Şirketlerin finansman yapılarında öz sermayenin payı artarken yabancı sermayenin payı azalmıştır. 1995'te şirketlerin öz sermaye artış hızı cari fiyatlarla bir önceki yıla göre

yavaşlamıştır. Bu yavaşlama yeniden değerlendirme oranının daha düşük belirlenmesi ile birlikte tanım değişikliği, 1994 yılı öz sermayesinin dönem karını içermesine karşı, 1995 yılı öz sermayesinin dönem karının kapsamı etkili olmuştur. Yeniden değerlendirme dönem karları hariç öz sermaye artışı yüzde 110.5'dir. 1995 yılı sonu itibariyle öz sermayenin yüzde 34.5'ni ödenmiş sermaye, yüzde 57.5'ini değerlendirme fonu oluşturmakta, oto finansmanın payı ise yüzde 8.0 olarak hesaplanmıştır. 1995 yılı sonu itibariyle, ülke genelinde yedek akçeler, dağıtılmamış karlar ve yedek akçe benzeri karşılıklar dönem net karı eksi birikmiş zararlar şeklinde hesaplanan oto finansmanın payı düşük düzeyde bulunmaktadır. Oto finansman katkısının düşük olmasının başlıca nedeni kamu işletmelerinin 1991-1994 döneminde büyük miktarda zarar etmeleriyle birlikte, özel anonim şirketlerin zaman zaman yedek akçelerini ödenmiş sermayelerine eklemeleri de daha önemsiz olmakla beraber, diğer bir nedendir.

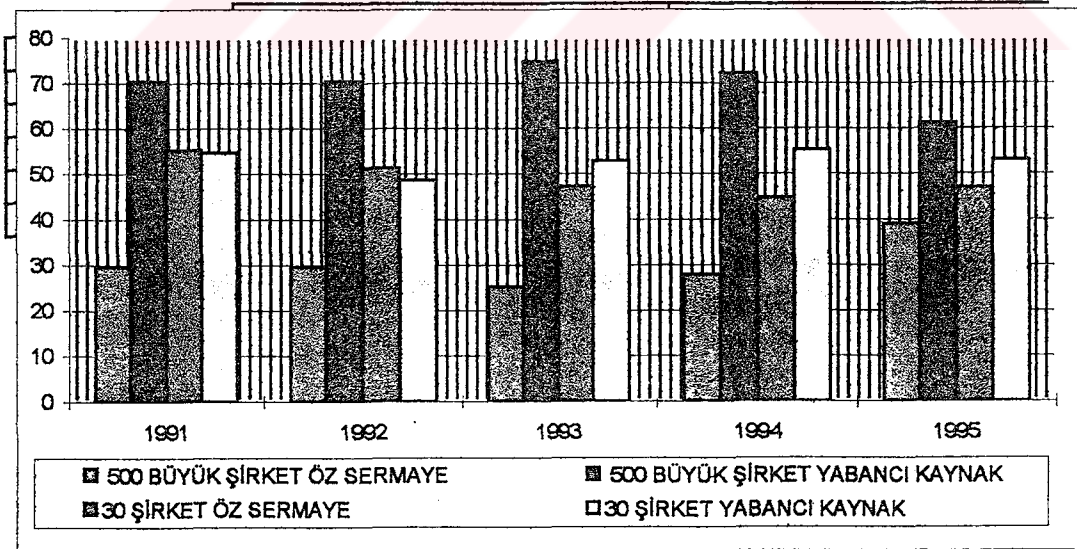
Araştırma dahilindeki şirketlerin kaynak yapılarına bakıldığında ise, öz sermayelerinin daha az olduğu, buna karşılık daha fazla borçlandıkları görülmektedir. Ancak son yıllarda sermaye piyasasının gelişmesiyle birlikte genelde öz sermayenin toplam içindeki payı artmıştır. 1991 yılında öz sermayenin toplam aktifler içindeki payı yüzde 55.3 öz sermaye, yüzde 44.7 yabancı sermaye iken, 1995 yılında, yüzde 47.0 öz sermaye, 53.0 yabancı sermaye şeklini almıştır. 1995 yılında öz sermayenin payı düşmesine rağmen BBF'ninkinden yüksek olmuştur. 30 şirketin sermaye payları yüzde 50 civarında seyrederken BBF'nin sermaye paylarında ise yabancı sermaye sürekli öz sermayenin üstünde kalmaktadır.

**Tablo.4.3. Öz Sermaye Ve Yabancı Kaynak****Tutarları(Milyon)**

YIL	500 BÜYÜK FİRMA		30 ŞİRKET	
	ÖZSERMAYE	YABANCI KAYNAK	ÖZSERMAYE	YABANCI KAYNAK
1991	59.102.465	141.002.871	10.538.257	8.551.963
1992	97.290.438	231.967.563	16.552.275	15.720.580
1993	152.273.047	452.583.815	27.643.534	30.865.297
1994	356.619.217	920.801.111	59.993.540	74.091.020
1995	968.493.435	1.523.574.254	36.452.460	135.619.665

**Tablo.4.4. Öz Sermaye ve Yabancı Kaynak Oranları (%)**

	500 Büyük Şirket					30 Şirket				
	1991	1992	1993	1994	1995	1991	1992	1993	1994	1995
Öz Sermaye	29.5	29.5	25.1	27.9	38.9	55.3	51.3	47.2	44.7	47.0
Yabancı Kaynak	70.5	70.5	74.8	72.1	61.1	54.7	48.7	52.8	55.3	53.0

**Grafik.4.2. BBF Ve 30 Şirketin Öz Sermaye Ve Yabancı Kaynak****İlişkisi**

Öz sermayenin (dönem karı dahil) varlık finansmanındaki payı 1991-1995 dönemi gibi geniş bir zaman boyutunda incelendiğinde, Öz kaynak/Net Aktif toplamı oranının yüzde

29.5'den yüzde 38.9'a çıktığı görülmektedir. Yeniden değerlemeye karşın öz kaynağın varlık finansmanındaki payının azalması, öz kaynak yetersizliğinin bu dönemde göze çarpıcı hale geldiğini göstermektedir.

1991-1995 döneminde öz kaynak yapısında dikkati çeken gelişme, değer artış fonunun öz kaynağın giderek daha önemli bir unsuru haline gelmesidir. Kuruluşlara yeni bir kaynak sağlamayan değer artış fonu, şirketlerin öz sermayelerini görünürde artırmakta, son 10 yılda söz konusu şirketlerin kaynak yapısındaki dramatik değişmeyi ve öz kaynak yetersizliğini bir anlamda saklamaktadır.

1983-1989 yılları arasında 174 şirket verilerini kullanarak Rüya Kadrizade Eser tarafından yapılan çalışmada, karların kısa vadeli banka kredisini azaltmak ve dönen varlıkları artırmak için kullanıldığı, kar artışı karşısında orta vadeli banka kredisinin ve tahvillerin artması, orta vadeli borçlanmada karın önemli olduğunu açıklamaktadır. Ayrıca karlılığı yüksek olan şirketlerin daha az borçlandığı, büyük şirketlerin küçük şirketlere göre daha çok borçlanması sermaye artışında küçük şirketlerin dönen değerlerinin daha çok etkilendiği, küçük şirketlerin öz sermaye ile finansmanı tercih ettiklerini göstermektedir.<sup>330</sup>

Kısaca, 1995 yılında BBF'nin kaynak yapısı 1994 yılına göre değişiklik göstermiştir. Öz kaynağın payı dönem net karı dahil 1994 yılında yüzde 27.9 iken, 1995 yılında yüzde 38.9'a çıkmıştır. 1991-1995 döneminde şirketlerin kaynak yapısı incelendiğinde, mali yapının bir ölçüde bozulduğu, kaynaklar içinde öz kaynakların payı azalırken işletme dışı kaynakların payının arttığı görülmektedir.

<sup>330</sup> Eser, Rüya Kadrizade; İşletmelerin Finansman Kararlarının Ekonometrik Modeli ve Bir anket Çalışması, Sermaye Piyasası Kurulu. Yayın No. 26. Kasım 1990. Ankara. S. 70.

Şirketlerin sermaye yapısı kararını etkileyen faktörler araştırılırken, her şirket sermaye yapısını veriler ve politikalar çerçevesinde oluşturacaktır.

**Tablo. 4.5. 500 Büyük Ve 30 Şirketin Öz Kaynak Yapısı**

**[1991-1995 (%)]**

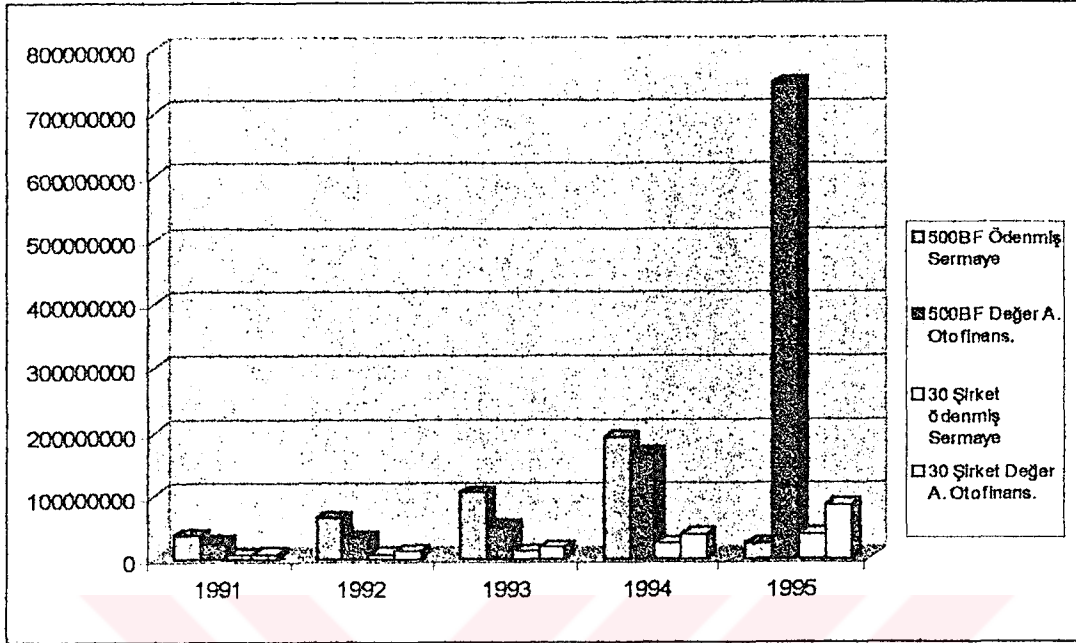
500 Büyük Şirket						30 Şirket				
Öz Sermaye	1991	1992	1993	1994	1995	1991	1992	1993	1994	1995
Ödenmiş Sermaye	59.4	65.9	67.9	53.3	34.5	41.1	33.1	36.1	38.5	30.3
- Kamu	59.4	72.2	72.2	56.8	35.2	-	-	-	-	-
- Özel	59.4	59.3	63.6	50.5	34.1	41.1	33.1	36.1	38.5	30.3
Değer Artış Fonu Ve OtoFinansman	40.6	34.1	32.1	46.7	65.5	58.9	66.9	63.9	61.5	69.7
- Kamu	41.6	27.8	27.8	43.2	64.8	-	-	-	-	-
- Özel	41.6	40.7	36.4	49.5	65.1	58.9	66.9	63.9	61.5	69.7

Not: (1) Eksiler ( ) içinde gösterilmiştir.

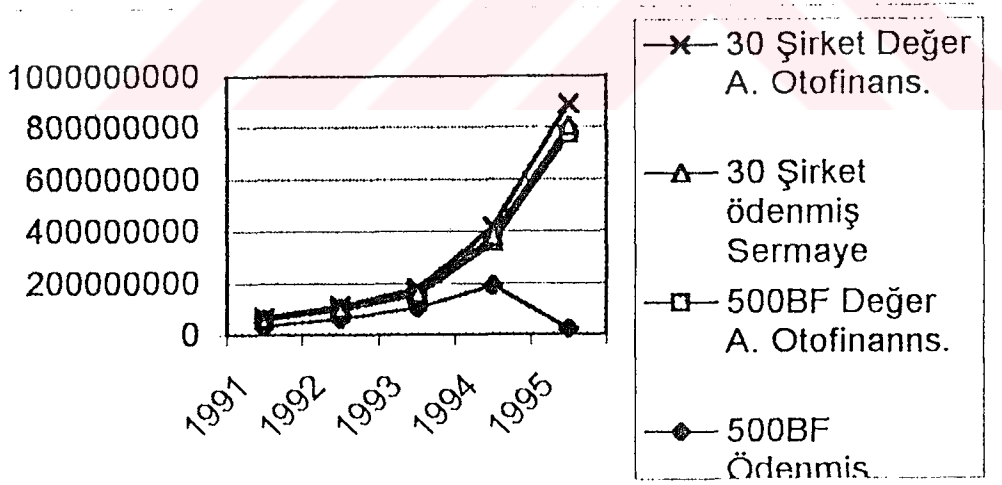
(2) Öz sermayeye değer artış fonundan ödenmiş sermayeye yapılan ilaveler dahildir.

(3) Oto finansman, yedek akçeler, dağıtılmamış karlar, yedek akçe benzeri karşılıklar ve dönem net karından birikmiş zararların indirilmesi ile bulunan tutarı göstermektedir.

**Grafik.4.3. BBF VE 30 Şirketin Ödenmiş Sermaye ve Değer Artış fonlarının Karşılaştırılması**



**Grafik.4.4. BBF VE 30 Şirketin Ödenmiş Sermaye ve Değer Artış fonlarının Karşılaştırılması**



Yukarıda BBF ve 30 şirketin ödenmiş ve değer artış fonu ve oto finansman ilişkisi farklı iki grafikte gösterilmiştir.

1995 yıl sonu itibariyle BBF'nin öz sermayesinin yüzde 34.5'ini ödenmiş sermaye, yüzde 65.5'ini değerlendirme fonu ve oto finansman oluşturmaktadır. 1995 sonu itibariyle BBF genelinde değerlendirme fonları, yedek akçeler, dağıtılmamış karlar ve yedek akçe benzeri karşılıklar dönem net karı eksi birikmiş zararlar şeklinde hesaplanan oto finansmanın payı düşük olmuştur.

BBF ve 30 şirketin 1995 yılı dışındaki yıllarda normal bir seyir izleyen ödenmiş sermaye, değerlendirme fonu ve oto finansman 1995 yılında, BBF için önemli bir değişiklik olmuştur. 1995 yılında değerlendirme fonu ve oto finansman yüksek oranda bir artış sağlamıştır. BBF içindeki gerek kamu ve gerekse özel şirketlerin ödenmiş sermaye oranı düşmüştür.

BBF'nin öz sermayesinin büyük ölçüde değerlendirme fonlarından oluştuğu, değerlendirme fonları şirketlere doğrudan fon girişi sağlamadığı, hesaba bulunan bir tutar olduğu dikkate alındığında, BBF'nin öz sermaye yapısının sağlıklı olmadığı, gerçek anlamda öz sermayenin sınırlı olduğu görülmektedir.

BBF kapsamındaki özel firmalarda değerlendirme fonlarından ödenmiş sermayeye yapılan eklemeler belirlenemediğinden, söz konusu firmalarda düzeltilmiş öz sermaye yapısı bilançolarda yer alan rakamlara göre hesaplanan oranlardan farklılık göstermektedir.

BBF genelinde değer artış fonunun öz kaynak içinde giderek büyük pay alması;<sup>331</sup>

- 1) İnceleme döneminde nakden sermaye artışlarının sınırlı kalması,

<sup>331</sup> Akgüç, Öztin; Türkiye'nin 500 Büyük Firmasının Finans Yapısı, İstanbul Sanayi Odası Dergisi Eki: 500 Büyük Firma, Yıl. Eylül-1996.S. 203-210.



2) Şirketlerin oto finansmanın gerek kar dağıtımı gerek uğranılan zararlar nedeniyle daralması,

3) Fiyat artış hızına bağlı olarak özellikle son yıllarda yeniden değerlendirme oranının yüksek belirlenmesinden kaynaklanmaktadır.

1990 yılından sonra oto finansmanın öz sermayeye katkısı, KİT zararları nedeniyle eksi olup bu negatif fark 1993 yılında yüzde 50.9 gibi dönemin en yüksek düzeyine ulaştıktan sonra 1995 yılında tanım değişikliğinin de etkisi ile yeniden artı yüzde 8.0'e dönüşmüştür.

#### **4.4.3. Şirket Karlarındaki Gelişmeler**

Türk sanayiinde 1994 yılında yüzde 6.2 düşüş gösteren üretimin 1995 yılında yüzde 8.7 büyüme göstermesi, şirketlerin karlarına yansımıştır. 1995 yılında özel sektör karlılığını yüksek düzeylerde koruyabilmiştir. Bu çok önemli bir durumdur. Bu karlılık 1994 yılındaki düzeyinin biraz altındadır. 1991 yılından bu yana artma trendi gösteren, satışların yüzdesi olarak bilanço karı, 1994 yılında yüzde 11.2 gibi bir düzeye ulaşmış, 1995 yılında ise, biraz düşmekle beraber yüksek bir düzey sağlamıştır.

Bir şirketin karı, sermaye sahipleri ve ortakları açısından önemlidir. Şirket faaliyetlerinin toplam ekonomi açısından değerlendirilmesinde ise önemli olan katma değerdir. Katma değer, şirketlerin milli gelire yaptıkları katkıyı gösterir. Şirketin milli gelire yaptıkları katkı çalışanlara yapılan ödemeler, ödenen faizler ve karın toplamıdır.

Son yılların krizi ortamında 500 Büyük Şirket büyümektedir. Avrupa ölçülerinde küçük olan şirketler, küçük kalmaya devam etmektedir.

**Tablo. 4.6. Şirketlerin Yıl Karları.**

S. No	ŞİRKET ADI	Yıl Karları (Milyon TL-Net)				
		1992	1993	1994	1995	1996
1	AKÇİMENTO	87.500	131.034	442.416	288.014	-
2	ANAD. CAM	16.847	44.731	161.647	153.595	328.300
3	ARÇELİK	588.565	1.118.954	1.107.368	3.010.177	8.705.597
4	B. ÇİMENTO	55.787	52.219	201.300	554.630	1.222.117
5	BRİSA	104.490	197.251	750.626	2.469.222	6.829.680
6	ÇİMSA	101.528	245.957	614.748	670.379	1.138.237
7	ÇUKUROVA E.	514.857	590.165	8.736	538.409	5.446.640
8	DÖKTAŞ	63.764	124.386	221.282	273.144	278.166
9	ECZACIB. Y	38.368	44.543	90.339	132.597	313.860
10	EGE GÜBRE	16.971	37.198	125.783	97.480	71.402
11	EREĞLİ D.Ç.	693.214	421.849	2.234.869	8.786.278	6.109.443
12	GOD-YEAR	79.925	271.504	795.566	1.855.422	3.722.772
13	GÜBRE F.	4.369	100.333	250.101	114.913	508.705
14	GÜNEY B.	37.686	95.404	260.492	434.383	587.915
15	HEKTAŞ	11.931	17.693	14.610	499.190	790.278
16	KARTONSAN	48.428	186.437	673.242	2.030.810	2.739.522
17	KOÇHOLDİNG	445.676	1.019.330	3.294.193	3.702.432	6.676.864
18	KOÇ YATIRIM.	106.253	176.059	374.170	267.745	-
19	MAKİNA TAK.	(11.406)	5.779	18.734	50.016	242.291
20	MARSHALL	53.315	95.732	275.494	328.128	1.103.582
21	MİGROS	40.933	82.728	395.144	716.101	1.345.346
22	OTOSAN	221.932	743.845	397.840	2.607.218	9.532.194
23	PETROL OFİSİ	546.913	1.171.665	2.924.574	4.027.689	10.575.635
24	PINAR SÜT	8.895	68.734	9.367	104.862	668.452
25	SARKUYSAN	70.100	117.760	563.269	884.608	1.623.815
26	TELETAŞ	63.091	(5.653)	(45.374)	552.445	1.705.621
27	T. DEMİRD.	152.111	284.596	55.742	371.859	968.314
28	T. SIEMENS	108.370	188.457	609.694	1.094.240	1.744.105
29	T.ŞİŞE-CAM	83.461	209.587	427.966	1.312.990	3.130.151
30	YASAŞ	24.434	72.123	215.515	65.250	885.980
	TOPLAM	4.378.128	7.910.400	17.469.453	36.994.226	78.994.984

Enflasyonun bu dönemde çift rakamlı olması ve özellikle 1994 yılı krizi şirketleri oldukça etkiledi. 1995 yılında ise, dönem karları geçen yıla oranla çok arttı. Çoğu şirketin 1995 yılı karları trilyonlarla ifade ediliyor. Bunların içerisinde bankaların büyük kısmı yer almaktadır. Son yıllarda, bankaların şirketlere kredi verme işlemleri azalmıştır. Şirketler daha çok borsanın kurulmasıyla öz sermayeyi büyütürken finansman ihtiyaçlarını

karşılamlıdır. Bankaların en büyük işlevlerinden olan kredi verme işlevi azalmıştır. Fakat bankalar da riski az, vergisiz veya düşük vergili ve devlet garantili olan Hazine kağıtlarını tercih etmektedirler.

#### 4.4.4. Kar Payı Ve Büyüme Hızlarındaki Gelişmeler

Türkiye’de şirketlerin kar payı dağıtım oranlarına bakıldığında, kar payı dağıtım oranları, hisselerin nominal değerlerine oranla ifade edilmektedir. Bilindiği gibi şirketlerin kar payı dağıtım oranlarına esneklik getirilmiş, yani kar payı dağıtılıp dağıtılmayacağı veya hangi oranda dağıtılacağı şirketlerin inisiyatifine bırakılmıştır. Bu nedenle yüksek tutarda kar elde eden şirketler olmakla beraber çok düşük oranda kar payı dağıtabilmektedirler.

30 şirketin net karları ve ödenen kar paylarının seyri, 1994’te net karlara yaklaşmakta ve 1995’te tekrar uzaklaşmaktadır.

Söz konusu dönemin Gayri Safi Milli Hasıla Büyüme hızlarına bakıldığında, 1994 yılı dışında ortalama 7.36 büyüme kaydedilmiştir. Ancak 1994 yılını kattığımızda ortalama 4’e düşmektedir. Yukarıda da bahsedildiği gibi, 1994 yılındaki büyüme hızının düşüşü şirket karlarına yansımıştır.

**Tablo. 4.6. Şirketlerin Dağıtılan Kar Payı Oranları ve**

#### **Büyüme Hızları**

S. No	ŞİRKET ADI	Dağıtılan Kar Payı Oranları (%)					Kardaki Büyüme Hızı (%)	
		1992	1993	1994	1995	1996	1995/94	1996/95
1	AKÇİMENTO	50	75	265	89	-	-34.90	-
2	ANADOLU CAM	15	25	60	39	29	-4.98	121.84
3	ARÇELİK	77	100	26	35	50	171.83	189.21
4	BOLU ÇİMENTO	28	13.25	27.8	31.44	41.65	175.52	554.630
5	BRİSA	32.5	62	33	110	322	228.96	176.59
6	ÇİMSA	85.5	220	740	115	39	9.05	69.79
7	ÇUKUROVA E.	100	120	10	130	967.65	6.063.11	911.26

8	DÖKTAŞ	67	90	60	62.5	50	23.44	1.84
9	ECZACIBAŞI Y.	30	25	50	-	-	46.78	136.7
10	EGE GÜBRE	5	50	200	37	28	-22.50	-26.75
11	EREĞLİ D.ÇEL.	40	9	24.66	65.26	45.37	293.15	-30.47
12	GOOD-YEAR	60	120	125	300	200	133.22	100.64
13	GÜBRE F.	1	20	20	10	40	-54.05	342.69
14	GÜNEY B.	40	55	85	60	55	66.75	35.34
15	HEKTAŞ	20.25	16.85	5.23	89.23	75.09	3.316.77	58.31
16	KARTONSAN	30	60	120	130	120	198.12	34.88
17	KOÇ HOLDİNG	35	75	65	15	15	12.39	80.34
18	KOÇ YATIRIM	100	110	100	30	15	-28.44	-
19	MAKİNA TAK.	-	-	2	6	25	166.98	384.43
20	MARSHALL	61	55	75	30	87	19.11	336.32
21	MİGROS	100	210	220	40	50	81.23	87.87
22	OTOSAN	114	400	25	100	401.08	555.34	265.51
23	PETROL OFİSİ	86.3	211.3	93.18	144.3	272.65	37.72	162.57
24	PINAR SÜT	27.88	136	10	120	56	1.019.42	536.52
25	SARKUYSAN	100	100	150	100	90	57.06	83.04
26	TELETAŞ	15	-	-	75	-	1.317.54	207.46
27	T.DEMİRDÖK.	80	90	6.5	25	50	567.11	160.40
28	TÜRK SIEMENS	60	65	100	100	200	93.42	24.56
29	T.ŞİŞE-CAM	11	10	17	50	50	206.80	138.40
30	YASAŞ	25	50	200	17	232	-69.72	1.224.4
	ORTALAMA	51.6	91.9	100.5	74.3	133.6	488.2	212.2

Tabloya bakıldığında, şirketlerin dağıttıkları kar payları, 1994 yılına kadar artan bir seyir izlemiş, 1995 yılında ise düşmüştür. Yukarıdaki grafikte, 1995 yılında dağıtılan kar payları eğrisinin çok düşüş göstermesinin nedeni bir önceki yıla ve bir sonraki yıla göre düşük kar payı dağıtmasından kaynaklanmaktadır. Nedeni ise, 1993 ve 1994 yıllarında bazı şirketlerin (Çimsa, Ege Gübre, Migros, Otosan) çok yüksek oranda kar payı dağıtmaları olmuştur. Bir sonraki yılda ise, %300-500'lere varan kar payı dağıtım oranı düşmüştür. Ayrıca bazı şirketlerin karı 1995 yılında 1994 yılına göre düşüş göstermiştir. (Anadolu Cam, Ege Gübre, Gübre Fabrikaları, Yasaş, Koç Yatırım) 1992 yılında şirketler, net karların %49.88'ini hissedarlara kar payı olarak dağıtırlarken, 1993'te bu %85.78 ve 1994'te %97.179'a çıkmıştır. 1995 yılında %74.3 oranında kar payı dağıtımı yapılmıştır. 1995 yılının karı 1994 yılına göre ortalama %448.2 oranında bir artış kaydetmiştir. Bu artış hızı

ortalama olarak çok yüksek bir rakamdır. 1996 yılında şirketlerin karlarında bir önceki yıla göre ortalama %212.2 oranında bir artış olmasıyla birlikte dağıttıkları veya dağıtmayı düşündükleri ortalama kar payı oranı ise 133.6 olarak gerçekleşmiştir. Burada daha önceki yıllarda biriken karların kar payların ve özellikle bazı şirketlerin çok yüksek oranda dağıtmasıyla ortalama dağıtılan kar payı oranı yüksek çıkmıştır. 1996 yılında Brisa, Çukurova ve Otosan'ın başarılarını yükselttikleri ve karlarını bir önceki yıla göre ise en fazla Yasaş %1.224,49 ve Çukurova %911,26 oranında artış sağlamıştır. Ortalamaya bakıldığında 1994 yılında şirketler, karların tamamına yakınıni dağıtmışlardır. Tamamını dağıtmalarının nedeni, bu yılda, ortalama karların büyüme hızındaki düşüşe bağlı olarak karların düşmesidir. 1994 yılı için, şirketlerin karlarında azalma olmasına rağmen, hissedarlarına biraz olsun kar payı dağıtmak ve istikrarlı kar payı dağıtım politikasını uygulamaktır.

1995 yılında bu şirketlerin ortalama karlarındaki artış 500 Büyük Firmanın sağlamış olduğu artışın çok üzerindedir. Araştırma dahilindeki şirketler ortalama %488.2 artış sağlarken 500 BBF sadece %95.9 artış sağlamıştır. Nedeni ise 500 BBF içerisindeki kamu şirketlerin düşük kar sağlamaları ve bazılarının yüksek tutarda zarar etmeleri görülmektedir.

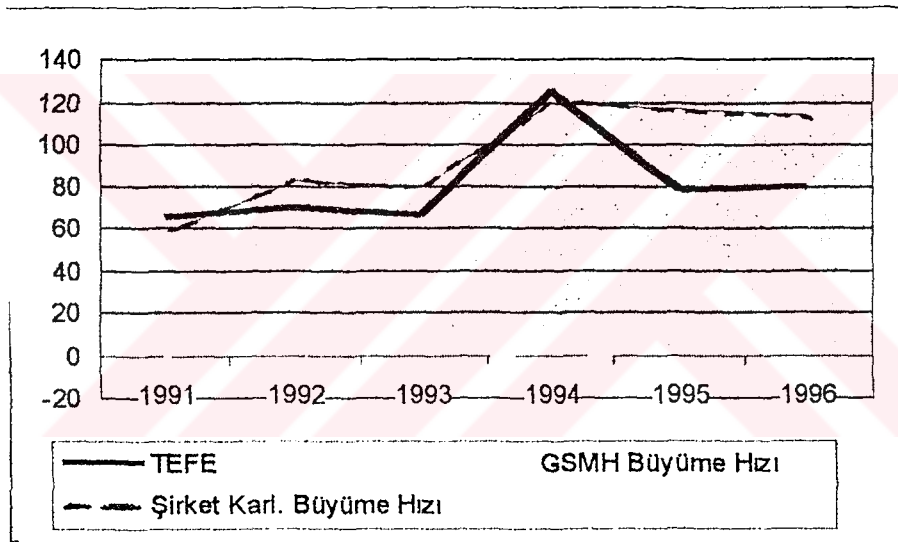
Genel olarak bakıldığında, ayrı ayrı şirketlerin istikrarlı kar payı dağıtım oranı izlemedikleri, ancak araştırma kapsamındaki şirketlerin ortalamasına bakıldığında istikrarlı bir kar payı dağıtım politikası izledikleri görülmektedir.

**Tablo. 4.7. Tüketici Fiyat Artışları ve Gayri Safi Milli Hasıla Büyüme Hızları İle Şirket Karlarındaki Büyüme Hızlarının Karşılaştırılması**

Yıllar	Tüketici Fiyatları	GSMH Büyüme Hızları (%)	Şirket Karlarındaki Büyüme Hızları (%)
1991	66.0	0.3	58
1992	70.1	5.9	82
1993	66.1	8.1	80
1994	125.5	-60	120
1995	78.9	8.1	117
1996	80.4	7.9	113.5

Kaynak: Capital Dergisi Mayıs 1996-97, Ekonomist Dergisi 22 Eylül 1996, (Hesaplamalar tarafımdan yapılmıştır.)

**Grafik.4.5. Şirketlerin, TEFİ Ve GSMH Büyüme Hızları**



Şirket karlarındaki büyüme hızları 1991 yılı hariç diğer yıllarda tüketici fiyatlarının üstünde seyretmiş ve tüketici fiyatlarına paralel bir seyir izlemiştir. GSMH'ya göre ise, şirket karlarında bu büyüme hızlarının çok üstünde bir büyüme hızı ortaya çıkmıştır. Yani, şirketler son altı yılda karlarını tüketici fiyatlarının üzerinde arttırmışlardır.

1994 yılında GSMH büyüme hızının sıfırın altına düşmesiyle, şirket karlarındaki ve tüketici fiyatlarındaki artıştan

dolayı aradaki fark açılmıştır. Birbirini ters yönde etkileyen iki değişken halini almıştır. Bu yılın dışında, büyüme hızı normal bir eğilim göstermiş, tüketici fiyatları ile şirket karları birbirine yakın bir seyir izlemektedir. Hata şirket karlarındaki artış tüketici fiyatlarındaki artışın üzerinde olmuştur.

#### 4.4.5. Şirketlerin Hisse Başına Dağıttıkları Kar Payları

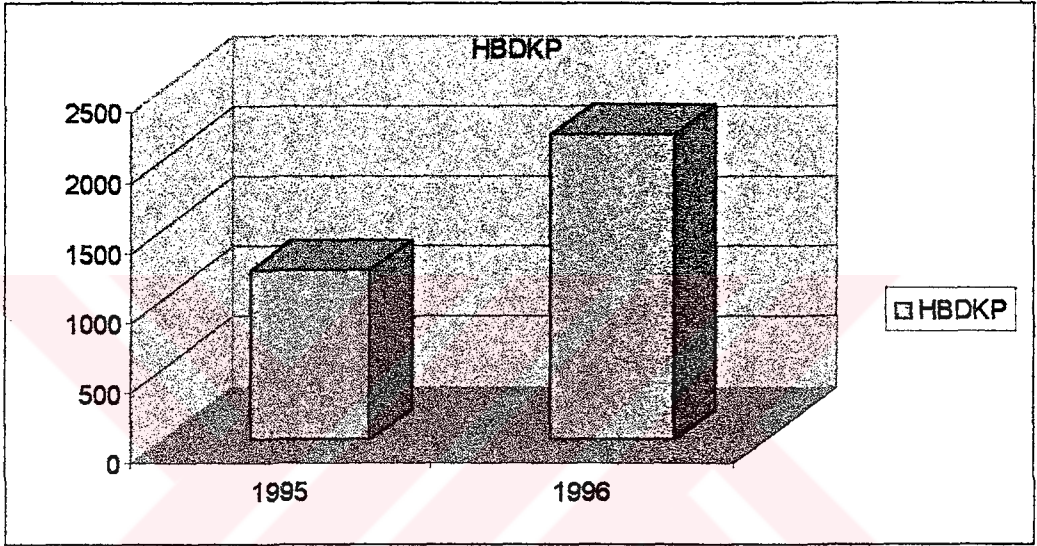
Şirketlerin hisse başına dağıttıkları kar paylarına bakılarak yapılan değerlendirme, yatırımcıların yıllar itibariyle dönem içerisinde elde edilen sermaye kazançlarına ilaveten şirket karından kendisine düşen payın alınması ikinci bir gelir kaynağını oluşturmaktadır. Ancak, Türkiye’de kar payı alma hakkının olduğu çoğu kişi tarafından bilinmemektedir. Bu da hisse başına dağıtılan kar paylarının hisse senedi fiyatını etkileme derecesi hakkında olumsuz bilgi vermektedir.

**Tablo. 4.8. Hisse Başına Dağıtılan Kar Payları.**

SIRA NO	ŞİRKET ADI	HBK 1995	HBK 1996
1	AKÇİMENTO	1.134,05	-
2	ANADOLU CAM	522,06	338,80
3	ARÇELİK	668,93	1.289,72
4	BOLU ÇİMENTO	372,10	490,97
5	BRİSA	2.322,61	6.424,15
6	ÇİMSA	2.387,39	810,71
7	ÇUKUROVA ELEKT.	-	10.893,28
8	DÖKTAŞ	1.138,1.	579,51
9	ECZACIBAŞI YAT.	548,10	784,65
10	EGE GÜBRE	451,30	330,56
11	EREĞLİ DEMİRÇELİK	1.386,72	964,24
12	GOD-YEAR	3.473,76	6.969,85
13	GÜBRE FABRİKALARI	434,20	883,17
14	GÜNEY BİRACILIK	900,60	696,52
15	HEKTAŞ	1.101,96	851,59
16	KARTONSAN	3.760,76	1.691,06
17	KOÇ HOLDİNG	617,07	667,69
18	KOÇ YATIRIM	457,68	-
19	MAKİNA TAKİM	66,98	294,96
20	MARSHALL	454,72	-
21	MİGROS	1.988,17	2.491,38
22	OTOSAN	1.975,17	7.221,36

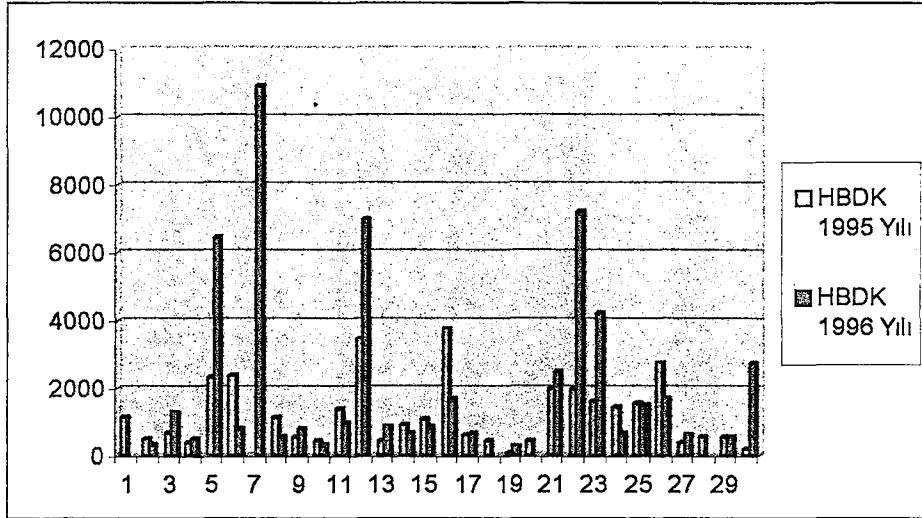
23	PETROL OFİSİ	1.598,29	4.196,68
24	PINAR SÜT	1.438,44	679,22
25	SARKUYSAN	1.560,16	1.491,94
26	TELETAŞ	2.762,23	1.705,62
27	TÜRK DEMİRDÖKÜM	371,86	645,54
28	TÜRK SIEMENS	548,01	-
29	TÜRKİYE ŞİŞE-CAM	570,87	558,96
30	YASAŞ	201,39	2.734,51
	<b>ORTALAMA</b>	<b>1.214,29</b>	<b>2.180,25</b>

**Grafik.4.6. Hisse Başına Dağıtılan Ortalama Kar Payları**



1995 yılında bir, 1996 yılında ise dört şirketin verisi eksik olduğundan ortalamaya 29 ve 26 şirketin ortalaması alınmıştır. 1995 yılının ortalaması 1.214,29 TL iken 1996 yılının ortalaması 2.180,25 olarak çıkmıştır. 1995 yılında, toplam 18 şirketin kar payları bu ortalamanın altında kalırken 1996 yılında toplam 19 şirketin hisse başına dağıttıkları kar ortalamanın altındadır. 1995 yılı ortalamasınının 1994 yılı ortalamasına yakın çıkması, şirketlerin her yıl sermaye artırımına gittiklerini göstermektedir.



**Grafik.4.7. Hisse Başına Dağıtılan Kar Payları**

Şirketlerin tek tek 1995 ve 1996 yılında hisse başına düşen kar payları yukarıdaki grafikte görülmektedir. 1995 ve 1996 yılında hisse başına dağıttıkları kar paylarında şirketlerin başarıları görülmektedir. Özellikle 1996 yılında, Çukurova Elektrik, Brisa, Good-Year, Migros, Otosan ve Petrol Ofisi şirketlerinde hisse başına dağıtılan kar paylarda çok büyük bir artış olmuştur. Bununla birlikte, Kartonsan gibi bazı şirketlerde de 1996 yılında 1995 yılına göre bir düşme olmuştur.

#### 4.4.6. Şirket Verimlerinin Karşılaştırılması

Hisse senedi yatırımlarında risk ve getiri yatırımcı için büyük önem taşımaktadır. Yatırımcıların ülke dışında hisse senedi alım satımıyla uğraşmalarının belirleyici unsuru olan çeşitlendirmenin toplam riski azaltma etkisi vardır. Piyasalar arasındaki risk getiri ilişkisi korelasyon katsayısı ile belirlenmektedir. Piyasaların tamamının birbiriyle olan getiri ilişkilerinin toplu olarak gösterilmesinde ise, korelasyon

katsayıları matrisinden yararlanılır.<sup>332</sup>

Son üç yılın verileri dikkate alınarak, 1994, 1995 ve 1996'da bir yatırımcının söz konusu şirketlere ve ortalamaya göre ne kadar verim elde ettiği hesaplanabilir. Elde tutma verimleri bir önceki yılın sonunda hisse senedine yatırım yapan ve cari yılın sonundaki verimi hesaplanmıştır.<sup>333</sup> Hesaplama:

$$r = \frac{(n \cdot P_t) - P_{t-1} + D - S}{P_{t-1} + S} \quad (4.3)$$

formülü ile hesaplanabilir.

r = verim,

n = Yılbaşında bir hisseye sahip olan yatırımcının yıl sonunda sahip olduğu hisse sayısı,

$P_t$  = Hisse senedinin 1994 yılı sonundaki fiyatı,

$P_{t-1}$  = Hisse senedinin 1993 yılı sonundaki fiyatı,

D = Yıl içerisinde elde edilen kar payı geliri,

S = Bedelli sermaye artırımları nedeniyle ödenen tutar.

**Tablo. 4.9. Şirketlerin Yıllık Verimleri.**

HİSSE	1992 Verim (%)	1993 Verim (%)	1994 Verim (%)	1995 Verim (%)	1996 Verim (%)
AKÇİMENTO	3.92	330.00	198,81	13,73	-
A. CAM	37.65	440.91	153,69	0,09	76.56
ARÇELİK	-17.43	371.19	43,27	-10,70	227.18
B. ÇİMENTO	-36.10	429.60	79,26	-12,70	149.21
BRİSA	7.88	595.00	70,81	132,00	236.27
ÇİMSA	-8.57	579.44	89,16	38,51	79.47
ÇUKUROVA E.	63.46	268.90	-42,44	291,00	236.67
DÖKTAŞ	-22.51	366.34	-7,80	7,21	202.71
ECZACIBAŞI Y	-54.63	235.76	-11,27	60,22	111.36
EGE GÜBRE	19.23	1.745.16	36,84	43,70	21.15
GOD-YEAR	79.73	467.24	14,24	95,87	225.0
GÜBRE FAB.	-17.65	1.067.50	33,00	-9,20	177.33
GÜNEY B.	75.77	196.50	38,01	358,34	42.42
HEKTAŞ	-12.41	358.43	164,08	74,74	38.93

<sup>332</sup> Dağlı, Hüseyin; Türkiye'nin Risk ve Getiri Açısından Gelişen Hisse Senedi Piyasaları Arasındaki Yeri, Sermaye Piyasası Ve İMKB Üzerine Çalışmalar: İşletme ve Finans, İstanbul Menkul Kıymetler Borsası, Kasım-1996. S. 21-22.

<sup>333</sup> Hisse başına kar payları 1995 yılı net karların hisse senedi sayılarına bölünmesiyle elde edilmiştir.

KARTON SAN	-26.67	790.00	65,00	-7,82	105.0
KOÇ HOL.	-15.43	492.42	14,53	12,26	265.72
KOÇ YAT.	-2.86	301.99	-11,25	-20,00	176.89
MAKİNA T.	-56.76	458.57	28,64	101,74	113.21
MARSHALL	83.78	397.43	88,88	126,13	45.76
MİGROS	198.71	476.47	-29,12	54,82	328.28
OTOSAN	50.96	723.26	86,48	-24,13	350.0
PETROL O.	-16.24	796.68	-42,98	114,20	220.46
PINAR SÜT	31.79	2.788.39	141,05	21,28	99.79
SARKUYSAN	-17.60	365.35	-27,50	15,52	62.11
TELETAŞ	-38.85	1.019.44	-3,81	33,61	124.29
T.DEMİRDÖK.	15.42	219.73	92,89	47,22	139.20
T. SIEMENS	47.06	215.10	45,49	127,53	143.14
T. ŞİŞE-CAM	-49.85	810.30	63,89	-2,95	275.0
YASAŞ	0.97	825.00	45,72	56,07	139.69
ORTALAMALAR	10.76	604.40	47.25	57.94	124.11

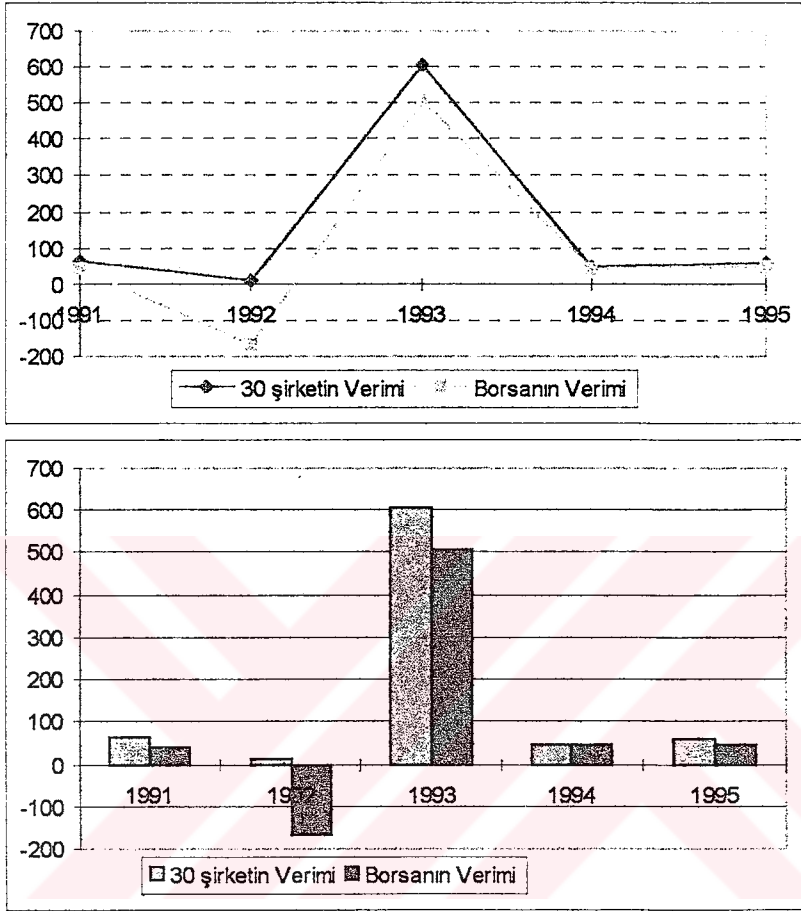
1994 yılında yatırımcısına zarar ettiren şirket sayısı 8 iken 1995'te 7 olmuştur. Her iki yılda zarar ettiren şirket sayısı ise sadece 1 şirket olup bu da Makina Takım 1994'te %11.25, 1995'te %20.0 ile zarar ettirmiştir. En yüksek verimi de 1994'te Akçimento %198,81 ve 1995'te Hektaş %358,34 verim sağlayarak yatırımcıları karlı çıkarmıştır.

**Tablo.4.10. 30 Şirket Ve Borsa Verimleri**

Yıllar	30 şirketin Verimi	Borsanın Verimi
1991	65.4	41.59
1992	10.76	-167
1993	604.4	505.8
1994	47.25	44.91
1995	57.94	46.84

Kaynak: İMKB Yıllık Raporları

**Grafik.4.8. Şirketlerin Ortalama Verimleri İle Borsa Verim İlişkisi**



30 şirketin ortalama verimi 1994'te %47,25 ile İMKB ortalama verimi %44.91 birbirine çok yakın olmuştur. %2.31'lik bir farkla yüksek çıkmıştır. 1995'te %11.1 verim ile İMKB'ndan yüksek çıkmıştır.

1991-1995 döneminde, şirket verimleri ile borsa verimleri birbirine yakın bir seyir izlemiştir. Borsa veriminin arttığı yıllarda 30 şirket veriminin de arttığı görülmektedir. Ancak 1992 yılında borsa verimi sıfırın altına düşerken 30 şirket verimi sıfırın üzerinde olmuş fakat düşük verim sağlanmıştır.

Dünya borsalarında en fazla görülen ve anomali olarak ifade edilen zayıf etkinlik veya teorik olarak desteklenemeyen

çalışmaların İMKB üzerinde denenmesiyle ilgili yapılan çalışma; hisse senedi fiyatlarında veya getirilerinde gözlemlenen aylık, günlük, mevsimsel ve genel trendlerin irdelenmesi ve araştırılmasına dayanmaktadır.<sup>334</sup>

Elde edilen sonuçlara göre, endeksin belli dönemlerde mevsimsel trendler gösterdiği, dolayısıyla geçmiş fiyat hareketleri kullanılarak gelecekteki fiyatların kısmen öngörülebilir olduğu, bu nedenle de İMKB'nın zayıf bir etkinlikle etkili olmadığı sonucuna ulaşılmıştır.

Dünya borsalarında görülen anomalilerin İMKB'nda olup olmadığına ilişkin yapılan testlerde:<sup>335</sup>

-Günlük getirilerin anomalilere ilişkin olarak; söz konusu dönemde en yüksek getirilerin cuma günleri, en düşük getirilerin ise pazartesi günleri gerçekleştiği belirlenmiştir.

-Aylık getirilerin anomalilerine ilişkin olarak; İMKB'nda diğer ülkelerdeki kadar güçlü olmasa da, ocak, haziran, eylül aylarında pozitif getiri, ekim ayında negatif getiri sağladığı sonucuna varılmıştır.

Grafikler, borsa endeksindeki gelişmelerin istikrarsızlığını açık olarak yansıtmaktadır. Ayrıca bu grafikteki gelişmeler yabancı yatırımcıların üye ülkelerin borsaları arasındaki yatırımları etkileyecektir. İMKB'da fiyat hareketlerinin birlik borsalarına göre çok canlı ve hareketli bir seyir izlediği açıktır. Avrupa borsalarında fiyat hareketleri daha durağan ve temel teknik analizlerin tahminlerine yakın gelişmektedir. İMKB'ndaki bu fiyat hareketlilik yapısı ise kısa vadede yüksek riskler ve getirileri taşımaktadır.

<sup>334</sup> Özmen, Tahsin; a.g.e. S. 135-136.

<sup>335</sup> Aynı eser. S. 137.

Kurumsal yatırımcıların yatırım stratejisi uzun vadeli yatırım olmaktadır. Ayrıca kurumsal yatırımcıların diğer piyasalarda çalışacakları aracı kurumlarda mali sağlamlık, hizmet arzında kalite, etkin bir takas sağlama ve emirlerin yerine getirilmesi gibi öncelikleri aramaktadır.

Yine kurumsal yatırımcıların diğer piyasalar ile ilgili etkin bir bilgi sağlayacak kurumsal ve etkin portföy yöneten şirketleri aramaktadır. Alt yapının güçlendirilmesi ve isteklerin karşılanması halinde vergi avantajları ile birlikte Türk Sermaye Piyasaları ve İMKB Avrupalı yatırımcılara yüksek getiri imkanı ile önemli bir piyasa sunacaktır.

Araştırma döneminde 500 Büyük ve 30 şirketin karlılık oranlarına bakılarak, birbirleriyle mukayese edilerek bir değerlendirme yapmak bize şirketlerin genel karlılığı hakkında bilgi verecektir.

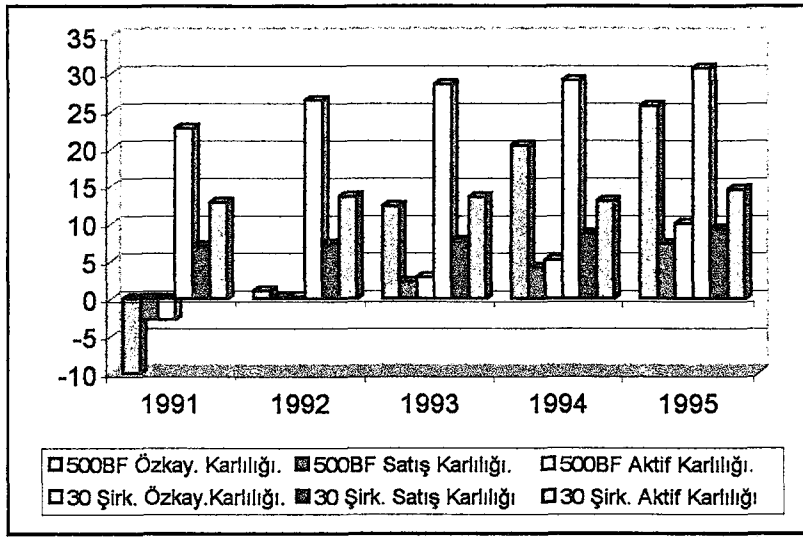
#### 4.4.7. Karlılık Oranları

#### 4.8.2. Karlılık Oranları (1991-1995 %)

Karlılık Oranları	500 Büyük Şirket					30 Şirket				
	1991	1992	1993	1994	1995	1991	1992	1993	1994	1995
Özkaynak Karlılığı	(10.0)	1.0	12.3	20.4	25.7	22.7	26.4	28.6	29.1	30.7
- Kamu	(44.5)	(38.2)	(32.2)	(20.1)	10.5	-	-	-	-	-
- Özel	24.8	42.3	56.4	54.3	36.1	22.7	26.4	28.6	29.1	30.7
Satış Karlılığı	(2.8)	0.2	2.2	4.1	7.3	7.0	7.3	7.7	8.6	9.2
- Kamu	(15.3)	(10.1)	(7.7)	(4.6)	3.7	-	-	-	-	-
- Özel	5.7	7.2	8.1	9.8	9.2	7.0	7.3	7.7	8.6	9.2
Aktif Karlılığı	(2.8)	0.3	2.8	5.1	10.0	12.8	13.6	13.5	13.0	14.5
- Kamu	(11.3)	(10.0)	(7.2)	(4.4)	3.8	-	-	-	-	-
- Özel	7.5	12.0	12.9	15.1	14.8	12.8	13.6	13.5	13.0	14.5

Kaynak: İso Dergisi ve İMKB Dergisi (Hesaplamalar Tarafından yapılmıştır.)

### Grafik4.8. Şirketlerin Karlılık Oranları



1995 yılında BBF kapsamına giren şirketlerin 443'ü yüzde 88.6'sı kar elde ettiklerini açıklarken, 57'si yüzde 11.4'ü zarar ettiklerini açıklamıştır. Karlı olduklarını bildiren 443 kuruluşun, 413'ü yüzde 93.2'si özel şirket 30'u, yüzde 6.8'i kamu kuruluşudur. 1994 yılında BBF kapsamındaki yaklaşık yüzde 82.4'ü kar elde ettiklerini bildirirken, yüzde 17.6'sı zarar ettiklerini açıklamıştı.

1995 yılında BBF genelinde öz kaynak karlılığı oranı kamu kuruluşların birleştirilmiş olarak kar elde etmeleri nedeniyle, tanım değişikliğine karşın yüzde 20.4'den yüzde 25.7'ye yükselmiştir. Öz kaynak karlılığı negatif olurken, 1992 yılında yüzde 1.0 düzeyinde de olsa artıya dönmüş, 1993'de 12.3'e, 1994'de 20.4'e 1995 yılında yüzde 25.7'ye yükselmiştir. BBF dahilindeki özel şirketlerin öz kaynak karlılığı en yüksek 1993 yılında ulaşırken en düşük karlılık oranı 1991 yılında olmuştur.

Araştırma kapsamındaki şirketlerin öz kaynak karlılığı 1991 yılında yüzde 22.7 iken 1995 yılında 30.7 olmuştur. Şirketlerin tamamının özel şirket olması ve 1991 yılından 1995 yılına kadar

olan dönemde bir yılın karlılığı sürekli bir önceki yılın öz kaynak karlılığından yüksek çıkmıştır. Bu da gösteriyor ki şirketlerin karları öz kaynaktan daha fazla artmıştır.

Satışların karlılığı (kar/satışlar) oranı BBF genelinde 1995 yılında yüzde 7.3 düzeyinde olmuştur. 1991 yılında satış karlılığı negatif iken 1992 yılında binde 2.0 olarak eksiden artıya dönüşmüş, 1993 yılında yüzde 2.2'ye 1994 yılında 4.1'e ve 1995 yılında yüzde 7.3'e çıkmıştır.<sup>336</sup>

30 şirketin satış karlılığı ise, öz kaynak karlılığında olduğu gibi 1991 yılından 1995 yılına doğru sürekli bir artış kaydetmiştir. Satış karlılığı 1991 yılında 7.0, 1992'de 7.3, 1993'de 7.7, 1994'de 8.6 ve 1995'te 9.2'ye yükselmiştir. Bir başka deyişle, 1991'den 1995 yılına kadar olan dönemde karların satışlardan daha fazla arttığını göstermektedir.

Aktif karlılığı(Net Kar/Aktifler), 500 büyük firmanın 1991-1995 döneminde en fazla 1991 yılında yüzde 2.8 ile negatif iken en fazla 1995 yılında yüzde 10.0 düzeyinde bir artış olmuştur. Diğer karlılık oranlarında olduğu gibi genel karlılık oranlarındaki düşme en fazla kamu kuruluşlarından kaynaklanmaktadır. 1991 yılında genel aktif karlılığı yüzde 2.8 düşerken kamudaki düşüş yüzde 11.3 olmuştur. Buna karşın bu yılda özel şirketlerin aktif karlılığı 7.5 düzeyinde bir artış sağlamıştır.

30 şirketin aktif karlılığına bakıldığında, 1991 yılında yüzde 12.8, 1992'de 13.6, 1993'te 13.5, 1994'de 13.0 ve 1995'te 14.5 düzeyinde olmuştur. 500 büyük firmanın aktif karlılığı büyük bir dalgalanma gösterirken 30 şirketin aktif karlılığı yüzde 12.0 ile 15.0 arasında ve birbirine yakın olmuştur. Yani 30 şirketin karları

<sup>336</sup>Ertuna, Özer; 500 Büyük Kuruluşunun Faaliyet Sonuçları, İstanbul Sanayi Odası Dergisi Ek: 500Büyük Firma, Eylül 1996. S. 162.



satışlara göre daha fazla bir artış göstermektedir.

Şirketlerle ilgili yapılan farklı değerlendirmeler, şirketlerin hisse senetleri üzerinde, yatırımcıların etkisinin olup olmadığı ve yatırımcıların şirketler hakkındaki düşünceleri, şirketlerin kar karlarını etkileyen faktörler, kar payı dağıtımında izlenen politikalar hakkında genel bir bilgi vermektedir. Kısa dönemde, yatırımcıların sermaye kazancını seçtikleri, kar payı almayı beklemedikleri, buna karşılık şirketler ise, kısa vadeli yatırımlarda buldukları görülmektedir. Bu tür şirketler kısa vadede hisse senetlerinin değerini maksimum yapmak en büyük amaç haline gelmektedir. Bununla birlikte, uzun vadeli yatırım yapan şirketlerin enflasyonun ve GSMH'daki büyüme hızının üzerinde bir gelir sağlamaktadır.

Görüldüğü gibi son dört yılda şirketler, karlarını %400 oranında arttırabilmektedir. Araştırma kapsamındaki şirketlerin 1995 karları 1992 yılına göre ortalama %1074 oranında artış kaydetmiştir. Bu ortalama toptan eşya fiyatları ve tüketici fiyatlarının çok üzerinde kalmıştır.

Genel olarak bakıldığında, şirketler karların büyük kısmını hissedarlara dağıtmaktadır. Ancak son yıllarda daha çok sermaye artırımları ve kar payı dağıtımları aynı anda yapılması suretiyle ortaya çıkan sermaye artışı kar paylarının şirkette bırakılmasıyla sağlanmıştır. Kar payı ödemeleri ise çoğunlukla nakit şeklinde yapılmaktadır. Çok az da olsa bazı şirketler kar payı dağıtmak yerine yatırımcıların ellerindeki hisse senetlerin bir kısmını geri satın alma yoluyla kar payı dağıtma yoluna gitmektedirler. 30 şirket içerisinde 1 şirket kar payların tamamını (Eczacıbaşı Yatırım) dağıtmamakta, 1 şirket ise kar payın tamamını bedelli dağıtmakta, kalan 28 şirket ise kar payların tamamını nakit olarak

ödemektedirler. Şirketler kar payı ödeme süresini en fazla ilk altı ayda dağıtmayı tercih etmektedirler. Kar payı ödemeleri, %54 oranla ilk altı ayda dağıtan şirket, hissedarlara %65 oranında zarar getirmektedir. Kar payı ödemelerin %46'sını ise, Temmuz-Ekim ayları arasını tercih etmektedir. Eylül ayından sonra dağıtılan kar payları hissedarlara %22'lik bir zarar getirmektedir. Böylece, yılın son ikinci altı ayında kar payı dağıtan şirketlerin hisse senetleri %78 oranla kar payı dağıtımının gerçekleştiği gün, kar payından daha az veya hiç değer kaybetmezken, ilk altı ayda kar payı dağıtan şirketlerin %39'unun hisseleri aynı yönde gelişme göstermektedir. Kar payı ödemeleri en yüksek oranla (%24) Eylül ayında gerçekleştirilmekte, kar payı dağıtımları daha sonra sırasıyla Nisan ayında (%21), Haziran ayında (%19) yapılmaktadır. Temmuz ve Ağustos ayı sırasıyla %4 ve %8 oranla, şirketler tarafından en az tercih edilen aylardır.

Buradan çıkan sonuç, şirketler genel kurullarında kar dağıtım oranları belli olduktan ya hemen sonra kar payını dağıtmakta yada kanuni süreyi kullanarak, fonda tutarak son ayda dağıtmaktadırlar.

1994 yılında şirketlerin %38, 1995 yılında ise %35'i kar payı dağıtım günleri ile bedelli ve/veya bedelsiz sermaye artırımlarını aynı tarihte gerçekleştirmiştir. Bu şekilde kar payı dağıtma yoluna giden şirketlerin hisseleri %56 oranla kar payı miktarından daha fazla değer kaybederken, hisselerin %64'ünde böyle bir değişim olmamıştır. Şirketler böylece, kar paylarının geri sermayeye eklenmesini sağlayabilmekte ve finansal yapıyı güçlendirebilmektedirler.

Deneyisel çalışmalar, 1994 ve 1995 yıllarında kar payı dağıtan 194 şirketten 79 şirketin hisseleri kar payı dağıtıldığı

günde dağıtılan kar payından daha fazla değer kaybına uğradığını göstermekte; oransal açıdan hisselerin %64'ünün fiyatında kar payı miktarından az veya kar payı miktarı kadar değişim olmuştur.

Genel değerlendirme yapıldığında, son iki yılda dağıtılan kar payı ödemelerinde yararlanmanın hisse sahiplerine %1,96 oranında kar getirdiği görülmektedir.

Bu çalışmalardan çıkan bir başka sonuç da, şirketlerle yatırımcılar arasındaki bilgi akışında bir kopukluğun olmasıdır. Uzun yıllardan beri borsada hisseleri işlem gören şirketlerin finansal yapıları, genel durumu ve kısa ve uzun dönemli hedefleri ve kararları hakkında bilgi sahibi değillerdir.

Eğer bir şirket kar payını dağıtmıyor veya düşük oranda dağıtıyor, bu şirketin yeni yatırımlara yöneldiği veya yatırımlarını tamamlama yoluna gittiğinden bu şirketin hisse senetlerine yatırım yapacak yatırımcıların haberdar olması gerekir. Çünkü bu yatırım dolayısıyla şirketin değeri artması gerekirken hissedarların yatırımdan bilgileri olmadığından kısa vadede şirketin piyasa değerinde bir düşme olmaktadır. Eğer hissedarlar veya potansiyel yatırımcılar, yöneticiler kadar şirket ve faaliyetleri hakkında bilgi sahibi iseler, şirketin uzun vadede değerini artıracak her türlü yatırım harcamaları hisse senedinin fiyatını çok kısa sürede arttıracaktır.

Bu konuda verilebilecek en güzel örnek Ereğli Demir-Çelik Fabrikası A.Ş.'dir. 1992 yılında 693 milyar TL net kar sağlayan şirket, 1993 yılında bu kar 421 milyara düşmüştür. Reel olarak %64 oranında bir düşüş kaydetmiştir. Nedeni ise, bu şirketin 1993 yılında kendi sektöründe dünya çapında bir yatırım yapması olmuştur. 1,5 milyar dolar tutarındaki bu yatırım nedeniyle, kapasitesini 2 milyon tondan 3 milyon tona çıkaracak ve daha

kaliteli bir üretim yapabilecektir. Şirketin 1992 yılı karı açıklandığında, hisse senedinin değeri 735 TL iken, 1993 yılı karını açıkladığı zaman hisse senedinin değeri 3.900 TL civarında olmuştur. Ortalama yıllık %400 oranında bir artış sağlamıştır. Eğer yatırımlar dolayısıyla karda bir azalma olan bir başka aile şirketi veya küçük bir şirket olsaydı, hisse senedinin değeri kardaki düşme oranının çok üstünde düşebilirdi.

Şirket yöneticileri kısa vadede hisse senetlerin prim yapmasını istediklerinde, bazı önemsiz olan yatırımları kısarak bilançolarını süsleyebilirler. Bu daha çok yöneticilerin kısa ve uzun vadede hisse senedinin piyasa değerini maksimize edeceğine bağlıdır.

Eğer şirket hissedarları uzun vadeli yatırımcılar ise, yani hisse senetleri çok fazla el değiştirmiyorsa, yönetici hisse senedinin piyasa değerini uzun vadede maksimize etmeyi hedef alacaktır. Ayrıca hissedarlarda uzun vadeli yatırımcılar olduklarından elde edecekleri getiriye bu dönemin sonuna kadar bekleyeceklerdir. Böyle durumlarda, şirket yapacağı tüm yatırımlarla ilgili bilgiyi kamuoyuna açıklayarak cari dönem karının düşük çıkmasının nedenini izah eder. Dolayısıyla uzun vadede kar artışı sağlanacaktır.

Dikkat edilmesi gereken bir diğer husus da, bazı şirketlerin hisse senedinin değerlerinin çok düşük olması, kurumsal ve büyük yatırımcılar tarafından farkedilerek kısa sürede şirket tamamen ele geçirilebilir. Bunu önlemek için kısa vadede hisse senedi değerleri maksimize edilerek gerçek değerini yansıtmaya itilmelidir.

Bu konularda söylenecek kısaca şey, şirketlerin yıl sonu bilançolarına az bir süre kalırken, net kara bakılmadan bilanço kalemleri detaylı bir şekilde incelenmeli, yapılan yatırımlar

hakkında bilgi edinilmelidir.

Hisse senetlerin değerleriyle izlenen kar payı dağıtım politikası arasında sağlanabilecek ikinci bir yöntem korelasyon ve regresyon ile bir ilişki kurmaktı. Burada hisse senedinin değeri bağımlı değişken kabul edilerek, bunu etkileyen bağımsız değişkenlerde tespit edilecektir.



## 4.5. BAĞIMSIZ DEĞİŞKENLER

### 4.5.1. Bir Önceki Yılın Hisse Senedi Fiyatı ( $P_{t-1}$ )

Bir önceki yılın hisse senedi fiyatı, yatırımcılar açısından sonraki dönemlerde bir gösterge olacaktır. Daha önceki yıl ve yıllarda hisse senedi değerinin cari dönemdeki hisse senedi değeriyle karşılaştırma yapmak suretiyle bir değerlendirme yapılabilecektir. Bu nedenle bir önceki yılın hisse senedi fiyatı, cari dönemin hisse senedi fiyatını ( $P_t$ ) etkileyen bir bağımsız değişken olarak hesaplanacaktır.

### 4.5.2. Hisse Başına Düşen Kar ( $HBDK_t$ )

Cari yılda hisse başına düşen kar miktarı hisse senedi fiyatını etkileyen bir değişken olabilir. Hisse başına düşen kar, net karın ödenmiş sermayeye göre tespit edilen hisse sayısına bölünmesiyle bulunur. Hisse başına düşen kar tutarında net kar kullanılacaktır. Brüt karlar alınıp vergiler de bir başka değişken olabilir. Ancak analizin daha gerçekçi çıkması için net karlar hesaplamalarda kullanılacaktır.

### 4.5.3. Hisse Başına Dağıtılan Kar Payı ( $HDAK_t$ )

Bir hisse senedinde kısa vadede elde edilebilecek en iyi kazanç kar payıdır. Ödenen kar paylarının hisse senedi değerini etkilediği deneysel çalışmalar ve birçok yazar tarafından ortaya çıkarılmıştır. Ayrıca dağıtılan kar payları hisse senedi değerini etkilemekle beraber yatırımcılara ek bir gelir sağladığından bağımsız değişken olarak hesaplamalara katılacaktır.

Hisse başına ödenen kar payı tutarları, hissedarlara dağıtılan net kar payı tutarını göstermektedir.

### 4.5.4. Hisse Başına Dağıtılmayan Kar Tutarı ( $HDTK_t$ )

Hisse başına dağıtılmayan kar tutarı özellikle eski ve yeni yatırımcılar için hisse senedi fiyatını etkileyebilecek önemli bir

değişkendir. Dağıtılmamasının hisse senedi değerinde yapacağı etki, çoğunlukla düşme yönünde olmaktadır. Hisse başına dağıtılmayan kar tutarı, net kardan dağıtılan kar payları düşüldükten sonra kalan tutarın ödenmiş sermayeye göre hesaplanmış hisse sayısına bölünmesiyle elde edilmiştir.

#### **4.5.5. Hisse Senedinin Öz Sermayeye Göre Değeri (HOGD<sub>t</sub>)**

Yapılan deneysel çalışmalarda şirket büyüklüğü hisse senedi fiyatını etkilediği görülmektedir. Büyüklüğün etkisi, hisse senedinin net aktife göre sahip olduğu değer de alınabilir. Ancak hisse senedinin öz sermayeye ilişkilendirilmesi için bu değer kullanılacaktır. Ayrıca bu şekilde yabancı kaynak verileri kullanılmamakta, sadece öz sermaye dikkate alındığından kar payı dağıtım politikasına etkisi daha belirgin hale gelmektedir.

Literatürde şirket büyüklüğünün ölçüsü olarak, farklı değerler dikkate alınmaktadır. Ancak, özellikle hisse senetleriyle yapılan araştırmalarda en yaygın olarak kullanılanı, şirketlerin piyasa değerleridir. Ancak hangi tarihteki piyasa değerinin kullanılacağı hususunda da farklılıklar bulunmaktadır. Araştırmacıların çoğu, önceki yılın son ve yeni yılın ilk işlem gününün değerini kullanırken, bazıları ise, mart ayının ilk gününü kullanmaktadırlar. Genelde en fazla kullanılanı ise, şirket büyüklüğünü en iyi ortaya koyacak tarihteki değerlerinin esas alınmasıdır.

Çalışmamızda, şirket büyüklüğü değişkenini hesaplamak için kullanılan tarihi, yılın son işlem gününün değerini esas alacağız.

$$HOGD_t = HS_t * HSF_t$$

$HS_t$  : t gününde şirketin çıkarmış olduğu hisse senedi sayısı,

$HSF_t$  : t gününde şirketin hisse senedinin kapanış fiyatını

göstermektedir. Biz çalışmamızda ortalamaları esas alacağız.

#### **4.5.6. Hisse Senedinin Sağladığı Toplam Verim ( $P_t$ )**

Hisse senedini ellerinde bulunduran yatırımcılar, hem kar payı hem de fiyat artışından meydana gelecek geliri elde edebileceklerdir. Uzun vadeli yatırımcılar her ikisinden faydalanabilecektir. Ancak kısa vadeli yatırımlar sadece fiyat artışı kazancından istifade edebilecektir. Burada tutarlar bir dönemi kapsadığından her ikisinin toplamı hesaplamalarda kullanılacaktır. Bir dönemde hisse senedinden elde edilebilecek toplam kazanç, hisse senedi fiyatını etkileyen bir bağımsız değişken olarak analize katılacaktır.

Konumuz itibariyle hisse senedi fiyatlarını analiz ederken kar payı dağıtımıyla ilgili bilgiler kullanılacaktır. Yukarıda verilen 6 bağımsız değişken dışında diğer bazı değişkenlerde vardır. Ancak bunlara ait verilerin rakamlarla ifade edilmesi mümkün olmadığından ve yanıltıcı sonuçlar verebileceğinden diğer değişkenler kullanılmayacaktır. Mesela; şirketin sermaye yapısı, yani borç/öz sermaye oranı, ekonomik hayattaki dalgalanmalar, işçi-işveren ilişkileri, siyasi gelişmeler ve bazen yatırımcıların psikolojik durumları hisse senedi değerini etkileyen faktörlerdir.

Öyleyse yapılması gereken şey, objektif olarak tanımlanabilen değişkenleri tespit ederek analize tabi tutmak ve sonuçlarını verilen varsayımlar dahilinde yorumlamaktır.



## 4.6. SONUÇLAR

### 4.6.1. Bağımsız Değişkenlerin Bir Önceki Yıl Değerleriyle Pt Arasındaki İlişki

Bağımsız değişkenlerin bir önceki yıl değerlerinin HBDK<sub>t-1</sub>, HOGD<sub>t-1</sub>, HDAK<sub>t-1</sub>, HSV<sub>t-1</sub> ve HDTK<sub>t-1</sub>'in hisse senedi fiyatı, P<sub>t</sub> ile olan ilişkini belirlemek için bulunan regresyon denklemleriyle korelasyon katsayıları aşağıdaki gibidir.

$$1- P_t = C + b \text{ HBDK}_{t-1}$$

$$P_t = 178520.98 (245259.11) + 5.67 (6.33) \text{ HBDK}_{t-1}$$

$$R^2 = 0.16 \quad \text{Adj}R^2 = -0.04$$

$$\text{DW} = 1.48 \quad F = 0.8$$

$$2- P_t = C + b \text{ HOGD}_{t-1}$$

$$P_t = 39108.32 (88287.70) + 0.38 (0.26) \text{ HOGD}_{t-1}$$

$$R^2 = 0.33 \quad \text{Adj}R^2 = 0.171$$

$$\text{DW} = 1.73 \quad F = 2.04$$

$$3- P_t = C + b \text{ HDAK}_{t-1}$$

$$P_t = 285815.60 (166923.63) + 51.12(71.84) \text{ HDAK}_{t-1}$$

$$R^2 = 0.10 \quad \text{Adj}R^2 = -0.11$$

$$\text{DW} = 1.39 \quad F = 0.47$$

$$4- P_t = C + b \text{ HDTK}_{t-1}$$

$$P_t = 388871.29 (86060.31) + 0.29(2.12) \text{ HDTK}_{t-1}$$

$$R^2 = 0.01 \quad \text{Adj}R^2 = 0.24$$

$$\text{DW} = 0.83 \quad F = 0.01$$

$$5- P_t = C + b \text{ HSV}_{t-1}$$

$$P_t = 413771.69 (85364.23) + (-0.35) (0.43) \text{ HSV}_{t-1}$$

$$R^2 = 0.14 \quad \text{Adj}R^2 = -0.07$$

$$\text{DW} = 0.63 \quad F = 0.67$$

Eşitlikte küçük parantez içindeki değerler, ait olduğu değişkenin standart hatasını, daha sonra verilen R<sup>2</sup>, bağımlı

değişkenle bağımsız değişkenler arasındaki ilişkinin gücünü gösteren çoklu ve basit korelasyon katsayısının karesini,  $AdjR^2$  ise, serbestlik derecesini göz önüne alarak bu ilişkiyi veren düzeltilmiş çoklu korelasyon katsayısının karesini göstermektedir. Ayrıca Durbin-Watson otokorelasyon test istatistiği DW ve regresyon genel anlamlılığının sınamasına yönelik F istatistiği değerleri verilmiştir.

İlk önce DW istatistiği sonucu otokorelasyon probleminin olmadığı görülmektedir.

Burada, bulunan regresyon ve korelasyon katsayılarına bakıldığında, en yüksek değer hisse senedi değeri ile bir HİSSE senedinin öz sermayeye göre değeri arasındaki ilişki de çıkmıştır. Daha sonra ise, hisse başına dağıtılan kar payı ile bir önceki yılın hisse senedi verimi arasındaki ilişkide yüksek çıkmıştır. Genelde, hisse senedi değeri ile bir önceki yıl bağımsız değişkenleri arasındaki ilişkinin anlamlı olduğu fakat ilişkinin derecesinin düşük olduğu söylenebilir. Ayrıca hisse senedi değeri ile hisse senedin verimi ve hisse başına dağıtılmayan kar arasındaki ilişkinin derecesi olan regresyon katsayısı çok düşük çıkmıştır.

Bir başka husus ise tüm çıkan ilişkilerde standart sapmaların yüksek çıkması ilişkinin yönü hakkında olumlu bir şey söylenemez.

#### **4.6.2. Cari Dönem Bağımsız Değişken Değerleriyle Pt Arasındaki İlişki**

##### **4.6.2.1. $P_t = C + b \text{HBDK}_t$**

$$P_t = C + b \text{HBDK}_{t-1}$$

$$P_t = -277327.91 (165862.33) + 21.40 (4.28)\text{HBDK}_{t-1}$$

$$R^2 = 0.862 \quad \text{Adj}R^2 = 0.827$$

$$DW = 1.33 \quad F = 24.96$$

Hisse senedi fiyatları ( $P_t$ ), ile cari yılın hisse başına düşen kar payı tutarları arasında, hesaplanan regresyon katsayısı  $R^2 = 0.86$ 'dir. Eşitlikte ikinci küçük parantez içindeki değerler ilgili değişkenin standart sapma değerlerini göstermektedir.

Bu ilişkide DW istatistiği sonucu otokorelasyon probleminin olmadığı görülmektedir. F istatistiğinin tablo değerinden yüksek çıkması da regresyonun anlamlı olduğunu göstermektedir. Katsayı tahminlerinin anlamlılığını gösteren F değerleri 4 serbestlik derecesi ve %95 güvenirlik seviyesinde, (kritik F değeri =  $\pm 2.776$ ) tahmin edilen katsayılar istatistiki olarak anlamlı bulunmuştur. Buna göre tahmin edilen katsayılar beklenen yönde işaretlere sahip ve %95 anlamlılık düzeyinde istatistiki olarak sıfırdan farklıdır. Böylece  $H_0$  hipotezi reddedilerek  $H_1$  hipotezi kabul edilmektedir.

b katsayısı ile ilgili hipotez testinde, tablo değeri hesaplanan değerden küçük olduğu için, hisse başına düşen karın hisse senedi değerini pozitif yönde etkisinin güçlü olduğu söylenebilir.

#### 4.6.2.2. $P_t = C + b \text{HOGD}_t$

$$P_t = C + b \text{HOGD}_{t-1}$$

$$P_t = 54245.98 (136973.21) + 229.50 (60.59) \text{HOGD}_{t-1}$$

$$R^2 = 0.781 \quad \text{Adj}R^2 = 0.727$$

$$DW = 2.02 \quad F = 14.34$$

Hisse senedi fiyatları ile hisse senedinin öz sermayeye göre hesaplanan değeri arasındaki regresyon katsayısı  $R^2 = 0.78$ 'dir. Eşitlikteki birinci küçük parantez içindeki değerler değişkenin standart sapma değerlerini göstermektedir.

Bu ilişkide DW istatistiği sonucu otokorelasyon probleminin olmadığı görülmektedir. Katsayı tahminlerinin anlamlılığını gösteren F tablo değeri, bulunan değerden büyük çıkmıştır.

Yani %95 güvenirlilik derecesine göre C katsayısı ile ilgili olarak yapılan hipotez testinde F değeri tablo değerinden büyüktür. Her iki katsayı ile ilgili hipotez testinin olumlu çıkması nedeniyle hisse senedinin öz sermayeye göre değerinin hisse senedi değeri üzerinde tatminkar ve pozitif yönde etkili olduğunu söylenebilir.

#### 4.6.2.3. $P_t = a + b \text{HDTK}_t$

Hisse başına dağıtılmayan kar tutarı ile hisse fiyatı arasındaki fonksiyonel ilişkiyi belirleyen regresyon katsayıları

$$P_t = C + b\text{HDTK}_{t-1}$$

$$P_t = 516809.50 (140751.89) + 1.32(3.47)\text{HDTK}_{t-1}$$

$$R^2 = 0.03 \quad \text{Adj}R^2 = -0.20$$

$$\text{DW} = 0.88 \quad F = 0.14$$

Görüldüğü gibi değişkenler arasındaki bağıntı pek güçlü değildir. Kaldı ki bu katsayısının hipotez testinde %95 güvenirlilik derecesine göre F değeri tablo değerinden daha küçük çıkmıştır. Fakat C katsayısı ile ilgili aynı güvenirlilik derecesindeki hipotez testi olumlu çıkmıştır. Kısaca dağıtılmayan karların bu analiz sonucuna göre hisse fiyatlarında etkili olduğunu söylemek mümkün değildir.

#### 4.6.2.4. $P_t = C + b\text{HSV}_t$

Hisse senedini hem sermaye kazancının hem de kar payı kazancının birlikte hisse fiyatını etkileyebileceği düşüncesiyle kurduğumuz regresyon denklemi;

$$P_t = C + b \text{ HSV}_{t-1}$$

$$P_t = 489681.49 (151192.35) + 0.25 (0.76) \text{ HSV}_{t-1}$$

$$R^2 = 0.02 \quad \text{Adj}R^2 = -0.21$$

$$\text{DW} = 0.64 \quad F = 0.10$$

Yine %95 güvenirlilik derecesine göre C katsayısı ile ilgili olarak yapılan hipotez testinde F değeri tablo değerinden küçük ve b değeri de F değeri tablo değerinden küçük çıkmıştır. b katsayısı ile hipotez testinin olumsuz çıkması nedeniyle hisse senedi getirisinin hisse fiyatı üzerinde tatminkar ve pozitif yönde etkili olduğunu söyleyemez..

#### 4.6.2.5. $P_t = C + b \text{ HDAK}_t$

Yaptığımız araştırmada en güçlü ilişkiyi hisse başına kar payı ile hisse senedi fiyatı arasındaki tahmin edilmekte idi. Ancak beklenen ilişkinin derecesi HBDK'dan çıkan regresyon katsayısından sonra en yüksek çıkan değer olmuştur. Bir başka ifadeyle, hisse fiyatını etkileyen en önemli faktör hisse başına düşen kar payı ve hisse başına dağıtılan kar payları olduğu görülmektedir.

Elde edilen katsayılara göre regresyon denklemi;

$$P_t = C + b \text{ HDAK}_{t-1}$$

$$P_t = 308244.25 (78656.59) + 0.982(0.23) \text{ HDAK}_{t-1}$$

$$R^2 = 0.80 \quad \text{Adj}R^2 = 0.76$$

$$\text{DW} = 1.41 \quad F = 16.97$$

Ayrıca tahminin standart hatası diğer fonksiyonel ilişkilere nazaran düşük çıkmıştır.

%95 güven derecesine göre yapılan hipotez testinde C katsayısı için hesaplanan değer tablo değerinden yüksek çıkmıştır. b için hesaplanan F değerleri tablo değerlerinden daha yüksek

çıkıştır.  $b$  katsayısı ile hipotez testinin olumlu çıkması nedeniyle, hisse senedi getirisinin hisse fiyatı üzerinde tatminkar ve pozitif yönde etkili olduğunu söyleyebiliriz.

#### 4.6.2.6. $P_t = C + b OHSD_t$

Önceki yılın hisse senedi değerleri ile cari yılın değerleri arasındaki ilişkinin derecesini ve anlamlılığını veren denklem;

$$P_t = 182958.06(0.95) + 0.61 (1.29) OHSD_t$$

$$R^2 = 0.35 \quad AdjR^2 = 0.14$$

$$DW = 1.41 \quad F = 1.66$$

Bu ilişkide DW istatistiği sonucu otokorelasyon probleminin olmadığı görülmektedir. Katsayı tahminlerinin anlamlılığını gösteren  $F$  tablo değeri, bulunan değerden küçük çıkmıştır.

Yani %95 güvenirlilik derecesine göre  $C$  katsayısı ile ilgili olarak yapılan hipotez testinde  $F$  değeri tablo değerinden küçüktür. Her iki katsayı ile ilgili hipotez testinin olumsuz çıkması nedeniyle, önceki yılın hisse senedi değerinin cari yılın hisse senedi değeri üzerinde tatminkar ve pozitif yönde etkili olduğunu söyleyemeyiz.

#### 4.6.3. Birden Fazla Bağımsız Değişkenle $P_t$ Arasındaki İlişki

Araştırmamızın bu aşamasında hisse senedi fiyatını etkileyebilecek birden çok bağımsız değişkenle çoklu regresyon modeli denenmiş ve her bir bağımsız değişkenin hisse senedi fiyatının oluşmasına katkısının ne kadar olacağı belirlenmeye çalışılmıştır.

Ancak aşağıda görüleceği gibi modele birden çok değişkenin katılmasıyla regresyon denklemleri;

$$1- P_t = 129595.40(48004.26) + 1.05(0.13)HDAK_t + (-1.21)(0.94)HDTK_t + 0.50(0.16)HSV_t + 0.30(0.16)OHSD$$

$$R^2 = 0.99 \quad AdjR^2 = 0.99$$

$$DW = 2.71 \quad F = 291$$

$$2- P_t = 189613.09(31376.4) + (-1.48)(1.65)HBDK_t + 1.12(0.05)HDAK_t + (-3.06)(0.24)HDTK_t + 63.64(1383)HOGD_t$$

$$R^2 = 0.99 \quad AdjR^2 = 0.99$$

$$DW = 2.40 \quad F = 816$$

olarak elde edilmiştir.

İlk önce DW istatistiği sonucu otokorelasyon probleminin olmadığı görülmektedir. %95 güvenirlilik seviyesinde tahmin edilen katsayılar istatistiki olarak anlamlı bulunmuştur. Hisse başına dağıtılan kar paylarının negatif yönde bir etkiye sahip olduğunu göstermektedir. Hisse senedi başına dağıtılmayan kar, hisse senedinin verimi ve önceki yılın hisse senedi değerinin cari yılın hisse senedi değerini pozitif yönde etkilediği ortaya çıkmaktadır.  $R^2$ 'nin yüksek çıkması, bağımsız değişkenlerin yüzde 99 düzeyinde bağımlı değişkeni açıkladığını göstermektedir. Ancak böyle tam bir ilişkinin ortaya çıkması, tüm değişkenlerin birlikte hisse senedi değeri üzerinde etkisinin zayıf olduğunu, standart hataların yüksek çıkmasıyla, bu ilişkinin yönü ve gücü hakkında bir şey söylenemez.

Bu regresyon denkleminde hisse başına dağıtılan kar paylarının hisse fiyatını arttırdığı ve hisse başına dağıtılmayan karın hisse fiyatını etkilediği anlaşılırsa da, C ve b katsayılarının standart hatalarının çok yüksek oluşu, istatistiki açıdan anlamsız bir korelasyon katsayısının bulunuşu böyle bir bağıntının geçerli olamayacağını gösterir.

Görülüyor ki, modele birden çok değişken katıldığında fonksiyonel bağıntı geçerli görülmektedir.

Araştırmamızın sonucu kısaca şöyle özetlenebilir.1991-1996 döneminde ve 30 şirket verilerine dayanarak yaptığımız istatistiki analizde, hisse senedi fiyatını etkileyen en önemli değişkenin cari yılda hisse senedi başına dağıtılan kar payları, bir önceki yılda ise hisse senedinin öz sermayeye göre değeri olmuştur. Çünkü bulduğumuz en yüksek korelasyon ve belirlilik katsayısı, hisse senetleri fiyatları ile hisse başına düşen kar payları arasındaki güçlü ve kararlı ilişkiyi ortaya koymaktadır. Ayrıca verilen grafiklerde de hisse senedi değeri ile hisse başına düşen kar payının birbirine en yakın olduğu görülmektedir.



## SONUÇ

Çalışmamızda, kar payı dağıtım politikasının önemi ve finans fonksiyonu ve politikası içerisindeki yeri belirlenerek, şirket değeri ve bunu etkileyen kriterlerle olan ilişkisi gelişen para ve sermaye piyasalarındaki son durumu ele alındı. Konumuzun geçmişten gelen modellerin bir tartışmaya dayanması nedeniyle, bu tartışmalar çoğu zaman birbirini çürütmesi ve bazen birbirini bazı yönlerde desteklemesi ve günümüzde geçmişten gelen bu modellerin geçerliliği; gerek teorik ve gerekse uygulama çalışmalarıyla ortaya konulmaya çalışılmıştır. Biz çalışmamızda, söz konusu modelleri inceledikten sonra dünyada ve Türkiye’de hangi modelin daha uygun olduğunu, yapılan anket ve diğer çalışmalarla ortaya çıkardık. Ayrıca tartışma konusu olan kar payı dağıtım kararının hisse senedi değeri üzerindeki etkisini 1990-1996 yılları arasında faaliyete olan 30 şirketin kar dağıtım kararı ile hisse senedi değeri ilişkisi regresyon yöntemi kullanılarak bulunmaya çalışıldı.

Şirketler, optimal sermaye yapılarını, diğer bir ifadeyle optimal borç-öz sermaye oranını belirledikten sonra; öz sermayenin ne kadarının sermaye artışı ile ve ne kadarının karların dağıtılmayarak, şirkette bırakmasıyla sağlanacağı konusunda bir karar vermelidir.

Öz sermaye ile finansman, makro ekonomi ve toplumsal açıdan istenilen bir finansman şeklidir. Ekonomik durgunluk ve satışların düştüğü dönemlerde öz sermaye ile finanse edilmiş şirketler, sabit varlıklarını düşük tuttuklarından dolayı tüm varlıklarını tehlikeye atmadan, iflas etme riskinin düşük olmasıyla faaliyetlerini devam ettirirler. Ayrıca öz sermaye ile finansman, şirketlerin mülkiyetini daha geniş bir kitleye dağıttığından ortak

durumundaki kişi ve kurumların gelir ve servet dağılımı ve şirketlerin yönetimi istenilen bir düzeye getirmektedir. Şirketlere yatırım yapan hissedarlar, karşılığında hisse senedi ve benzeri menkul kıymet alırlar. Hissedarlar, dönem içerisinde mevcut hisse senetleri satarak kar sağlamalarıyla birlikte hisse senetleri elde tutarak şirketin dönem karından kendisine düşen kar payına sahip olabilirler.

Hisse senetlerin değişik yaklaşımlarla değerlendirilmesi finansal yönetimde büyük önem taşır. Finansal yöneticinin amacı, diğer finansal kararlarda olduğu gibi, kar payı dağıtım kararlarında hissedarların servetini maksimum yapmaktır. Bunun için kar payı dağıtımının hisse senedi değeri üzerindeki etkisinin bilinmesi gerekir. Finansal amaç, şirketin piyasa değerini; anonim şirketlerde hisse senedinin piyasa değerini, dolayısıyla şirket ortaklarının değerini maksimum yapmak olduğuna göre; kar payı dağıtım politikası, hisse senetlerinin piyasa değeri üzerindeki etkisi açısından büyük önem taşır.<sup>337</sup> Teorik modellerde, birbirine zıt iki teorik görüş hakim olmaktadır. Myron Gordon ve John Lintner'in kendi varsayımlarıyla ispatlamaya çalıştıkları, kar payı dağıtım politikasının hisse senedi değeri üzerinde etkili olduğu görüşünün aksine, Franco Modigliani ve Merton Miller'in başını çektikleri diğer görüş ise, hisse senetlerinin piyasa değeri, şirketin kar payı dağıtım politikasından etkilenmemektedir.<sup>338</sup> Yani kar payı dağıtım politikasının hisse senedinin piyasa değeri üzerinde etkisi yoktur.

<sup>337</sup>Brigham, Eguene F.; Louis C.Gapenski; Financial Management : Theory and Praticce, Fifth Edition, 1996, S. 11 ve Haley, Charles W. ; Lawrence D. Schall; The Teory of Financial Decisions, Second Edition, S. 281-282.

<sup>338</sup>Miller-Modigliani; a.g.m. S. 427-428, Myron J. Gordon; Investment, Financing and Valuation of the corporation, S. 46-50 ve aynı yazarın "Optimal Investment and Financing Policy", Journal of Finance, Vol. XVIII, May 1963, S. 264.272.

Gordon, 1954-1957 döneminde ABD'de gıda ve makine imalatı ile uğraşan 48 şirketin bilgilerini regresyon yöntemini kullanarak yaptığı çalışmada, kar payı ödeme oranı ile hisse senedi fiyatı arasındaki ilişkide yüksek regresyon katsayısının olduğunu hesaplamıştır. Gordon modelinde optimum kar payı dağıtım politikası, yatırımlardan beklenen karlılık oranı (k) ile şirketin yeni yatırımların karlılığı (r) arasındaki ilişkiyle tespit edilir.

$r > k$  olması halinde şirket yatırımlarının karlılığı hissedarlarca veya şirketçe piyasada yapılabilecek diğer yatırımların karlılığından daha yüksektir. Bu durumda, hissedarlar kar payı almak yerine kar payların şirket tarafından yatırımlarda kullanılmasını isteyeceklerdir. Böyle şirketler çoğunlukla büyüyen şirketlerdir.

$r < k$  olması şirket yatırımlarının karlılığı diğer yatırımların karlılığından daha düşüktür. Bu durumdaki şirketler ise büyümesi tamamlanmış genellikle gerileme döneminde olan şirketlerdir. Bu tür şirketlerde yapılacak en iyi şey, kar payı dağıtım politikası öneminin artmasıyla hissedarlara en yüksek kar payı dağıtmak olacaktır.

Bir diğer durum ise,  $r = k$  olması halinde, herhangi bir büyüme sözkonusu değildir. Yani şirket yatırımlarının karlılığı piyasada yapılabilecek diğer yatırımların karlılığına eşittir. Bir başka deyişle kar payı dağıtım politikasının hisse senedi değerine herhangi bir şekilde etkisi yoktur. Bununla beraber Gordon,  $r = k$  olsa dahi kar payı dağıtım politikasının hisse senedi değerini etkilediğini söylemiştir. Geleceğin belirsiz olması, yatırımlardan beklenen karlılık oranının sabit olmaması gibi nedenlerle değiştirmiştir.

Ayrıca Gordon'un "eldeki bir kuş daldaki iki kuşa tercih edilir." şeklinde ifade ettiği modele göre, hissedarlar açısından kar payı almanın daha avantajlı ve riski az olduğu ve aldıkları kar payları, kar payı ödeme oranı düşük şirketlerin hisse senetlerine yatırmak suretiyle daha karlı duruma geçeceklerdir. Bu görüşe benzer bir çalışmada Fisher tarafından yapılmıştır. Fisher, İngiltere'de elektrikli aletler, bira ve dokuma ile uğraşan şirketler ve büyük marketlerin hisse senetleri üzerinde 1949-1957 yılları arasında yaptığı çalışmada, kar payı ödemelerin hisse senedi değeri üzerinde dağıtılmayan karlardan daha fazla etki yaptığını göstermiştir.

David Durand, ABD'deki şirketlerde yaptığı araştırmada kar paylarının hisse senedi değerini etkilediğini ortaya çıkarmıştır. Bu konudaki diğer bir araştırma Irwin Friend-Marshall Puckett tarafından yapılmış olup, bunlara göre, kar paylarının dağıtımını hisse senetleri değerleri üzerinde etkili olmakta, fakat gelişen endüstrilerdeki şirketlerde etkisinin azaldığı ve dağıtılmayan karların etkisinin arttığını tespit etmişlerdir. D. Durand, hisse senedi fiyatını hisse başına düşen kar, defter değeri ve kar payı dağıtım miktarının bir fonksiyonu olarak belirlemiştir. Durand'ın ulaştığı netice ise, kar payı ödeme oranının modele dahil edilmesiyle hisse senedi fiyatındaki değişimler çoğunlukla açıklandığından, kar paylarının hisse senedi fiyatı üzerinde etkisi olduğu sonucuna ulaşmıştır.

Konuyla ilgili ilk araştırmalardan biri Watts'ın yaptığı bir araştırmayla yeni boyut kazanmıştır. Watts, kar payı değişmelerinin gelecekteki karların çok küçük bir kısmını içermesi nedeniyle yatırımcılara taşıdığı bilginin önemsiz olduğu sonucuna

ulaşmıştır.<sup>339</sup>

Görüldüğü gibi, çoğu yazarların yaptığı araştırmalar neticesinde kar payı dağıtmanın hisse senedi değerini etkilediği ortaya çıkmıştır. Optimum kar payı oranı hususunda farklı görüşler bildirilmektedir. Gerek Walter gerekse Gordon modelinde büyüme sabit kabul edildiği, verginin olmadığı varsayılarak araştırmalar yapılmıştır. Ayrıca elde edilen bulgular bu varsayımlar dahilinde sağlanmıştır.

Bu konuda bir çalışmada Malkiel-Cragg tarafından yapılmıştır. Malkiel-Cragg, Fiyat-kazanç oranını hisse başına düşen kardaki büyüme oranı, kar payı ödeme oranı ve hisse başına düşen kar trendindeki farklılıkları kullanarak incelemiştir. 178 şirket bilgilerini kullanarak yaptığı çalışmanın 5 yıllık bir dönemde, yatırımcılar hisse senedi veriminin beklenen verimden düşük çıkması üç değişkenin hisse senedi değeri üzerinde etkili olduğu sonucuna ulaşılmıştır.

Karlar ile kar paylarının hisse senedi fiyatları üzerindeki etkilerini ayırt ederek yapılan çalışmalarda Kwan,<sup>340</sup> Asquith ve Mullins(1983), Dielman ve Appenheimer,<sup>341</sup> Eddy ve Bruce(1991), kar paylarının bilgi içeriğinin olduğu ve yatırımcıların kararlarını değiştirebilecek bir bilginin olduğu sonucunu elde etmişlerdir.

Bazı araştırmacılar; kar payların karlara ait bilgilerin yanında ek bilgi sağladığını ispat ederken, bazıları da bunu destekleyen kar payı ve karların birbirlerini genellikle mükemmel

<sup>339</sup> Watts, Ross; "The Information Content of Dividend", Journal of Business, April 1973, S. 191-210.

<sup>340</sup> Kwan, Clarence C. Y.; "Effient Market Test of The Informational Content of Dividend Announcements: Critique and Extension", Journal of Financial and Quantitative Analysis, June 1981, S. 193-205. Kwan, üç aylık beklenmeyen kar payı değişim oranı < %10'ın altında olan grupta, ilan öncesi ve sonrasındaki iki günde, 0.01 ve ilan gününde ise 0.05 düzeyinde anlamlı bir tepki bulmuştur. Bununla birlikte > %10 aralığında kalan şirketlerde ise, anlamlı bir tepki bulunamamıştır.

<sup>341</sup> Oppenheimer, Henry R., Terry E. Dielman; "An Examination of Investor Behavior During Periods of Large Dividend Changes", Journal of Financial and Quantitative Analysis, June-1984, S. 214.

olmayan belirli bazı bilgileri temsil ettiği,<sup>342</sup> kar paylarının etkisi kontrol edildiğinde, karların hisse senedi verimleri ile anlamlı bir biçimde ilişkisini devam ettirirken, kar payı ilanlarının anlamlılığının giderek zayıfladığı ve etkinin beklenmeyen karlara oranla daha zayıf olduğunu destekleyen verilere ulaşılmıştır.<sup>343</sup>

Hisse senedi fiyatları üzerinde kar paylarının etkili olduğuna ilişkin yapılan deneysel çalışmalara karşılık, kar payı ödemelerinin hisse senetleri fiyatları üzerinde etkisinin olmadığını ortaya çıkaran çalışmalarda vardır.

Belirtilen varsayımlar günümüzdeki uygulama açısından tamamen anlamsız kalmaktadır. Ayrıca yatırımcıların kar payı alma veya almama tercihini göstermez.

Günümüzde teknolojik ve toplumsal değişimleri, jeopolitik etmenleri ve şirketlerin gelecekteki başarısını tahmin etmek giderek güçleşmektedir. Bu nedenle yatırımcılar kısa dönemde elde ettikleri kazançlara daha büyük önem vermekte, gelecekte elde edecekleri kar paylarına daha yüksek iskonto oranı uygulamaktadırlar. Bu nedenle aynı tutarda gelir sağlayan ve aynı risk sınıfına giren şirketlerden, daha yüksek oranda kar payı dağıtan şirket hisse senedi fiyatlarının genellikle daha yüksek olduğu görülmektedir.

Kar payı dağıtılmaması, her zaman hisse senetlerinin piyasa değerini yükseltmemektedir. Kar payı dağıtmayan veya düşük oranda kar payı dağıtan şirket hisse senedi piyasa değerleri bazen

<sup>342</sup> Venkatesh, C.; "The Impact of Dividend Initiation on The Information Content of Earnings Announcements and Returns Volatility", Journal of Business, Vol. 62, No. 2, 1989, S. 185. Bu konuda yapılan bir başka çalışmada Healy ve Palepu; kar payı ilanlarından sonra yapılan kar ilanları ile elde edilen bilginin, kar payı ilanları ile sağlanan bilgi ile anlamlı ve pozitif bir ilişki olduğunu, sonraki kar payı ilanlarına tepkinin düşük olmasının nedeni, bilginin kısmen kar payı ilanlarından elde edilmediğini belirtmektedir. Bakınız. Paul M. Healy ve Krishna G. Palepu; "Earnings Information Conveyed by Dividend Initiation and Omissions", Journal of Financial Economics, September 1988, S. 149-160.

yükselmemekte, bazen de aynı oranda artış kaydetmektedir. Hisse senedi piyasası, dağıtılmamış karları veya ertelenen kar paylarının dağıtımını daha yüksek oranda iskontolayarak, böyle bir politika takip eden şirketleri hayal kırıklığına uğratmaktadır.

Teorik çalışmalarla birlikte, kar payı dağıtım politikasının hisse senetlerinin piyasa değerlerini etkilediği ve yatırımcıların dağıtılmayan karları daha riskli görmelerine karşın, değişik ülkelerde yapılan deneysel çalışmalarda yatırımcıların en fazla kar payı alma ve uzun vadeli yatırım yaptıkları görülmektedir. Ancak Türkiye için bunu söylemek mümkün değildir. Bu daha fazla sermaye piyasasının tam yerleşmemiş olması ve yatırımcıların bu konudaki bilgilerin eksikliğinden ileri gelmektedir. Yatırımcıların, şirketlerin gelecekte sağlayacakları karlara ait bilgileri, MM'nin varsayımlarının aksine çok sınırlı olduğu görülmektedir.<sup>344</sup>

Türkiye'de ise, Ünal Bozkurt'un Türk sermaye piyasasında işlem gören bir grup hisse senedi üzerinde yaptığı araştırmada, genellikle dağıtılan kar paylarının, hisse senetlerinin fiyatları üzerinde etkili olduğu görülmüş; şirket ile yatırımcı arasında bilgi akışının sınırlı olduğu ve hacmi küçük bir piyasada yatırımcıların aldıkları kar paylarına daha çok önem verdikleri sonucuna varmıştır. Ayrıca cari hisse senedi piyasa fiyatı ile bir önceki yıl fiyatı arasında güçlü bir ilişki tespit edilmiştir.

Ayrıca kar payı dağıtımının hisse senedi değeri üzerinde etkisinin olmadığını izah etmeye çalışan MM görüşündeki varsayımların çoğunun önemini kaybettikleri, yani geçersiz

---

<sup>344</sup> Easton, Stephen A. ve N. A. Sinclair; "The Impact of Unexpected Earnings and Dividends on Abnormal Returns to Equity", *Accounting and Finance*, May 1989, S. 16.

oldukları, buna karşılık Gordon görüşünü doğrulayan ve destekleyen araştırmaların sonucunda, bu görüşün daha geçerli olduğunu güçlendirmektedir. Ayrıca 30 şirket verilerini kullanarak, hisse senedi fiyatları ile etkileyen değişkenler arasındaki istatistiki değerlemede regresyon katsayısının yüksek çıkması da bu gerçeği ortaya koymaktadır.

Şirketlerin finansal yapıları, yönetilince belirlenen plan çerçevesinde veya borçlanma oranının üzerinde borçlandığında ortaya çıkabilecek finansal sıkıntılar kendiliğinden görünür. Bu sıkıntılar bazen kırılabilir bazen de iflasla sonuçlanabilir. finansal sıkıntılarının maliyeti büyüktür.

Kar payı dağıtım politikasını etkileyen faktörler; yasalardaki kısıtlamalar, şirketin fon ihtiyacı, likidite durumu, borçlanma kabiliyeti, kontrol, sıkı kar payı ödeme oranı, şirketin büyüme hızı ve büyüklüğü, istikrarlı kar payı dağıtımını, enflasyon ve diğerleri sayılabilir.

Şirketlerin karlarını dağıtmayıp şirkette bırakmasıyla, gelecek yıllarda dağıtacağı kar payları yüksek olacaktır. Şirketlerin kar payı dağıtım politikasını etkileyen faktörlerden en önemlilerden biri istikrarlı kar payı dağıtmaktır. İstikrarlı kar payı dağıtan şirketlerin hisse senedi fiyatlarında da bir istikrar olduğu görülmektedir. Bunun için her yıl belirli bir miktar kar payı dağıtılmayarak düşük kar sağlanan yıllara ilave edilerek istikrarlı bir politika izlenir. Aynı şekilde hisse başına düşen kar payı ile hisse başına dağıtılan kar payları arasında da bir istikrar söz konusu olur.

---

<sup>344</sup> Ball Ben C, Jr.; The Mysterious Disappearance of Retained Earnings. Harvard Business Review, July-August, 1987. ve Ellsworth R. Richard: Capital Markets and Competitive Decline, Harvard Business Review, September-October 1985.



Kar dağıtım kararı verilirken, karın dağıtılması veya dağıtılmasının şirkete maliyeti ve kar payı dağıtım oranının belirlenmesinde şirketin nakdi durumu ve hissedarların vergi karşısındaki durumları göz önünde tutularak verilir. Karın dağıtılmamasıyla vergi ertelenmiş olur. Bugünkü 1 TL'nin gelecekteki 1TL'den daima yüksek olacağı düşüncesiyle, kişisel yatırımcılar ve herhangi bir şekilde daha az gelir getiren bir yatırıma dönüştürenler için kar payı almamak daha avantajlıdır.

Ülkemizde faaliyete bulunan 30 şirket bilgilerine dayanarak yapılan çalışma iki farklı yönde olmuştur. Birincisinde, şirketlerin finansal oranları, büyüme hızları, enflasyon ve diğer bazı kriterlerle ilişki kurularak bir değerlendirme yapıldı. Bu değerlendirme sonucunda enflasyonun hisse senedi verimini etkilediği, 1986 yılı ortalarına kadar şirketlerin finansman ihtiyaçlarını borçlanmayla karşıladıkları ortaya çıkmıştır.

Şirketlerin sermaye yapısı 1985 yılında %36.1 öz sermaye, %63.9 yabancı sermaye iken, 1995 yılı sonunda %41.1 öz sermaye %58.9 yabancı sermaye şeklini almıştır. Şirket karları, enflasyon, Gayri Safi Milli Hasıla'daki büyüme hızı yönünde ve birbirine yakın oranda arttığı, hatta bazı yıllarda karların daha fazla arttığı ortaya çıkmıştır. Genel olarak bakıldığında, ayrı ayrı şirketlerin istikrarlı kar payı dağıtım politikası izlemedikleri ancak, araştırma kapsamındaki şirketler istikrarlı bir kar payı dağıtım politikası izlemektedirler.

Diğer taraftan hisse senedi değerleri ile kar payı dağıtımı ve verimi arasında kurulan istatistiki ilişkide, 1991-1996 döneminde, hisse senedi fiyatını etkileyen en önemli değişkenin hem cari hem de önceki yılda hisse senedi başına düşen kar payı olmuştur. Bulunan en yüksek korelasyon ve belirlilik katsayısı, hisse

senetleri fiyatları ile kar payları arasındaki güçlü ve kararlı ilişkiyi ortaya koymaktadır.



## YARARLANILAN KAYNAKLAR

### KİTAPLAR

- Akdoğan, Abdurahman; Vergilerin İncelenmesi ve Değerlendirilmesi (Yasal Düzenlemelerin İşleyişi Açısından), Ankara 1991.
- Akgüç, Öztin; Mali Tablolar Analizi, Genişletilmiş 8. Baskı, İstanbul 1990.
- Akgüç, Öztin; Finansal Yönetim, İ.Ü.Yayını, İstanbul 1994.
- Ataman, Ümit; Şirketler Muhasebesi, Türkmen Kitabevi, İstanbul 1995.
- Bakır, Pınar; Finansal Yönetim, İstanbul 1985.
- Bayar, Doğan; Nurhan Aydın; İşletmelerde Finansal Yönetim, ETAM A.Ş. Matbaa Tesisleri, II.Baskı, Eskişehir-1994
- Bayraktar, Sibel Kumbasar; Türkiye’de Sermaye Piyasası Araçlarının Vergilendirilmesi, İstanbul Menkul Kıymetler Borsası, Kasım 1994
- Berk, Niyazi; Finansal Yönetim, II. Baskı, Türkmen Kitabevi, İstanbul Mayıs 1995.
- Bozkurt, Ünal; Menkul Değer Yatırımlarının Yönetimi, İktisat Bankası, İstanbul 1988.
- Breakly, Richard A.; Myres, Steward C.; Principles of Corporate Finance, Third Edition, 1988.
- Brigham, Eugene F.; Gapenski, Lois C., Financial Management Theory and Practice, Fifth Edition.
- Canoğlu, Mehmet Ali ve Rüstem Hacırüstemoğlu; Vergi Uygulamaları ve Muhasebesi, Beta Basım Yayım, İstanbul 1990.
- Ceylan, Ali; İşletmelerde Finansal Yönetim, 3. Basım, Ekin Kitabevi Yayınları, Bursa-1993.

- Çağlayan, Toper; ABD Vergi Sisteminde Gelir Unsurlarının Vergilendirilmesi, Vergilendirme Yöntemleri, Fatura ve Kayıt Düzeni, Maliye ve Gümrük Bakanlığı, Ankara 1985.
- Durand, David; The Cost of Debt and Equity Funds For Business: in The Management of Corporate Capital, Ezra Solomon, New York 1959.
- Durmuş, Ahmet Hayri; M.Emin Arat; Mustafa İme; Finansal Tablolar Analizi: Prensipler ve Uygulamalar, Marmara Üniversitesi Nihat Sayar Eğitim Vakfı Yayınları No. 453/686, İstanbul 1993.
- Erdoğan, Oral; Uluslararası Portföy Yatırımları Analizi ve Fiyatlama Modeli, Araştırma Yayınları.No:2, İstanbul Menkul Kıymetler Borsası, Kasım 1994
- Erdoğan,Oral; Meral Varış Tezcanlı; Avrupa Birliği Sermaye Piyasalarının Entegrasyonu ve İstanbul Menkul Kıymetler Borsası, Araştırma Yayınları.No:8, İstanbul Menkul Kıymetler Borsası, Mayıs 1996
- Eser, Rüya Kadriyade; İşletmelerin Finansman Kararlarının Ekonometrik Modeli ve Bir Anket Çalışması,Sermaye Piyasası Kurulu, Yayın No:26, 1990
- Gordon, Myron J.; Optimal Investment and Financing Policy, May 1963
- Gordon, Myron J.; The Investment, Financing and Valuation of the Corporation, Richard D. Irwin, Homewood, Ill., 1962.
- Gönenli, Atilla; İşletmelerde Finansal Yönetim, 7. Baskı, İstanbul 1991.
- Graham, Benjamin; Dodd, David L.;Cottle, Sidney; Security Analysis, New York:McGraw Hill Inc., 4th Ed.,1962

- Haley, Charles D.; Lawrence D. Schall, The Theory Of Financial Decisions, Second Edition,
- Higgins, Robert C.; Analysis for Financial Managemet, Richard D. Irwin Inc.,Homewood, USA 1992.
- Hirt, Geoffrey A., Stanley B.Black; Fundamentals Of Investment Management, Irwin-1993.
- Johnson, W. Robert; Financial Management, Alllys and Bacon, Inc., Boston,1971.
- Kocaman, Berna; Yatırım Teorisinde Modern Gelişmeler ve İstanbul Menkul Kıymetler Borsası'nda Bazı Değerlendirme ve Gözlemler, Araştırma Yayınları.No:5, İstanbul Menkul Kıymetler Borsası,Haziran 1995
- Kalay, Avner; Stockholder - Bondholder Conflict And Dividend Constraints, New York University, New York NY 10003, USA-1982.
- Koutsoyiannis, A.; Ekonometri Kuramı Ekonometri Yöntemlerinin Tanıtımına Giriş, Çev.: Ümit Şenesen , Gülay Günlük Şenesen, V Teori Yayınları, Ankara 1989.
- Lee, Cheng F.; Financial Analysis And Planing: Theory And Application, Addison Wesley Publishing Company, 1985.
- Lerner, Eugene; Carleton Williard; A Theory Of Financial Analysis, New York. Harbrace Inc.,1966.
- Lery, Haim-Sarnat Marshall; Capital Investment and Financial Decisions, London, Prentice Hall International 1978.
- Levi, M.; International Finance, Second Edition, Mc Graw Hill, New York-1990.
- Lucia, S. Chang And Kenneth S. Most; The Perceived Usefulness Of Financial Statement For Investor' Decisions'', University Presses Of Florida, 1985.

- Mao, James, C.T.; Corporate Financial Decision, Rovnan Publishers, Palo, Alto, California, 1976.
- Özdemir, Muharrem; İşletme Finansmanı, Sakarya Üniversitesi Matbaası, 1995.
- Özer, Gökhan; Muhasebe Karları İle Hisse Senedi Verimleri Arasındaki İlişkiler: İ.M.K.B.' da Deneysel Bir Analiz, Ankara-1996.
- Sarıkamış, Cevat; Sermaye Pazarları, İ.Ü. İşletme Fakültesi, Yayın No: III. İst.-1980
- Sharpe, William F.; Investments, Second Editions, Prentice- Hall, 1981.
- Stiglitz, Joseph E.; Economics of The Public Sector, Second Ed.New York, W.N.Narton Comp, Inc, 1988, Çev.Ömer Faruk Batırel, İstanbul 1994.
- Tecer, Meral; İşletmelerde Sermaye Maliyeti, Türkiye ve Orta Doğu Amme İdaresi Enstitüsü Yayınları, No.188, Ankara 1980.
- Tezcanlı, Meral Varış;Oral Erdoğan; Avrupa Birliği Sermaye Piyasalarının Entegrasyonu ve İstanbul Menkul Kıymet Borsası, İstanbul Menkul Kıymetler Borsası Araştırma Yayınları, No.8, İstanbul-1996.
- Tokol, Tuncer; Ali Ceylan; Enflasyon ortamında Yatırım Projelerinin Değerlendirilmesi, Finansal Yönetim ve Yatırım Planlaması, Yıl. 2,Sayı. 8, Aralık- 1980.
- Türko, Metin; Değerleme Açısından Kar Dağıtım Politikası, A.Ü.Yayını, Erzurum 1985.
- Van Horne, James C.; Financial Management and Policy, Fifth Edition, Prentice Hall,Int Ed., London 1995.
- Van Horne, James C.; Financial Management and Policy,

New Jersey- 1968.

Van Horne James C.; Fundamentals of Financial Management,  
Fifty Edition, Prentice-Hall, Int.Ed., London 1980.

Vincent C. Brenner; Financial Statement Users' Views of The  
Desirability of Accounting Research, Autumn 1970.

Weston, J.Fred;Eguene F. Brigham; Esential of Management  
Finance, Ninth Edition,1990.

Weston, J. Fred;Copeland, Thomas E.; Managerial Finance, Ninth  
Edition, USA-1995.



## MAKALELER

- Auerbach, A.; M. Feldstein; "The Effects Of Taxation On Savings And Risk Taking", Handbook Of Public Economics, Vol.1, Amsterdam: North Holland, 1985.
- Alex Kane; Young Ki Lee ve Alan Marcus; "Earning and Dividends Announcements: Is There a Corporation Effect?", The Journal of Finance, September 1984.
- Anderson R.; "The Usefulness of Accounting and Other Information Disclosed in Corporate Annual Report to Institutional Investor in Australia", Accounting and Business Research, Autumn 1981.
- Arditti, Fred D. and John M. Pinkerton; "The Valuation and Cost of Capital on The Levered Firm With Growth Opportunities", Journal of Finance 33 (March) 1978.
- Ball, Ray ve Philip Brown; "An Ampirical Evaluation of Accounting Income Numbers", Journal of Accounting Research, Autumn-1968.
- Ball, C. Ben Jr.; "The Mysterious Dissaperance Of Retained Earnings", Harvard Businnes Review, July-August 1987.
- Barges, Alexander; "Growt Rates And Debt Capacity", Reading in Financial Management.
- Barker, C. A.; "Evaluation of Stock Dividends", Harvard Business Review, July-August 1958.
- Bartov, Eli; Gordon M. Bodnar; " Firm Valuation, Earnings Expectations, and The Exchange- Rate Exposure Effect ", The Journal of Finance, Vol. XLIV, No. 5, December-1994.



- Basu, Sanjoy; "The Relationship Between Earning' Yield, Market Value and Return:For NYSE Common Stocks: Further Evidence", Journal Of Financial Economics 12, 1983.
- Berliner, Robert W.; "Do Analists Use Inflation-Adjusted Information? Results of a Survey", Financial Analist Journal, March/April 1983.
- Black, Fischer; Myron Scholes; "The Effects of Dividend Yield and Dividend Policy on Common Stocks Prices and Returns", Journal of Financial Economics, May 1974.
- Bozkurt, Ünal; "Hisse Senedi Yatırımlarında Risk, Karlılık ve Değerleme", İstanbul 1977, (Yayınlanmamış Doçentlik Tezi).
- Brennan, Michael J.; "Investor Taxes Market Equilibrium and Corporate Finance", Ph. D. Dissertation MIT, June-1970.
- Brennan, Michael J.; Anjon V.Thakar; "Shareholder Preferences and Dividend Policy", Journal of Finance, (September 1990).
- Brown, Stewart L.; "Earnings Changes, Stock Prices, and Market Efficiency", The Journal Of Finance, March- 1978.
- Burton, Alan; " Shareholder Value Budgeting ", Management Accounting, June- 1996.
- Chambers, Anne E.; Stephen H. Penman; "Timeliness of Reporting and The Stock Price Reaction to Earnings Announcements", Journal of Accounting Research, Spring- 1984.
- Chang, Rosita ; Schan PI-Rhee; "The Impact of Personal Taxes on Corporate Dividend Policy and Capital Structure Decisions", Financial Management, Summer 1990.
- Chang, S. J. ve Son Nan Chen; "Information Effects of Earnings

- and Dividend Announcements on Common stock Returns: Are They Interactive?”, Journal of Economics and Business, May 1992.
- Cox, Clifford T.; “ Relationships Between Timeliness in Corporate Reporting and Corporate Attribcasts”, The Accounting Review, October 1985.
- Çağlar, Tülin; “Hisse Senedi Şeklinde Dividand Dağıtımını ve Türkiye’deki Uygulaması”, İşletme Fak.Muh.Enst.Dergisi, Yıl: 2, Kasım 1976.
- Dağlı, Hüseyin; “ Türkiye’nin Risk Ve Getiri Açısından Gelişen Hisse Senedi Piyasaları Arasındaki Yeri ”, Sermaye Piyasası ve İMKB Üzerine Çalışmalar, 1996
- Deangelo, Harry; Linda Deangelo; Douglas J. Skinner; “ Dividens And Losses”, The Journal Of Finance, Vol. XLVII, NO.5 December 1992.
- Dhillon, Upender S.; Johnson, Herb; “The Effect Of Dividend Changes On Stock And Bond Prices” The Journal Of Finance.Vol. XLIX No. 1, Mart- 1994.
- Doğukanlı, Hatice; “Enflasyonun Banka Hisse Senedi Verimi Üzerine Etkisi”, Bankacılar Dergisi, Türkiye Bankalar Birliği Yayını, S.14, Temmuz 1994.
- Donn, Larry Y.; “Common Stock Repurchase; An Analysis of Returns to Bondholders and Stockholders, Journal of Financial Stock Repurchases and Market Signalling and Managerial Incentives”, Journal of Financial and Quantitative Analysis, 19 June 1984.
- Eades, Kenneth M.; Patrick J. Hess; E. Han Kim; “ Time-Series Variation In Dividend Pricing”, The Journal Of Finance, Vol. XLIX, No. 5, December 1994.

- Easton, Stephen A. ve N. A. Sinclair; "The Impact of Unexpected Earnings and Dividends on Abnormal Returns to Equity", *Accounting and Finance*, May 1989.
- Givol, Dan; Dan Palmon; "Timeliness Of Annual Earnings Announcements: Some Empirical Evidence", *The Accounting Review*, July 1982.
- Gordon, Myron J.; *The Investment, Financing and Valuation of The Corporation*, Richard D. Irwin, Homewood, Ill., 1962.
- Göker, Erol; *Mali Sorunlara Çözüm Dergisi*, Yıl: 1, S:2, 1985.
- Hertzel, Michael G.; "The Effects Of Stock Repurchases On Rival Firms", *The Journal Of Finance*, Vol.XLVI, No. 2, June- 1991.
- Hines Jr., James R.; "Dividends and Profits: Some Unsubtle Foreign Influences ", *The Journal of Finance*, Vol: LI, No: 2, June 1996.
- İnselbağ, Işın; "İşletmelerin Yatırım ve Finansman Kararları Arasında Etkileşim", (Yayınlanmamış Doçentlik Tezi) İstanbul 1978.
- Jensen, Michael C.; William H. Meckling; "The Theory Of Firm ; Managerial Behavior, Agency Costs And Ownership Structure ", *Journal of Financial Economics*, October-1976.
- Joh Gun-Ho Chi-Wen Jevons Lee: "Stock Price Response to Accounting Information in Oligopoly", *Journal of Business*, Vol. 65, No. 3.
- Keim, Donald B.; "A New Look at The Effects of Firm Size and E/P Ratio on Stock Returns", *Financial Analysts Journal*, Marc- April 1990.
- Kızılot, Şükrü; "Anonim Şirketlerde Kar Dağılımı", *Mali Sorunlara Çözüm Dergisi*, Yıl.1, Sayı.2, Şubat-1985.

- Kim, I.; K. Ramaswamy; S. Sundaresan; "Does Default Risk In Coupons Affect The Valuation Of Corporate Bonds?: A Contingent Claims Model", *Financial Management*. 22, 1993.
- Knight, Rory F.; "The Information Content of Swiss Corporate Earnings and Dividend Announcements", *Swiss Journal of Economics and Statistics*, September 1991.
- Koutsoyiannis, A.; "Ekonometri Kuramı ve Ekonometri Yöntemlerinin Tanıtımına Giriş", Çev.: Ümit Şenesen, Gülay Günlük-Şenesen, V Teori Yayınları, Ankara 1989.
- Kwan, Clarence C. Y.; "Efficient Market Test of The Informational Content of Dividend Announcements: Critique and Extension", *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, June 1981.
- Lang, Mark; "Time-Varying Stock Price Response to Earnings Induced by Uncertainty About The Time-Series Process of Earnings", *Journal of Accounting Research*, Autumn 1991.
- Lee, Cheng F.; *Financial Analysis And Planning: Theory And Application*, Addison Wesley Publishing Company, 1985.
- Lee, D. Scott; H. Mikkelsen Wayne; M. Megan Partch; "Manager's Trading Around Stock Repurchases", *The Journal Of Finance*, Vol. XLVII, No. 5, December-1992.
- Leland, Hayne E.; "Corporate Debt Value, Bond Covenants, and Optimal Capital Structure", *The Journal of Finance*, Vol. XLIX, No. 4, September - 1994.
- Lintner, John; "Dividends, Earning, Leverage, Stocks Prices, and The Supply of Capital to Corporations", *Review of Economics and Statistics*, August 1962.

- Lintner John; "Distribution of Incomes of Corporations Among Dividends, Retained Earnings and Taxes", American Economic Review, May-1956.
- Loderer, Claudio F.; David C. Mauer; "Corporate Dividends and Seasoned Equity Issues: An Ampirical Investigation", The Journal Of Finance, Vol. XLVII, No.1, March-1992.
- Luck, F. Ackert; "Stock Price Volatility, Ordinary Dividends, and Other Cash Flows to Shareholders", The Journal Of Finance, Vol. XLVIII, No. 4, September -1993.
- Mella, P., and J. Parsons; "The Agency Costs of Debt", Journal of Finance 47.
- Miller, Merton H.; "Debt and Taxes", Journal of Finance 32.
- Miller M. -F. Modigliani; "Dividend Policy, Growth and The Valuation of Shares ", Journal of Business, October- 1961.
- Miller M.-F. Modigliani; "Cost of Capital, Corporation Finance and The Theory of Inverstment", American Economic Review, XIVIII, July 1958.
- Modigliani, F.; M.H.Miller; "The Cost of Capital, Carporation Finance and dhe Theory of Investment", American Economic Review 48, (1988).
- Niederheffer, V.; Regan, P., "Earning Changes, Analysis' Forecasts and Stock Price", Financial Analist Journal , May-June 1972.
- Oppenheimer, Henry R., Terry E. Dielman; " An Examination of Investor Behavior During Periods of Large Dividend Changes", Journal of Financial and Quantitative Analysis, June-1984.
- Paul M. Healy ve Krishna G. Palepu; "Earnings Information Conveyed by Dividend Initiatin and Omissions", Journal

- of Financial Economics, September 1988.
- Pfahl, John K.; David T. Crary; R. Hayden Howard; "The Limit of Leverage", Financial Executive 38 (May 1970).
- Sarıkamış, Cevat; Optimal Sermaye Yapısının Belirlenmesi, (Yayınlanmamış Doçentlik Tezi), İstanbul 1970.
- S. Masulis, R.; "Stock Repurchases By Tender Offer; An Analysis of The Causes Of Common Stock Price Changes", Journal Of Fianance 35.
- Scholes, M., G. Wilson ve M. Wolfson; "Tax Planning, Regulatory Capital Planning and Financial Reporting Strategy for Financial Intitutions", The Review of Financial Studies, Vol. 3, No.4, 1990.
- Shefrin, Hersh M; Meir Statman; "Explanning Investor Preferences for Cash Dividends", Journal of Financial Economics, June 1984.
- Strong, Norman; "The Relation Between Returns And Earnings: Evidence for The UK", Accounting and Business Research, Vol.24, No. 93.
- Süel, Hasan; "Şirket Değerlemesi", İktisat İşletme Ve Finans Dergisi, Yıl. 10, Sayı. 117, Aralık-1995.
- Şengül, Selami; "Sermaye Piyasası Temel Kavramlar Ve Kurumlar", Vergi Dünyası, Sayı.189, Mayıs 1997.
- Tecer, Meral; İşletmelerde Sermaye Maliyeti, Türkiye ve Orta Doğu Amme İdaresi Enstitüsü Yayınları, No.188, Ankara 1980.
- Thomas, Deborah W.; Keith F. Sellers; "Eliminate The Double Taxon Dividends", Journal Of Accountancy, November-1994.
- Tokmak, Safiye; "Anonim Şirketlerde Azınlık Hakları", Mali

- Sorunlara Çözüm Dergisi, Yıl. 1, Sayı. 2, Şubat-1985.
- Tokol, Tuncer; Ali Ceylan; "Enflasyon ortamında Yatırım projelerinin Değerlendirilmesi", Finansal Yönetim ve Yatırım Planlaması, Yıl. 2, Sayı. 8, Aralık- 1980.
- Türen, Şeref; "Optimum Sermaye Yapısı, Sermaye Pazarı Kuramı ve Pay Senetlerinin Sistemik Riski Üzerine Bir Çalışma", (Yayınlanmamış Doçentlik Tezi), İstanbul 1979.
- Ünal, Targan; Gelişen Borsalarda Kurumsal Yatırımcılar Türkiye Örneği Sorunlar ve Çözüm Önerileri, Araştırma Yayınları.No:7, İstanbul Menkul Kıymetler Borsası, Temmuz 1995
- Venkatesh, C.; "The Impact of Dividend Initiation on The Information Content of Earnings Announcements and Returns Volatility", Journal of Business, Vol. 62, No. 2.
- Vincent C. Brenner; "Financial Statement Users' Views of The Desirability of Accounting Research, Autumn 1970.
- William C. Norby; "Applications of Inflation-Adjusted Accounting Data", Financial Analyst Journal, Marc/April 1983.
- Watts, Ross; "The Information Content of Dividend", Journal of Business, April 1973.
- Walter, E.James; "Dividend Policy and Common Stok Prices", The Journal of Finance, Vol. XI, March 1956.
- Yenigün, İnci; "Temettü Ödemelerinin fiyatlara Etkisi", Finans Dünyası, Sayı. 73, Ocak 1996.
- Zeghal, Daniel; "Firm Size And The Informational Content of Financial Statements", Journal of Financial and Quantitative Analysis, September-1984.

## DİĞER KAYNAKLAR

Banka ve Ekonomik Yorumlar Dergisi; 1990, 1991, 1992, 1993, 1994, 1995, 1996 Yılı'nın Tüm Sayıları ve 1997 Yılı'nın Bir Kısmı

Capital Dergisi: 1994, 1995 ve 1996 Yılına Ait Sayılar

Dünya: 1990-1997 Tarihleri Arasındaki Sayıları.

Ekonomist Dergisi: 1994, 1995 ve 1996 Yılına Ait Sayılar

İMBK: Şirketler Yıllığı (Mali Tablolar), 1992.

İMBK: 1992, 1993, 1994, 1995, 1996 Yılı Faaliyet Raporları

İMKB: Haftalık Bülten, 1991-1996 Yılları Arası

İMKB: Aylık Dergi, 1991-1996 Yılları Arası

İstanbul Sanayi Odası Dergisi; 1993, 1994, 1995 ve 1996 Yılına Ait Sayılar

İstanbul Menkul Kıymetler Borsası, Haftalık Bülten, Yıl:13, No:22, 30 Mayıs 1997

İstanbul Menkul Kıymetler Borsası; Sermaye Piyasası ve İMBK Üzerine Çalışmalar, İşletme ve Finans, 1996.

Milliyet: 1990-1997 Tarihleri Arasındaki Sayıları.

Sermaye Piyasası ve İMKB Üzerine Çalışmalar, İşletme ve Finans Yayınları, Yayın No:4, 1996

Sermaye Piyasası ve Borsa Temel Bilgiler Kılavuzu, Eğitim Yayınları, Yayın No:1, İstanbul Menkul Kıymetler Borsası, Ocak 1997

Sermaye Piyasası Mevzuatı, , Yayın No: 1, Güncelleştirilmiş 4. Baskı, 1995.

Sermaye Piyasası Kanunu.

Türk Ticaret Kanunu

Vergi Usul Kanunu

Gelir ve Kurumlar Vergisi Kanunu



// Dependent Variable is HDTK  
 on 6-24-1997 Time: 10:55  
 L range: 1991 - 1996  
 Number of observations: 6

VARIABLE	COEFFICIENT	STD. ERROR	T-STAT.	2-TAIL SIG.
C	514809.50	140781.39	3.6517746	0.0214
HDTK	1.3212552	0.4783412	2.762497	0.0311

Adjusted R-squared	0.924915	Mean of dependent var	508610.5
Unadjusted R-squared	0.9205431	Std. of dependent var	310180.7
Sum of squares regression	340702.2	Sum of squared resid	4.84E+11
Log likelihood	-83.72388	F-statistic	0.154025
Bin-Manson stat	0.268942	Prob(F-statistic)	0.703367

Coefficients Covariance Matrix

C	1.98E+10	C.HDTK	74822.15
HDTK	11.09501		

Residual Plot

	Y	RESIDUAL	ACTUAL	FITTED
1991	514809.50	202587.	514809.50	514809.50
1992	514809.50	514809.50	514809.50	514809.50
1993	514809.50	490324.	514809.50	514809.50
1994	514809.50	634317	514809.50	514809.50
1995	514809.50	514809.50	514809.50	514809.50
1996	514809.50	1022450	514809.50	514809.50

DEPENDENT VARIABLE IS LOG  
 DATE: 02/24/87 TIME: 10:20  
 SAMPLE RANGE: 1971 - 1975  
 NUMBER OF OBSERVATIONS: 5

VARIABLE	COEFFICIENT	STD. ERROR	T-STAT.	2-TAIL SIG.
C	306744.08	78454.595	3.912560E	0.0173
ROAD	0.2512664	0.2308841	4.12041E4	0.0146
Frequency	0.800000	Mean of dependent var		508820.8
Adjusted Frequency	0.761250	S.D. of dependent var		310180.7
S.E. of regression	171437.2	Sum of squared resid		9.17E+10
Log likelihood	-72.88821	F-statistic		16.97753
Sum of squared sta	1.4107E8	Prob(F-statistic)		0.014607

Insufficient Covariance Matrix

C	3.17E-05	C,ROAD	-11601.40
ROAD	0.056717		

Residual Plot

			obs	RESIDUAL	ACTUAL	FITTED
1	1971			-113510.	302297.	321407.
2	1972			-143814.	15.363.	325175.
3	1973			112302.	490225.	375511.
4	1974			206208.	534012.	427204.
5	1975			-272461.2	519875.	547120.
6	1975			-295581.0	1022730.	1052305.

LS 77 Dependent variable is m50

Date: 6-24-1977 Time: 9:00

SNL range: 1971 - 1976

number of observations: 6

VARIABLE	COEFFICIENT	STD. ERROR	T-STAT.	2-TAIL SIG.
C	-277327.91	166862.33	-1.6720368	0.1298
EDK	31.403751	4.2833142	4.9925891	0.0075
R-squared	0.861907	Mean of dependent var		508620.5
Adjusted R-squared	0.827383	S.D. of dependent var		310180.7
S.E. of regression	178271.3	Sum of squares resid		6.64E+10
Log likelihood	-77.89562	F-statistic		24.92590
Durbin-Watson stat	1.330297	Prob(F-statistic)		0.007509

Coefficient Correlations Matrix

C	1.0000	
EDK	0.2420	1.0000

Residual Plot

	RESIDUAL	ACTUAL	FITTED
1971	120836.	202857.	82058.6
1972	-137841.	121163.	311204.
1973	-41055.	490826.	631886.
1974	-2770.70	534012.	641983.
1975	43504.5	519575.	476370.
1976	114529.	1023750	908221.

DE - Dependent variable is MSB  
 Date: 5-14-1997 / Time: 10:30  
 EMPL range: 1991 - 1996  
 Number of observations: 6

VARIABLE	COEFFICIENT	STD. ERROR	T-STAT.	2-TAIL S
C	115554.45	278260.50	0.4158852	0.696
CHSD	1.0130357	0.6577521	1.5376551	0.198
R-squared	0.372113	Mean of dependent var		50861
Adjusted R-squared	0.215191	Std. of dependent var		31011
Std. of regression	274726.1	Sum of squared resid		3.021
Log likelihood	-92.43254	F-statistic		2.370
Durbin-Watson stat	1.964430	Prob(F-statistic)		0.198

Insufficient Covariance Matrix

C	1.745E+10	0.00000	-167543
CHSD	0.432901		

Residual Plot

YEAR	RESIDUAL	ACTUAL	FIT
1991	-210651.	202897.	4135
1992	-140731.	181353.	3220
1993	190547.	490326.	3002
1994	20233.0	534012.	6137
1995	-238750.	519875.	7588
1996	375349.	1022750	6432

LS / Dependent variable is HSD

Date: 6-24-1997 Time: 10:31

EMPL range: 1991 - 1996

Number of observations: 6

VARIABLE	COEFFICIENT	STD. ERROR	T-STAT.	2-TAIL SIG.
C	54245.782	131573.21	0.3950338	0.7123
HSD	129.50315	30.593450	3.7575900	0.0193
R-squared	0.731987	Mean of dependent var		508620.1
Adjusted R-squared	0.727459	S.D. of dependent var		310180.7
S.E. of regression	151931.9	Sum of squared resid		1.05E+11
Log likelihood	-79.12650	F-statistic		14.34580
Probability > F	2.128578	Prob(F-statistic)		0.019300

Coefficient Covariance matrix

C	1.55E+11	0.00000	
HSD	0.00000	9.36E+09	-7.26E034.

Residual Plot

obs	RESIDUAL	ACTUAL	FITTED
1991	21885.4	202557.	181007.
1992	-37057.9	151363.	219462.
1993	-252940.	490826.	749767.
1994	102345.	634012.	531666.
1995	12594.4	512875.	507281.
1996	157210.	1022750	863538.

DEPENDENT VARIABLE IS MR1  
 DATE: 02-24-1975 TIME: 10:33  
 RAN RANGE: 1971 - 1975  
 NUMBER OF OBSERVATIONS: 5

PARAMETER	COEFFICIENT	STD. ERROR	T-STAT.	2-TAIL SIG
C	457231.49	151152.35	3.0237981	0.0317
MR1	1.251908	0.752733	0.1674478	0.7575
R-squared	0.026152	Mean of dependent var		508620
Adjusted R-squared	-0.217310	S.D. of dependent var		310180
S.E. of regression	342217.5	Sum of squared resid		4.5664
Log likelihood	-53.75667	F-statistic		0.1074
Durbin Watson stat	0.544975	Prob(F-statistic)		0.7595

Coefficient Covariance Matrix

C	2.37E+10	C,MR1	-44265.
MR1	0.583395		

Residual Plot

Obs	RESIDUAL	ACTUAL	FITTED	
1	1971	-267472.	202997.	470365.
2	1972	-307312.	181363.	488725.
3	1973	-94541.6	490321.	585362.
4	1974	77947.7	554012.	656060.
5	1975	58461.7	519575.	481412.
6	1976	532946.	1023750.	489800.

DEP. Dependent Variable is HSD

Date: 6-24-1977 / Time: 10:44

SNPL cards, 1991 - 1996

Number of observations: 6

VARIABLE	COEFFICIENT	STD. ERROR	T-STAT.	2-TAIL SIG.
C	157813.07	31378.400	6.0431758	0.1044
HSD	-1.4875251	1.6601730	-0.9014385	0.5330
HDAK	1.1216581	0.0577374	19.426905	0.0327
HDTK	-3.0640115	0.2466780	-12.471617	0.0509
HODK	47.640555	13.938722	4.5987327	0.1363

F-reduced	0.996994	Mean of dependent var	505620.
Adjusted F-reduced	0.996430	Std. of dependent var	310180.
S.E. of regression	12122.85	Sum of squared resid.	1.47540
Log likelihood	-22.56021	F-statistic	316.783
Likelihood ratio	2.412365	Frob(F-statistic)	0.02623

Coefficient Covariance Matrix

C, C	2.506E+08	C, HSD	-48454.11
C, HSD	1324.141	C, HDAK	-4918.539
C, HDAK	168139.7	C, HDTK	2.723071
HSD, HSD	0.0000007	HSD, HDAK	0.285932
HSD, HDAK	-0.000172	HSD, HDTK	0.003334
HSD, HDTK	-0.0002910	HDAK, HDAK	0.162199
HDAK, HDAK	0.000355	HDAK, HODK	-0.616420
HDTK, HDTK	191.5112		

Residual Plot

	ONE RESIDUAL	ACTUAL	FITTED
1	1991	4447.24	202877.
2	1992	176.539	181363.
3	1993	1663.69	490826.
4	1994	1969.13	634012.
5	1995	-10666.3	519275.
6	1996	2950.74	1022750

DE Dependent Variable is USD  
 Date: 10-1-1997 / Time: 13:47  
 SNR: Range: 1971 to 1996  
 NUMBER OF OBSERVATIONS: 26

VARIABLE	COEFFICIENT	STANDARD ERROR	T-STAT.	2-TAIL SIG.
C	129585.40	48004.682	2.6996644	0.0258
NDAR	1.0211749	0.1287070	7.9330813	0.0000
NDTR	-1.1312197E	0.9437344	-1.2915586	0.4194
NS	0.3020700	0.1453070	2.0771974	0.0205
DNS	0.3021704	0.1274497	2.3690753	0.0169
R-squared	0.575162	Mean of dependent var	508620.	
Adjusted R-squared	0.553109	S.D. of dependent var	310180.	
S.E. of regression	20815.07	Sum of squared resid	4.13E+0	
Log likelihood	-22163394	F-statistic	291.074	
Durbin-Watson stat	2.715575	Prob(F-statistic)	0.04352	

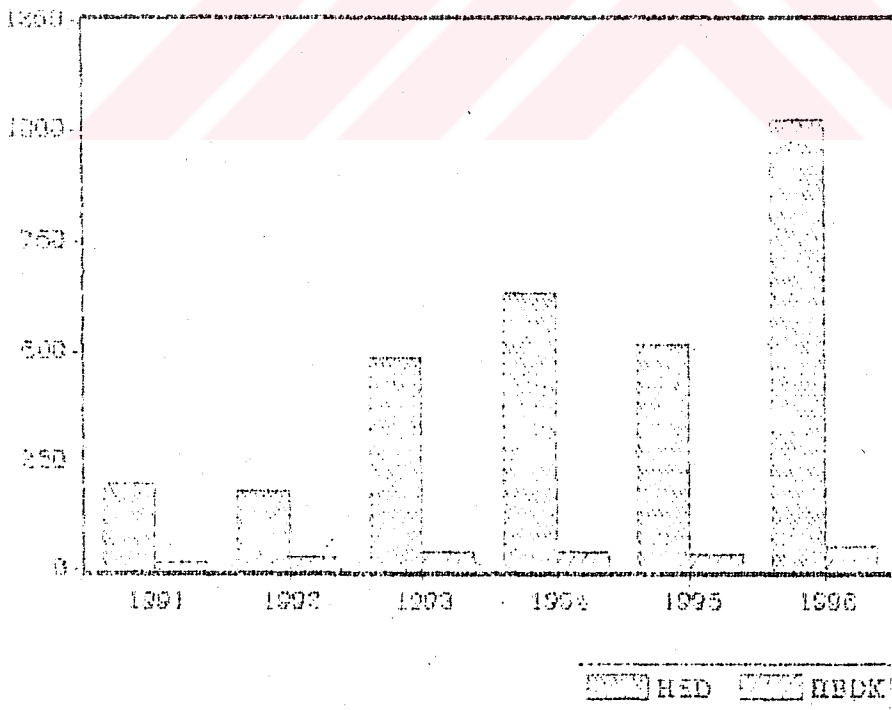
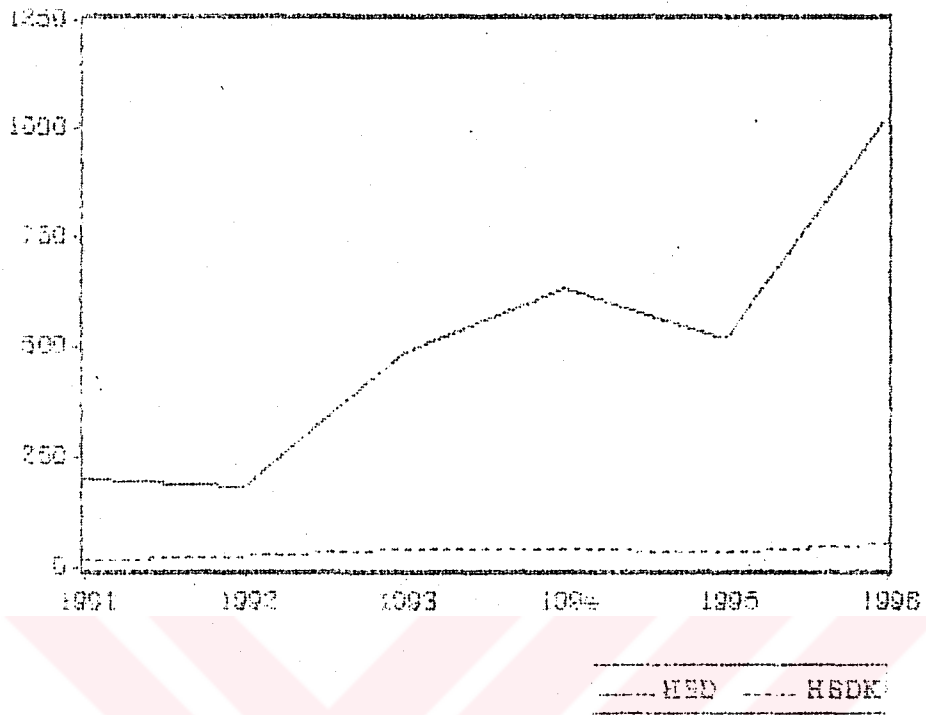
Coefficients of variance matrix

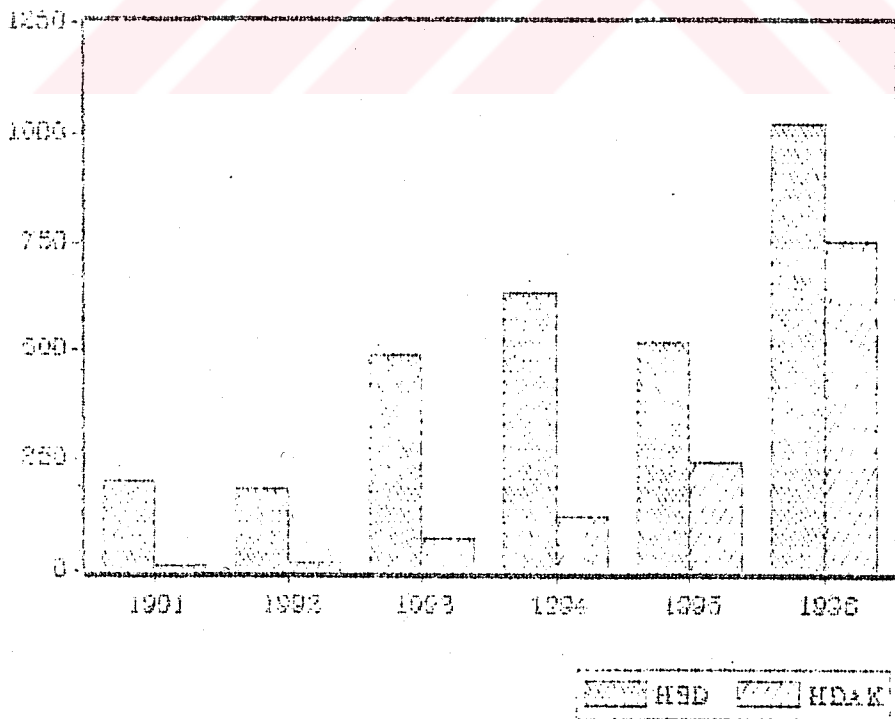
C	0.305405	1, NDAR	5272.545
C, NDAR	0.011571	1, NS	-2109.671
C, DNS	-0.0057057	NDAR, NDAR	0.018115
NDAR, NDTR	-0.113401	NDAR, NS	-0.018069
NDAR, DNS	-0.000002	NDTR, NDTR	0.890335
NDTR, NS	0.148947	NS, NS	0.146385
NS, NS	0.027722	NS, DNS	0.025472
DNS, DNS	0.025037		

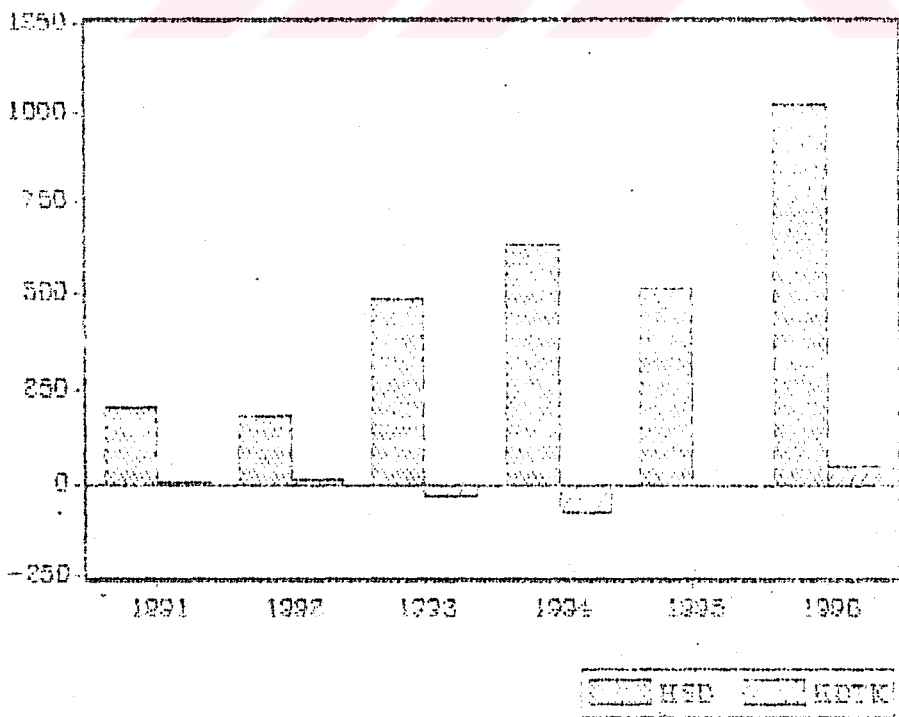
Response Plot

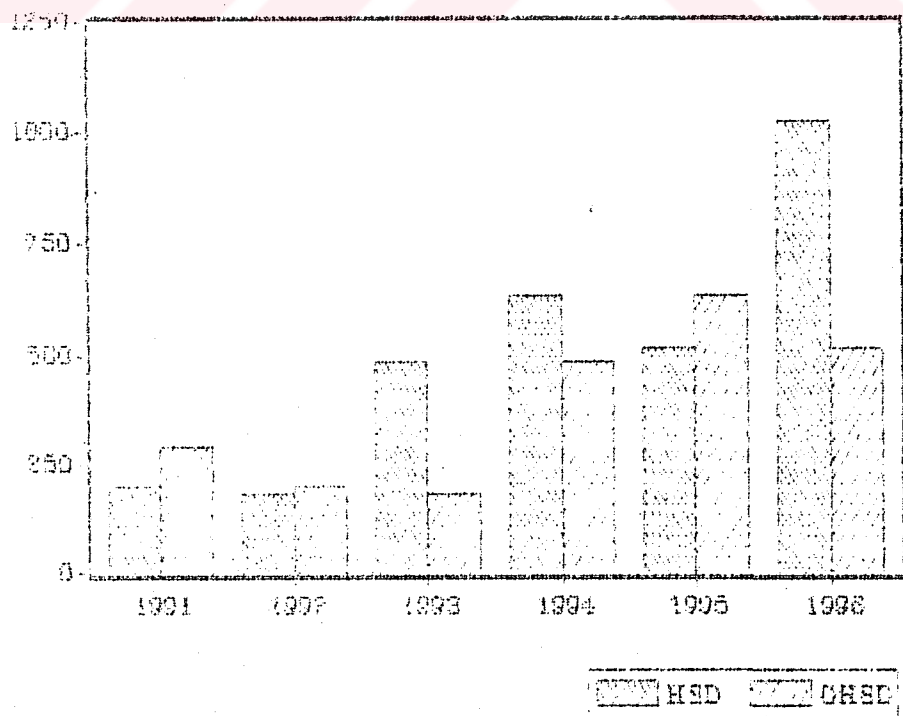
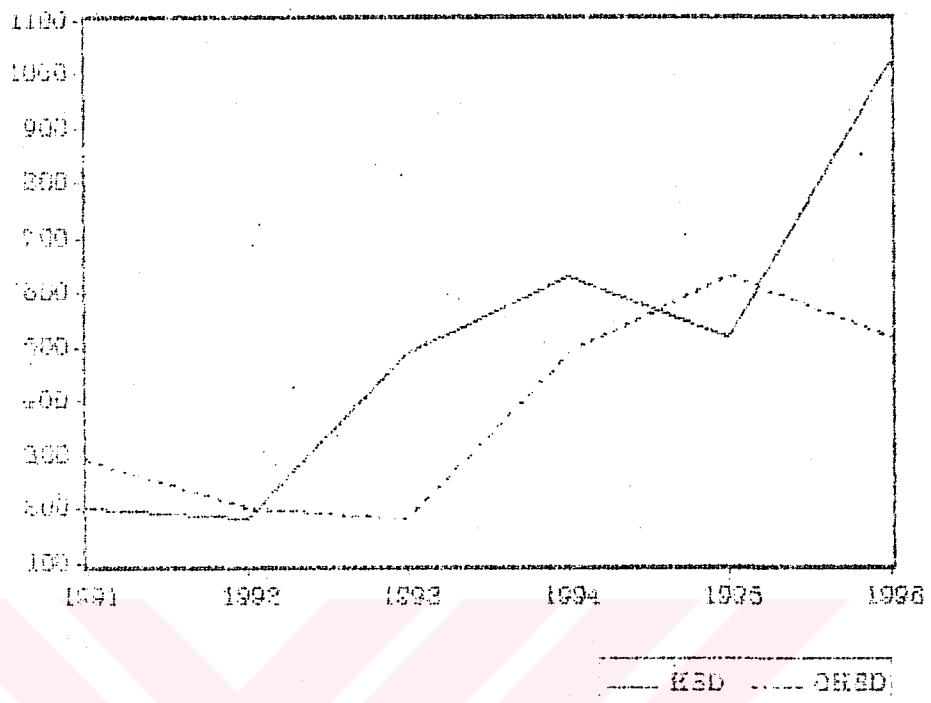
	DATE	RESIDUAL	ACTUAL	FITTED
1	1991	13997.16	202097.	188897.
2	1992	-14051.9	161363.	175444.
3	1993	3075.88	450226.	467601.
4	1994	-1707.56	634001.	635720.
5	1995	-2170.71	517575.	522049.
6	1996	75.730	601750.	601101.

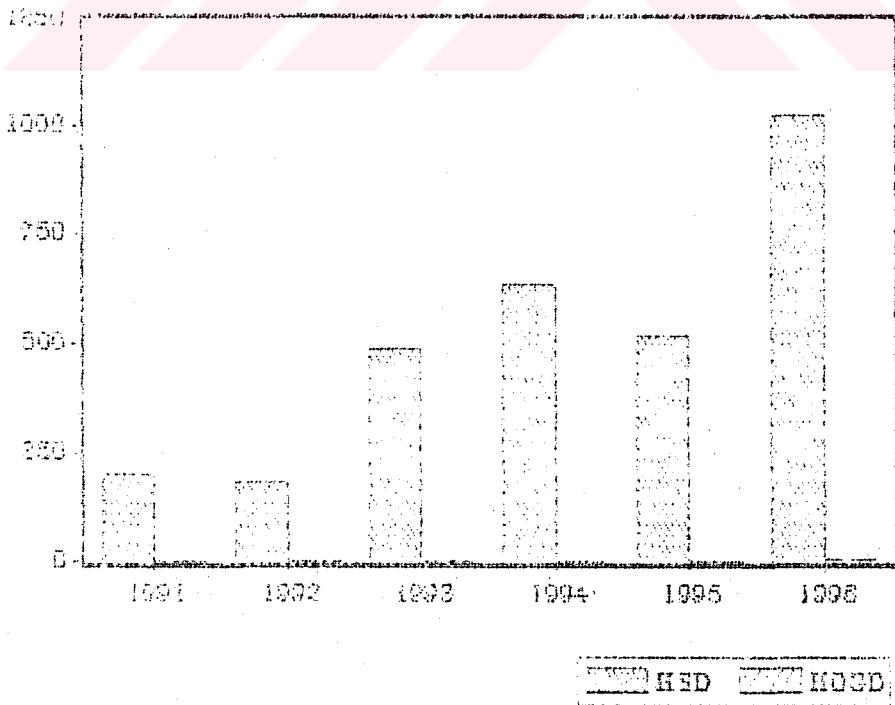
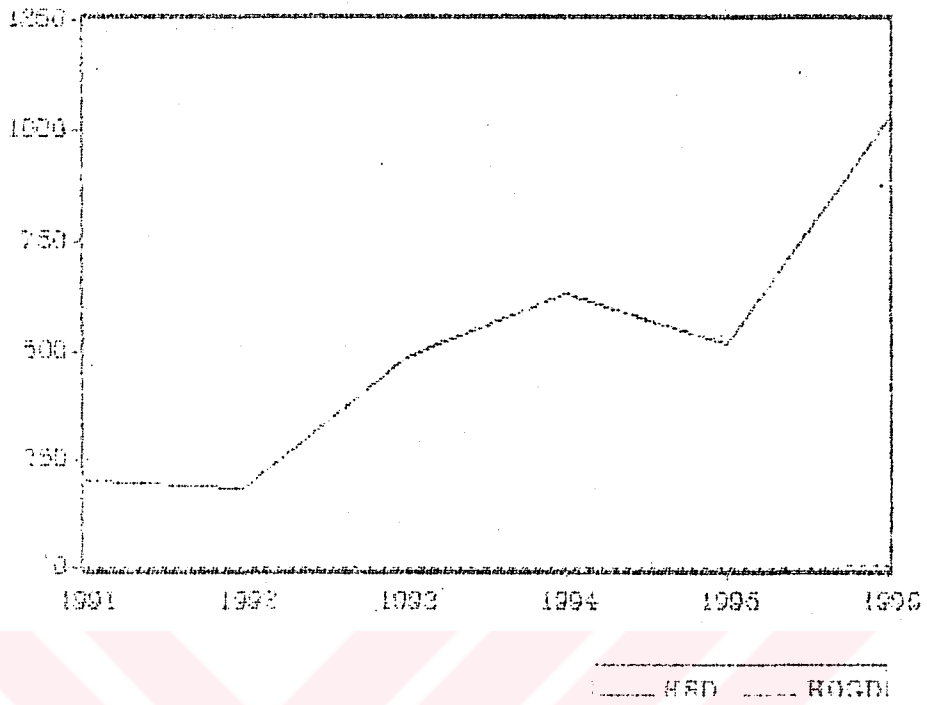


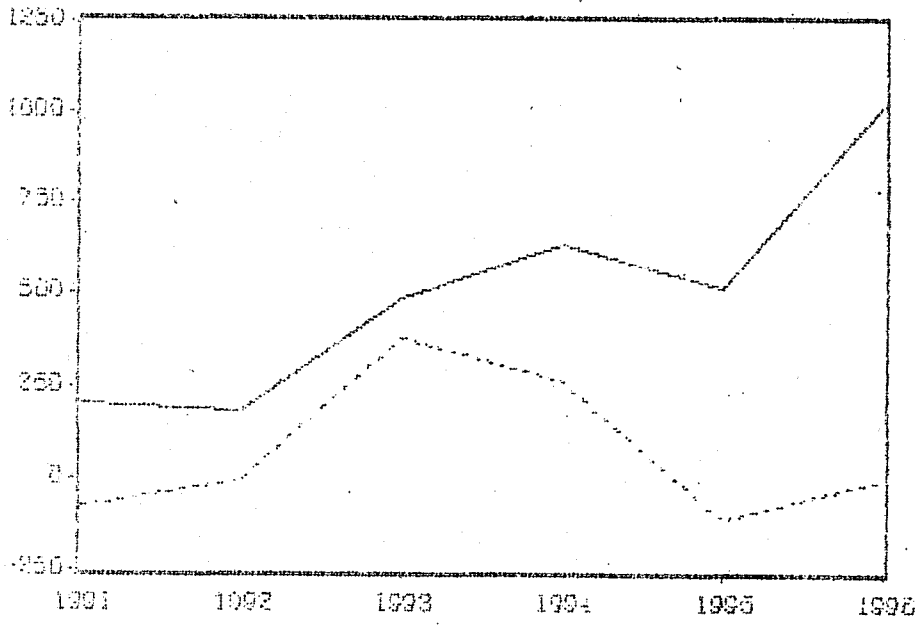




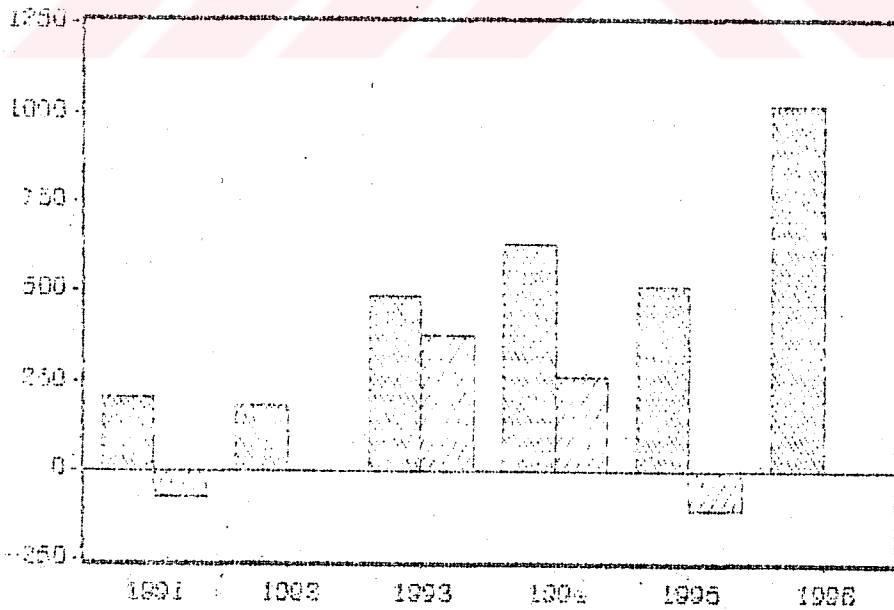








— HED    - - - REV



█ HED    ▨ REV

