

**T.C.
PAMUKKALE ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ
GENEL İŞLETME BİLİM DALI**

**TEMETTÜ POLİTİKASI TEORİLERİ ve İMKB'DE
AMPİRİK BİR ÇALIŞMA**

Yüksek Lisans Tezi

Hazırlayan
Emre KAPLANOĞLU

Danışman
Yrd. Doç.Dr. Hakan AYGÖREN

DENİZLİ 2005

TEZ SINAV SONUÇ FORMU

Bu tez tarafımızdan okunmuş, kapsamı ve niteliği açısından Yüksek Lisans Tezi olarak kabul edilmiştir.

Doç.Dr.Nihal KARGI
(Başkan)

Yrd.Doç.Dr. Hakan AYGÖREN
(Danışman Üye)

Yrd.Doç.Dr. Hakan SARITAŞ
(Üye)

Pamukkale Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Yönetim Kurulu'nun
.....tarih ve sayılı kararıyla onaylanmıştır.

Prof. Dr. Nazım Kadri EKİNCİ
Sosyal Bilimler Enstitüsü Müdürü

ÖZET

Bu çalışmanın amacı, İstanbul Menkul Kıymetler Borsası'nda (İMKB) işlem gören şirketlerin uyguladıkları temettü politikaları ve ödeme biçimlerinin yıllar itibariyle nasıl bir değişim gösterdiği ve bu değişimin şirketler tarafından nasıl yönlendirildiğini analiz etmektir. Bu amaçla, ulusal bir ölçek olan İMKB'de işlem gören ve temettü ödemesinde bulunan tüm şirketlerin nakit ve bedelsiz temettü ödemeleri grafiksel olarak gösterilmiş ve nakit temettü ödeme biçimlerindeki değişim hızları, çoklu regresyon modeli ile analiz edilmiştir.

Çalışmanın birinci bölümünde, genel olarak finansal piyasalar, kâr-temettü ilişkisi, hisse senedi kavramı, firma değeri ve temettü politikasının şirketler için önemine değinilmiştir.

İkinci bölümde, temettü politikası teorileri mükemmel piyasalarda temettü politikası ve mükemmel olmayan piyasalarda temettü politikaları gibi kavramlar, temettü politikasının şirket değeri üzerine olan etkileri irdelenmektedir.

Üçüncü bölümde, temettü politikasını etkileyen temel unsurlar verilerek; temettü dağıtım politikaları, temettü ödeme yöntemleri detaylı bir biçimde incelenmektedir. Ortaya çıkan genel sonuçlar, Türkiye'deki temettü politikasının önemiyle ilişkilendirilmektedir.

Son bölümde ise, İMKB'de işlem gören ve temettü ödemesinde bulunan şirketlerin nakit temettü ödemeleri İMKB-100, imalat sanayi ve finansal kurumlar ayırımına tabi tutulmuş ve nakit temettü ödeme oranları ve temettü dağıtım hızları analiz edilmektedir.

Emre KAPLANOĞLU

ABSTRACT

The aim of this study is to analyze how the dividend policies and types of payment used by those firms in Istanbul Stock Exchange (ISE) differentiated along the years. Besides, the way the firms directed that differentiation constituted another important part of the analysis realized. Having that target, payments in cash and payments without charge of those firms in ISE, as a national scale, have been given as graphs. The change impetus of payments in cash is analysed by multiple regression analysis.

In the first part of the study, such general conceptualizations as financial markets, profit – dividend relationship, concept of stock, firm value and the importance of the dividend policy for the firms were dealt with.

In second section, some other notions as the theories of dividend policy, the dividend policy in perfect and non-perfect markets were given in order to determine the effects of dividend policy over the firm value.

In the third chapter, by giving those elements affecting the dividend policy, dividend distribution policies, dividend payment methods are analysed in an elaborated manner. Those results emerged has been linked with the relative importance of so-called issue in Turkey.

In final chapter of the study, the payments in cash of the firms in ISE have been separated as the ISE-100, manufacturing firms and financial institutions. The relationships between payments in cash ratio and dividend distribution impetus have been analyzed by Lintner's multiple regression model.

Emre KAPLANOĞLU

İÇİNDEKİLER

ÖZET	I
ABSTRACT	II
İÇİNDEKİLER	III
ŞEKİLLER DİZİNİ	V
TABLolar DİZİNİ	VII
ÖNSÖZ	VIII
GİRİŞ	1

Birinci Bölüm**FINANSAL PİYASALAR VE TEMETTÜ POLİTİKASININ ÖNEMİ**

1.1 Genel Kavramlar.....	4
1.1.1 Finansal piyasa kavramı.....	4
1.1.2 Menkul kıymetler piyasası.....	7
1.1.3 Hisse senedi kavramı.....	14
1.1.3.1 Hisse senedi türleri.....	14
1.1.3.2 Hisse senetlerinin sahiplerine sağladıkları haklar.....	16
1.1.3.3 Hisse senetlerinde değer kavramı.....	17
1.1.3.4 Hisse senedinin getirisi.....	18
1.1.4 Kâr ve temettü kavramları.....	19
1.1.5 Firma değeri kavramı.....	19
1.2 Temettü Politikasının Önemi.....	21
1.2.1 Temettü politikasının firmalar için önemi.....	24
1.2.2 Temettü politikasının yatırımcılar için önemi.....	27

İkinci Bölüm**TEMETTÜ POLİTİKASI TEORİLERİ**

2.1 Mükemmel Piyasalarda Temettü Teorisi: M&M Modeli - Kâr Payı İlgisizliği Teorisi.....	29
2.2 Mükemmel Olmayan Piyasalarda Temettü Teorileri.....	34
2.2.1 Eldeki kuş teorisi.....	34
2.2.2 Vergi tercihi.....	38
2.2.2.1 Basit vergi mükellefi modeli.....	39
2.2.2.2 Düzeltilmiş vergi modeli.....	41
2.2.2.3 İki taraflı vergi modeli.....	44
2.2.2.4 Vergiden kaçınma modeli.....	46
2.2.3 Asimetrik bilgi yaklaşımı.....	49
2.2.4 Acenta maliyetleri yaklaşımı (Vekille yönetme maliyetleri).....	52
2.2.5 Finanslama kaynağını veya gelir kaynağını dönüştürmenin maliyetli olması yaklaşımı.....	53

2.2.6 Yatırım ve finansman kararlarının temettü politikasından bağımsız olması yaklaşımı	56
--	----

Üçüncü Bölüm

TEMETTÜ POLİTİKALARI VE TEMETTÜ ÖDEME YÖNTEMLERİ

3.1 Temettü Politikalarının Oluşumunu Etkileyen Unsurlar.....	60
3.1.1 Yasal sınırlamalar	60
3.1.2 Vergi düzenlemeleri.....	63
3.1.3 Yatırım olanakları.....	64
3.1.4 Likidite durumu	64
3.1.5 Ekonomik faktörler ve belirsizlik.....	65
3.1.6 Borçluluk durumu.....	66
3.1.7 Kontrol yetkisini koruma isteği.....	67
3.1.8 Hissedarların tercihleri.....	68
3.2 Temettü Dağıtım Politikaları.....	68
3.2.1 Sabit tutarda yapılan temettü ödemeleri	68
3.2.2 Sabit oranlı temettü ödemeleri	69
3.2.3 Düzenli olarak düşük tutarlı temettü ödemesi ve yapılan ek temettü ödemesi.....	70
3.2.4 Temettü avansı ödemeleri	70
3.3 Temettü Ödeme Yöntemleri	71
3.3.1 Nakit olarak yapılan temettü ödeme yöntemi	71
3.3.2 Hisse senedi şeklinde yapılan temettü ödeme yöntemi	72
3.3.3 Hisse senetlerinin bölünmesi (stock split)	75
3.3.4 Şirketlerin kendi hisse senetlerini satın almaları.....	77
3.4 Türkiye’de Temettü Politikasının Önemi.....	82
3.4.1 Türkiye’de temettü politikasına ilişkin yasal düzenlemeler	84
3.4.2 Türkiye’de temettü politikası uygulamaları.....	88

Dördüncü Bölüm

İMKB’DE AMPİRİK BİR ÇALIŞMA

4.1 Araştırmanın Metodolojisi	108
4.2 İMKB-100 Şirketlerinin Düzeltme Hızları ve Hedeflenen Temettü Ödeme Oranları.....	110
4.3 İmalat Sanayinin Düzeltme Hızları ve Hedeflenen Temettü Ödeme Oranları	113
4.4 Finansal Kurumların Düzeltme Hızları ve Hedeflenen Temettü Ödeme Oranları.....	115
SONUÇ.....	117
KAYNAKLAR.....	121
EKLER.....	124

ŞEKİLLER DİZİNİ

Şekil 1.1: Şirketlerin Nakit Akışları ve Temettü Ödemeleri.....	25
Şekil 2.1: M&M Modelinde Arz ve Talep Eğrileri	32
Şekil 2.2: Temettü İlişkisizdir	36
Şekil 2.3: Temettü İlişkilidir: Yatırımcılar Temettüden Hoşlanırlar (G&L)	37
Şekil 2.4: Basit Vergi Mükellefi Modeli.....	40
Şekil 2.5: Düzeltilmiş Vergi Modeli.....	42
Şekil 2.6: İki Taraflı Vergi Modeli	45
Şekil 2.7: Vergiden Kaçınma Modeli	47
Şekil 2.8: Vergi Kalkanı.....	48
Şekil 2.9: Asimetrik Bilgi Yaklaşımı.....	50
Şekil 2.10: Finanslama Kaynağını veya Gelir Kaynağını Dönüştürmenin Maliyetli	54
Şekil 2.11: Dönüştürme Maliyetlerini İçeren Temettü Modeli	55
Şekil 2.12: Temettü Politikası İlişkinin Piyasalara Göre Dengesi.....	58
Şekil 3.1: 1990 - 1996 Yılları Arasında İMKB’de İşlem Gören Şirketlerin Toplam Nakit Temettü Ödemeleri ve Net Kârları.....	89
Şekil 3.2: 1997 - 2002 Yılları Arasında İMKB’de İşlem Gören Şirketlerin Toplam Nakit Temettü Ödemeleri ve Net Kârları.....	89
Şekil 3.3: İMKB’de 1990-2002 Arasında İşlem Gören Şirketlerin Toplam Nakit + Bedelsiz Temettü / Net Kâr Oranı ve Toplam Nakit + Bedelsiz Temettü Ödemeleri- Net Kârları.....	90
Şekil 3.4: İMKB’de 1990-2002 Arasında İşlem Gören Şirketlerin Toplam Nakit Temettü/Net Kâr Oranı ve Toplam Nakit Temettü Ödemeleri- Net Kârları	91
Şekil 3.5: İMKB’de 1990-2002 Arasında İşlem Gören Şirketlerin Toplam Bedelsiz/Net Kâr Oranı ve Toplam Bedelsiz Temettü Ödemeleri- Net Kârları.....	92
Şekil 3.6: İMKB’de 1994-2002 Arasında Gıda, İçki ve Tütün Sektöründe İşlem Gören Şirketlerin Toplam Nakit+Bedelsiz Temettü/Net Kâr Oranı ve Toplam Nakit+Bedelsiz Temettü Ödemeleri- Net Kârları	93
Şekil 3.7: İMKB’de 1994 - 2002 Arasında Gıda, İçki ve Tütün Sektöründe İşlem Gören Şirketlerin Toplam Nakit Temettü/Net Kâr Oranı ve Toplam Nakit Temettü Ödemeleri - Net Kârları	94
Şekil 3.8: İMKB’de 1994-2002 Arasında Gıda, İçki ve Tütün Sektöründe İşlem Gören Şirketlerin Toplam Bedelsiz Temettü/Net Kâr Oranı ve Toplam Bedelsiz Temettü Ödemeleri- Net Kârları	95
Şekil 3.9: İMKB’de 1994-2002 Arasında Dokuma, Giyim Eşyası, Deri Sektöründe İşlem Gören Şirketlerin Toplam Nakit + Bedelsiz Temettü / Net Kâr Oranı ve Toplam Nakit + Bedelsiz Temettü Ödemeleri- Net Kârları.....	96
Şekil 3.10: İMKB’de 1994-2002 Arasında Dokuma, Giyim Eşyası, Deri Sektöründe İşlem Gören Şirketlerin Toplam Nakit Temettü/Net Kâr Oranı ve Toplam Nakit Temettü Ödemeleri- Net Kârları.....	97
Şekil 3.11: İMKB’de 1994-2002 Arasında Dokuma, Giyim Eşyası, Deri Sektöründe İşlem Gören Şirketlerin Toplam Bedelsiz Temettü/Net Kâr Oranı ve Toplam Bedelsiz Temettü Ödemeleri- Net Kârları	98
Şekil 3.12: İMKB’de 1994-2002 Arasında Kimya,Petrol,Kauçuk ve Plastik	

Sektöründe İşlem Gören Şirketlerin Toplam Nakit+Bedelsiz Temettü/Net Kâr Oranı ve Toplam Nakit+Bedelsiz Temettü Ödemeleri- Net Kârları.....	99
Şekil 3.13: İMKB’de 1994-2002 Arasında Kimya,Petrol,Kauçuk ve Plastik Sektöründe İşlem Gören Şirketlerin Toplam Nakit Temettü/Net Kâr Oranı ve Toplam Nakit Temettü Ödemeleri- Net Kârları.....	100
Şekil 3.14: İMKB’de 1994-2002 Arasında Kimya,Petrol,Kauçuk ve Plastik Sektöründe İşlem Gören Şirketlerin Toplam Bedelsiz Temettü/Net Kâr Oranı ve Toplam Bedelsiz Temettü Ödemeleri- Net Kârları.....	101
Şekil 3.15: İMKB’de 1994-2002 Arasında Taş ve Toprağa Dayalı Sektörde İşlem Gören Şirketlerin Toplam Nakit+Bedelsiz Temettü/Net Kâr Oranı ve Toplam Nakit+Bedelsiz Temettü Ödemeleri- Net Kârları	102
Şekil 3.16: İMKB’de 1994-2002 Arasında Taş ve Toprağa Dayalı Sektörde İşlem Gören Şirketlerin Toplam Nakit Temettü/Net Kâr Oranı ve Toplam Nakit Temettü Ödemeleri- Net Kârları	103
Şekil 3.17: İMKB’de 1994-2002 Arasında Taş ve Toprağa Dayalı Sektörde İşlem Gören Şirketlerin Toplam Bedelsiz Temettü/Net Kâr Oranı ve Toplam Bedelsiz Temettü Ödemeleri- Net Kârları	104
Şekil 3.18: İMKB’de 1994-2002 Arasında Metal Eşya, Makine, Gereç Yapım Sektöründe İşlem Gören Şirketlerin Toplam Nakit+Bedelsiz Temettü/Net Kâr Oranı ve Toplam Nakit+Bedelsiz Temettü Ödemeleri- Net Kârları.....	105
Şekil 3.19: İMKB’de 1994-2002 Arasında Metal Eşya, Makine, Gereç Yapım Sektöründe İşlem Gören Şirketlerin Toplam Nakit Temettü/Net Kâr Oranı ve Toplam Nakit Temettü Ödemeleri- Net Kârları.....	106
Şekil 3.20: İMKB’de 1994-2002 Arasında Metal Eşya, Makine, Gereç Yapım Sektöründe İşlem Gören Şirketlerin Toplam Bedelsiz Temettü/Net Kâr Oranı ve Toplam Bedelsiz Temettü Ödemeleri- Net Kârları.....	107
Şekil 4.1: İMKB-100 Temettü Ödeme Oranları ve Düzeltme Hızları.....	112

TABLolar DİZİNİ

Tablo 1.1: İMKB Hisse Senedi Piyasasına İlişkin Temel Göstergeler	11
Tablo 1.2: Hisse Senedi Nedeniyle İMKB Kotunda Bulunan Şirketlere İlişkin Temel Göstergeler	12
Tablo 3.1: Tam Mükellef Gerçek Kişilere Ait Tasarruf Araçlarının 2005 Yılı Vergisi	86
Tablo 3.2: Halka Açık Anonim Şirketlerle Halka Açık Olmayan Anonim Şirketlerin Kâr Dağıtımı ile İlgili Mevzuatın Karşılaştırılması	87
Tablo 4.1: Analize Tabi Tutulan Dönemlerdeki Hisse Senetleri Sayısı	108
Tablo 4.2: İMKB-100 Şirketlerinin Düzeltme Hızları ve Hedeflenen Temettü Ödeme Oranları	110
Tablo 4.3: İmalat Sanayinin Düzeltme Hızları ve Hedeflenen Temettü Ödeme	113
Tablo 4.4: Finansal Kurumların Düzeltme Hızları ve Hedeflenen Temettü Ödeme Oranları	115

ÖNSÖZ VE TEŞEKKÜR

Bu çalışmanın ortaya çıkmasında, geliştirilmesinde ve sonuçlandırılmasında çok büyük katkıları olan, İMKB'den verilerin temin edilmesinde yardımını ve desteğini esirgemeyen danışman hocam Yrd. Doç. Dr. Hakan AYGÖREN'e ve çalışmanın başlangıcından itibaren verdiği fikirler ve yaptığı yorumlarla beni yönlendiren hocalarım Yrd. Doç. Dr. Hakan SARITAŞ'a ve Yrd. Doç. Dr. Hafize MEDER ÇAKIR'a en içten ve samimi saygılarımı sunarım.

Çalışmanın ampirik kısmında çok değerli yardımları olan değerli Muhasebe-Finansman Ana Bilim Dalı öğretim üyelerine ayrıca teşekkür etmeyi bir borç bilirim. Çalışma boyunca emeği geçen herkese, özellikle Araştırma Görevlisi Naci KARKIN, Araştırma Görevlisi Murat ŞAHİN, Araştırma Görevlisi Halil Tunca ve Araştırma Görevlisi Bilge AKÇA başta olmak üzere, tüm arkadaşlarıma teşekkür ederim.

Bu çalışmam boyunca benden daha meraklı ve istekli olan değerli aile üyelerime, başta babam Veysi KAPLANOĞLU'na, annem Gönül KAPLANOĞLU'na ve kız kardeşim Eda KAPLANOĞLU'na minnettarım.

Emre KAPLANOĞLU

GİRİŞ

Finans biliminde kâr önemli bir kavram olup işletmelerin kurulmasında ve müteşebbislerin motivasyonunda önemli bir araçtır. İş idaresinde kâr, belirli bir hesap döneminin sonundaki öz sermayenin, aynı hesap döneminin başındaki öz sermayeden büyük olması durumunda söz konusu olur. Belirli bir hesap dönemi içindeki gelirler öz sermayeyi artırıcı bir rol oynarken, aynı dönemdeki giderler de sermayeyi azaltıcı bir rol oynarlar. Buna göre kâr, her hesap dönemindeki, öz sermaye artışı olarak kabul edilirken zarar da aynı dönemdeki öz sermaye azalışı olmaktadır. Diğer taraftan kâr belli bir dönemde, ekonomik uğraşlar sonucunun nedeni veya bir ortaklığın mal varlığında oluşan fazlalık olarak da tanımlanabilir. Kâr şirket için olduğu kadar pay sahiplerinin ve işletmede çalışanların emeklerinin karşılanması için de gereklidir. Tasarruflarını şirketlere yatıran yatırımcıların beledikleri karşılık, şirketten sağlayacağı kâr olduğu gibi ilgili kurulların alacakları karar uyarınca, çalışanlar için de bir kazanç sayılır.

Dağıtılabılır kâr ise anonim şirketlerin vergiden önceki bilanço kârından kurumlar vergisi ve diğer yasal yükümlülükler çıktıktan sonra kalan kısmına denir. Anonim şirketlerin sermaye paylarını temsil eden hisse senetlerinin şirketin dağıtılabılır kısmından aldıkları paya ise temettü (kâr payı) denir.

Hisse senedi sahipleri temel olarak iki tür gelir elde ederler. Birincisi, zaman içinde hisse senedinin değerinde meydana gelen artıştan elde edilen gelire sermaye kazancı denir. İkincisi ise, şirketlerin yıl sonunda elde ettikleri kârın dağıtılmasından elde edilen gelir olan kâr payı (temettü) geliridir.

Firma değeri, firmanın hisse senetlerinin piyasa değerini ifade eder. Dolayısıyla, firmanın bir hisse senedinin piyasa değeri ile toplam hisse senedi sayısının çarpımı sonucu bulunacak miktar firmanın (piyasa) değerini ortaya çıkaracaktır. Bir firmanın değeri üç tip finansal karardan etkilenir:

- ✓ Yatırım kararları
- ✓ Finansman kararları
- ✓ Temettü kararları

Bu üç farklı karar unsurları ayrı ayrı başlıklar halinde incelendiğinde üç finansal karar birbirleriyle ilişkilidir.

Şirketler yabancı ve öz kaynak olmak üzere iki şekilde kaynak sağlarlar. Sağlanan bu kaynaklar finansal yönetici tarafından şirket faaliyetlerinin devam ettirilmesinde, büyümeyi desteklemede veya temettü ödemelerinde kullanılabilir. Firmalar, optimal sermaye yapılarını, başka bir deyişle optimal yabancı kaynak/öz sermaye oranını saptadıktan sonra; öz sermayenin ne kadarının yeni sermaye artışı yoluyla, ne kadarının dağıtılmayan kârlarla (oto finansmanla) sağlanacağı konusunda da karara varmalıdırlar. Firmanın temettü politikası, elde edilen net kârın, ortaklara ödenen kısmı ile dağıtılmamış kısmı arasındaki tercihle bağlantılıdır. Nakit temettü ödemeleri, firma bünyesinde dağıtılmamış kâr tutarını azalttığından, temettü politikası, firma için finansman politikasının ayrılmaz bir parçasıdır. Firma açısından bakıldığında, temettü dağıtımını her ne kadar firma bünyesinde bırakılacak kâr tutarını azaltmakla beraber; firma sermaye artışı yoluyla gerekli fonları sağlayarak, kâr dağıtımının doğurduğu fon azalışını giderebilir. Temettü politikası, bazı hallerde bir yatırım kararı, bazı hallerde de finansman kararı görünümü alabilir. Firmanın sermaye piyasalarından kaynak sağlama olanağı yoksa, kâr dağıtımını, firmanın yapacağı yatırımların tutarlarını azaltır, bazı yatırımlarından vazgeçme gereğini doğurur. Burada, kısa vadede, kâr dağıtımını ile firmanın büyüme amaçları arasında bir çelişki söz konusudur. Firmanın sermaye piyasalarından kaynak sağlama olanağı varsa kâr dağıtımını, bir finansman kararıdır. Şirket, burada, finansman gereksinimini, şirket kârını bünyede alıkoymak veya sermaye artışı yoluyla finansman gereksinimini karşılamak seçenekleri arasında tercih yapar.

Hisse senedi sahiplerinin temettü talepleri farklılık gösterebilir. Yüksek vergi diliminde bulunan yatırımcılar az temettü ödeyen ya da hiç temettü ödemeyen firmaları tercih ederler. Öte yandan, istikrarlı bir gelir akımı elde etmek isteyen yatırımcılar ise cömert bir temettü politikası olan firmaları tercih ederler. Başka bir ifadeyle; marjinal vergi statüsüne dayanarak düşük vergi diliminde olan bazı yatırımcılar yüksek temettü ödeyen hisse senetlerini tercih edeceklerdir.

Şirketlerde yıllar itibariyle net kâr artışları veya azalışları olmakta ve buna bağlı olarak ödenen nakit temettü oranları da değişmektedir. Ancak temettü ödeme oranlarındaki artışlar ve azalışlar net kârdaki azalış veya artışlar ile doğrusallık

göstermemektedir. Şirketler, ödedikleri temettü miktarında düzeltme yapmaktadırlar. Bu çalışmanın amacı, İMKB’de işlem gören ve nakit temettü ödemesinde bulunan şirketlerin yıllar itibariyle temettü ödeme oranları ve düzeltme hızları davranışlarını ortaya koymaktır.

Çalışmanın amacı, İMKB’de işlem gören ve nakit temettü ödemesinde bulunan şirketlerin 1990-2002 dönemine ait veriler kullanılarak, İMKB’de temettü ödeme oranları ve düzeltme hızları davranışını incelemektir. Yapılan analizlerde dönemler itibariyle sabit bir temettü ödeme oranının mevcut olmadığı tespit edilmiştir. Temettü politikalarını etkileyen genel ekonomik belirsizlik, vergi, yasal düzenlemeler gibi unsurların düzeltme hızları üzerinde etkili olduğu sonucuna varılmıştır.

Çalışma dört bölümden oluşmaktadır. Birinci bölümde, finansal piyasalar, Türkiye’de menkul kıymetler piyasasının gelişimi, hisse senedi kavramı, kâr-temettü ilişkisi, firma değeri ve temettü politikasının şirketler için önemi anlatılmaktadır.

İkinci bölümde, temettü politikası teorileri mükemmel piyasalarda temettü politikası ve mükemmel olmayan piyasalarda temettü politikaları gibi kavramlar, temettü politikasının şirket değeri üzerine olan etkileri irdelenmektedir.

Üçüncü bölümde, temettü politikasını etkileyen temel unsurlar verilerek; temettü dağıtım politikaları, temettü ödeme yöntemleri detaylı bir biçimde incelenmektedir. Ortaya çıkan genel sonuçlar, Türkiye’deki temettü politikasının önemiyle ilişkilendirilmektedir.

Dördüncü bölümde ise, İMKB’de işlem gören ve temettü ödemesinde bulunan şirketlerin nakit temettü ödemeleri İMKB-100, imalat sanayi ve finansal kurumlar ayırımına tabi tutulmuş ve nakit temettü ödeme oranları ve temettü dağıtım hızları analiz edilmektedir.

BİRİNCİ BÖLÜM

FİNANSAL PİYASALAR VE TEMETTÜ POLİTİKASININ ÖNEMİ

1.1. Genel Kavramlar

Sermaye piyasaları, yatırımcılar, tasarruf sahipleri ve bunlar arasındaki fon akışını sağlayan, aracı kurumlar, bankalar, yatırım ortaklıkları ve yatırım fonları gibi aracı ve yardımcı kuruluşlardan oluşan modern finansman sisteminin bir parçasıdır. Sermaye piyasalarında, fonların arz ve talep edenler arasında el değiştirmesinde aracılık işlevi menkul kıymetler tarafından yapılır ve sermaye piyasalarında yatırım aracı olan hisse senetleri yatırımcısına ortaklık hakkı sağlayan menkul kıymetlerdir. Hisse senedi sahipleri temel olarak iki tür gelir elde ederler. Birincisi, zaman içinde hisse senedinin piyasa değerinde meydana gelen artıştan elde edilen gelire sermaye kazancı denir. İkincisi ise, şirketlerin yıl sonunda elde ettikleri kârın dağıtılmasından elde edilen gelir olan kâr payı (temettü) geliridir. Anonim şirketlerin sermaye paylarını temsil eden hisse senetlerinin şirketin dağıtılabılır kârlarından aldıkları paya temettü (kâr payı) denir. Genel kavramlarda, finansal piyasa kavramı, kâr ve temettü kavramları, hisse senedi kavramı, firma değeri kavramı anlatılmıştır.

1.1.1. Finansal piyasa kavramı

Piyasa kavramı genellikle, teorik ve mekandan soyutlanmış bir kavramdır. Bir ekonomide fon kullananlar ile fon arz edenler arasında fon akışlarını sağlayan kurumlar, fon akışını gerçekleştiren araçlar ile hukuki ve idari kurallardan oluşan yapıya finansal sistem denir. Finansal piyasalar ise bu sistemin bir parçasıdır. Finansal piyasanın etkin çalışmasından beklenen faydalar, yatırım fırsatlarını doğru olarak fiyatlandırması ve fonları yatırımlar arasında optimal şekilde dağıtmasıdır.

Finansal piyasalar, para ve sermaye piyasası biçiminde ikiye ayrılabilir. Para piyasaları, kısa vadeli fon arz ve talebinin karşı karşıya geldiği piyasalardır. Bu piyasanın kurumları genellikle, ticaret ve mevduat bankaları ile devlet kurumlarıdır. Firmalar, bankalardan sağladıkları kredilerle “işletme sermayesi” ihtiyaçlarını karşılarlar. Devlet ise kısa vadeli finansal araçlar ihraç ederek fon ihtiyaçlarını karşılamaya çalışır (Aygören, 2001 : 3).

Sermaye piyasaları, yatırımcılar, tasarruf sahipleri ve bunlar arasındaki fon akışını sağlayan, aracı kurumlar, bankalar, yatırım ortaklıkları ve yatırım fonları gibi aracı ve yardımcı kuruluşlardan oluşan modern finansman sisteminin bir parçasıdır. İşletmeler açısından sermaye piyasaları, uzun vadeli borç ve öz sermaye finanslamasının yapıldığı yerlerdir (Ceylan ve Korkmaz, 2000 : 11).

Tasarruflarını değerlendirmek isteyenler ile fona ihtiyaç duyanları bir araya getiren sermaye piyasası, birincil ve ikincil piyasalardan oluşur. Firmalar, birincil piyasalar aracılığıyla, yeni yatırımlar için daha düşük maliyetli kaynak bulabilirler. Birincil piyasa; fon ihtiyaçlarını karşılamak için hisse senedi ve tahvil ihraç eden firmalarla, tasarruflarını yatırıma dönüştürmek isteyen tasarruf sahiplerini doğrudan buluşturan piyasalardır. Birincil piyasada menkul kıymetlerin satışı yoluyla uzun vadeli fonlar tasarruf sahiplerinden direkt olarak firmalara aktarılır. İkincil piyasalar ise birincil piyasada alınan hisse senedi ve tahvillerin nakde dönüştürüldüğü piyasalardır. Birincil piyasada, menkul kıymet ihraç ederek fon ihtiyacını karşılayan firma fonksiyonunu tamamlamış olur ve ihraç edilen menkul kıymetler ikincil piyasada yatırımcılar arasında el değiştirir. Gelişmiş ikincil piyasalar, tasarruf sahiplerinin daha az maliyetlerle menkul kıymet almasını, alınan menkul kıymetlerin hızlı bir şekilde nakde dönüştürülmesini ve yeni menkul kıymet ihraçlarını kolaylaştırır. Menkul kıymetlerin kolayca nakde dönüştürüldüğü yer olan borsalar, ikincil piyasada menkul kıymetlerini elinden çıkarabilen yatırımcılara, birincil piyasadan yeniden menkul kıymet alma imkanı sağladıklarından, birincil piyasadaki menkul ihraçlarına talep potansiyelinin artmasını sağlarlar. Yatırımcılar, ellerindeki menkul kıymetleri kolayca alıp satabildiklerinden, halka yeni arz edilen menkul kıymetleri almaya daha çok istekli olurlar (Meder, 2000 : 5). Bunun yanında ikincil piyasalar, birincil piyasaya menkul kıymet ihraç edecek firmalar açısından bir barometre görevi görür. Firmalar, ikincil piyasadaki fiyatlara göre menkul kıymet

ihraç ederler. Tasarruf sahipleri de ikincil piyasadaki fiyatlara ve gelişime göre birincil piyasadaki firmaların menkul kıymetlerini talep ederler.

Finansal piyasalara fon sunan özel veya tüzel kişiler, kendi kullanım gereksinmelerini aşan bu fazla fonları, fon gereksinimi duyan kişilere piyasada belirlenen bir fiyatla devretmekte ve belirli bir süre veya süresiz olarak bu fonlardan uzak kalmayı kabullenmektedir. Fon arz edenler, devrettikleri fazla fonlarının karşılığında fon talep edenlerden bir belge almaktadırlar. Fon isteminde bulunanlardan alınan bu belgeye genel olarak “Menkul Kıymet” veya “Finansal Varlık” adı verilmektedir (Sarıkamış, 1998 : 17).

Sermaye piyasalarında, fonların arz ve talep edenler arasında el değiştirmesine aracılık eden menkul kıymetler, “kıymetli evrak”ların bir alt bölümünü oluşturmaktadır. Türk Ticaret Kanunu’ nun (TTK) 557. maddesine göre kıymetli evrak; “içindeki hakkı senetten ayrı olarak ileri sürülemeyen ve bu haktan ayrı olarak başkalarına devredilemeyen senetler” olarak tanımlanmaktadır. TTK’nın tanımı yeterince açık olmakla birlikte, bu tanıma ek olarak yapılabilecek yorum, kıymetli evrakta saklı olan hakkın talebi için senedin ibrazının, söz konusu hakkın devri içinse senedin teslim edilmesinin veya devrinin şart olduğudur (Bolak, 2001 : 123).

Sermaye Piyasası Kanunun’da menkul kıymet kavramı şu şekilde tanımlanmıştır:

“Menkul kıymetler: Ortaklık veya alacaklılık sağlayan, belli bir meblağı temsil eden, yatırım aracı olarak kullanılan, dönemsel gelir getiren, misli nitelikte, seri halinde çıkarılan, ibareleri aynı olan ve şartları Kurulca belirlenen kıymetli evraktır”.

Sermaye piyasası araçları, menkul kıymetler ve diğer sermaye piyasası araçlarından oluşur. Menkul kıymetler (Sermaye Piyasası Kurulu, 2005 : 4);

- ortaklık veya alacaklılık hakkı sağlayan,
- belirli bir tutarı temsil eden,
- yatırım aracı olarak kullanılan,
- dönemsel gelir getiren,
- şartları Sermaye Piyasası Kanunu tarafından belirlenen,

kıymetli evraklardır.

Sermaye piyasalarının temel araçları,

- Tahviller
- Hisse Senetleri
- İntifa Senetleri
- K/Z Ortaklığı Belgeleri
- Hazine Bonoları, devlet ve kamu tüzel kişilerinin tahvil ve bonoları
- İpotekli Borç ve İrat Senetleri'dir.

Hisse senedi, yatırımcısına ortaklık hakkı sağlayan menkul kıymetlere, tahvil de alacaklılık hakkı sağlayan menkul kıymetlere örnek olarak verilebilir. Menkul kıymetler dışında kalan ve şartları Kurulca belirlenen diğer kıymetli evraklar da diğer sermaye piyasası araçlarını oluşturur. Sermaye piyasasının önde gelen bir aracı olan tahviller genel olarak devlet ve şirket tahvili olmak üzere iki grupta incelenebilir. Devlet tahvili, uzun vadeli, düşük faizli ve ödenmeme riski sıfır olan tahvillerdir. Şirket tahvilleri ise uzun vadeli araçlar olup, faizleri, derecelendirilme sonucunda aldıkları puanlara göre belirlenmektedir. Hisse senetleri ise belirli bir vadeye sahip olmayan, getirisi önceden bilinmeyen, anonim şirketlere ortaklık hak ve yetkisi veren ve mülkiyeti temsil eden menkul kıymetlerdir (Karan, 2001 : 21). Hisse senetleri, yatırımcısına fiyat artışlarından elde edilen kazanç dışında bir de firmanın faaliyetleri sonucu elde ettiği kârdan bir kazanç sağlar ki buna da temettü geliri adı verilir.

1.1.2. Menkul kıymetler piyasası

Hisse senedi ve tahvil gibi uzun vadeli yatırım araçlarının alınıp satıldığı pazarlar menkul kıymet borsalarıdır. Bu pazarların en önemli özelliği borç verenlerle borç alanları doğrudan doğruya karşı karşıya getirmesidir. Menkul kıymet borsalarında şeffaf bir ortamda ve standart yöntemlerle fon akışı sağlandığından yatırımcılar çok kolay ve ucuz bir şekilde risk alabilmektedirler. Menkul kıymet borsalarının başlıca yararları, likidite sağlama, fiyat oluşturma, ekonomik gösterge olma, mülkiyeti tabana yayma, kaynak yaratmadır. Gelişmekte olan borsalar da gelişmekte olan ülkelerde faaliyet gösteren borsalardır. Özellikle son yıllarda bu

borsalar giderek önem kazanmışlardır. İstanbul Menkul Kıymet Borsası bu borsalar arasında oldukça önemli bir yere sahiptir (Karan,2001:33).

İMKB resmi olarak faaliyete 3 Ocak 1986 tarihinde geçmiştir. Ancak Türkiye’de borsa faaliyetleri bu tarihten tam 122 yıl önce başlamıştır. 1864 yılında Osmanlı İmparatorluğu’nun son döneminde, ağır dış borçların olduğu bir dönemde, menkul kıymet borsası ile tanışıp, imparatorluğun çöküşü ile borsayı unutan İstanbullular nesiller sonra tekrar borsa ile tanışmışlardır. İstanbul’ da menkul kıymet borsasının tarihçesi Kırım savaşına uzanmaktadır. 1839 yılında tanzimat hareketi ile başlayan Osmanlı İmparatorluğu’nun batılılaşma faaliyetleri ertesinde Osmanlılar, İngiltere ve Fransa ile birlikte Rusya’ya karşı Kırım Savaşı’na girmişlerdir. Bu savaş öncesi ciddi mali sorunları olan Osmanlılar Kırım Savaşı’nı Avrupalı Bankerlerden alınan borçlarla gerçekleştirmişlerdir. Kırım savaşından sonra batılılaşma çabalarını hızlandıran Osmanlılar orduyu yenilemiş, İstanbul’ da yeni binalar ve saraylar yapmış, demiryolu gibi önemli projelere başlamışlardır. İmparatorluğun bu amaçlarla ihraç ettiği tahviller de kısa zamanda elden ele geçmiş ve İstanbul’ da bir ikincil piyasa oluşmuştur. Bu piyasa büyük ölçüde o zamanlar Galata semtinde yaşayan gayrimüslim bankerler tarafından oluşturulmuştur. Bu bankerler 1864 yılında aralarında bir dernek kurarak Havyar Han’ da bir araya gelmişlerdir. Daha sonra bu çabalar neticesinde Türkiye’den alacaklı olan devletlerin de katkılarıyla, İstanbul’da Dersaadet Tahvilat Borsası kurulmuş ve böylece ilk resmi Osmanlı Borsası faaliyete geçmiştir. Borsanın yönetimi için, Maliye Nezaretince bir komiser atanmıştır. 1906 yılında çıkarılan bir nizamname ile borsanın adı “Esham ve Tahvilat Borsası”na çevrilmiş ve bu borsa Cumhuriyet dönemine kadar devam etmiştir. Faaliyetine devam ettiği dönemde İstanbul Borsası, Avrupa’nın aktif borsalarından biri olarak dikkati çekmiş ve İmparatorluğun yıkılması ile uzun süren bir durgunluk dönemine girmiştir. Cumhuriyet’in ilanı ile borsa faaliyetleri büyük ölçüde azalmıştır. Osmanlı borçlarını üstlenen Türkiye Cumhuriyeti, içe yönelik bir ekonomik politika izlemiştir. 1929 yılında tüm dünyayı etkileyen ekonomik kriz bu içe yönelik devletçi politikaların devam etmesini sağlamıştır. İstanbul borsasının ismi birkaç kez değişmiş, 1927 yılında önce adı “Esham ve Tahvilat, Kambiyo ve Nukud Borsası”, 1929 yılında “İstanbul Menkul Kıymetler Borsası” ve 1938 yılında “Kambiyo, Esham ve Tahvilat Borsası” isimlerini almıştır. 1950’lerden itibaren

daha liberal politikalar izleyen Türkiye, 1960 ihtilali sonrası devletin bazı ödemeleri tasarruf bonoları ile yapması sonucu halkın elinde önemli tutarlarda tasarruf bonoları birikmiştir. Bu bonoların Sirkeci’de kurulan ikincil pazarı, Türkiye’de ilk aracı kuruluşların çıkmasına neden olmuştur. 1970’li senelerde Almanya’da çalışan işçilerin tasarrufları ile halka açık şirketler kurulmuş, Türk özel sektörü holdingleşmeye başlamış ve bir borsanın kurulması fikri taraftar bulmaya başlamıştır. Ancak yeni bir piyasanın oluşmasına sıcak bakmayan bankaların etkisi ile TBMM’ye verilen yasa teklifleri görüşülemedi. 1970’li yılların sonlarında %100’lere çıkan enflasyona rağmen, faizlerin devlet tarafından %20 seviyelerinde belirlenmesinin yanı sıra yasalardaki boşluklar, “Banker” adı verilen tefecilerin ortaya çıkmasına neden olmuştur. Halktan aylık %10’a varan faizlerle para toplayan bankerler, kaçınılmaz olarak, çok kısa bir zamanda 1980’lerin başlarında krize girmişlerdir. Bu bunalım, sermaye piyasası kurma çabalarına destek vermiş ve 30.07.1981 tarihinde 2499 Sayılı Sermaye Piyasası Kanunu TBMM’de kabul edilmiş ve İstanbul Menkul Kıymet Borsası 3 Ocak 1986 yılında 41 anonim şirket ve 36 aracı kurumun katılımı ile faaliyete geçmiştir (Karan, 2001 : 66).

Tablo 1.1’de İMKB’nin işlem hacmi yıllar itibariyle incelendiğinde, faaliyete geçtiği 1986 yılında sadece 9 milyar Türk Lirası (13 milyon ABD doları) düzeyinde bulunan işlem hacminin, 2000 yılında 111 katrilyon Türk Lirası (181.9 milyar ABD doları) ile rekor düzeye çıktığı görülmektedir. Ancak 2000 Kasım ve 2001 Şubat krizlerinin etkisiyle işlem hacminde önemli düşüşler yaşanmış, 2002 yılında toplam işlem hacmi 106.3 katrilyon Türk Lirası (70.7 milyar ABD doları) olmuştur. 2003 yılında ise günlük ortalama işlem hacmi 596.1 trilyon Türk Lirası (407 milyar ABD doları), toplam işlem hacmi 146.6 katrilyon Türk Lirasıdır (100.2 milyar ABD doları). Bu rakam bir önceki yıla göre Türk Lirası bazında % 38’lik, dolar bazında ise % 42’lik bir artışı ifade etmektedir. 2003 yılında İMKB’de, 30 milyon adet sözleşme ile günlük ortalama 240 milyar adet olmak üzere toplam 59 trilyon adet hisse senedi el değiştirmiştir (Sermaye Piyasası Kurulu, 2003 : 30).

Tablo 1.1’de 2003 yılı aylık bazda değerlendirildiğinde ise, Ocak 2003’de 208 milyon ABD doları olan günlük ortalama işlem hacmi, yabancı ülkelere asker gönderilmesine ve yabancı silahlı kuvvetlerin Türkiye’de bulundurulmasına ilişkin tezkerenin kabul edilmemesiyle Şubat ayında bir önceki aya göre % 41 oranında

artmış, Mart ayında ise düşüşe geçerek % 27 oranında azaldıktan sonra Nisan ayında 59. Hükümetin kurulmasıyla birlikte % 78 oranında artmıştır. Ancak, seçimlerin iptal edilmesi için yapılan başvurular ve siyasi belirsizliklerin etkisiyle Mayıs, Haziran ve Temmuz aylarında sırasıyla % 8, % 26, % 29 oranında düşen işlem hacmi Ağustos'ta % 72, Eylül'de % 55 ve Irak'a asker gönderilmesine izin veren tezkerenin kabulü ve seçimlerin iptaline ilişkin başvuruların Yüksek Seçim Kurulu tarafından reddedilmesi üzerine Ekim'de % 64 oranında artmıştır. İstanbul'daki bombalı saldırıların etkisiyle, Kasım'da % 22 oranında düşen günlük ortalama işlem hacmi Aralık'ta % 18 oranında artmıştır (Sermaye Piyasası Kurulu, 2003 : 30).

Tablo 1.1: İMKB Hisse Senedi Piyasasına İlişkin Temel Göstergeler

Yıllar	İşgünü Sayısı	Toplam İşlem Hacmi		Toplam İşlem Miktarı (Milyon Adet)	Günlük Ort. İşlem Hacmi (Milyar TL)	Günlük Ort. İşlem Miktarı (Milyon Adet)	Sözleşme Sayıları (Bin Adet)	İMKB Endeksi ISE Index(*) (8601=100)
		(Milyar TL)	(Milyon \$)					
1986	247	9	13	3	0	0	-	170,9
1987	266	105	118	15	0	0	-	673,0
1988	253	149	115	32	1	0	112	373,9
1989	255	1,736	773	238	7	1	247	2,217,7
1990	247	15,313	5,854	1,537	62	6	766	3,255,7
1991	247	35,487	8,502	4,531	144	18	1,446	4,369,2
1992	251	56,339	8,567	10,285	224	41	1,682	1,004,2
1993	246	255,222	21,770	35,249	1,037	143	2,815	20,682,9
1994	253	650,864	23,203	100,062	2,573	396	5,086	27,257,1
1995	251	2,374,055	52,357	306,254	9,458	1,220	11,667	40,024,6
1996	247	3,031,185	37,737	390,924	12,272	1,583	12,446	97,558,8
1997	252	9,048,721	58,104	919,784	35,908	3,650	17,639	(**) 3,451,0
1998	248	18,029,967	70,396	2,242,531	72,701	9,042	21,571	2,597,9
1999	236	36,877,335	84,034	5,823,858	156,260	24,677	25,785	15,208,8
2000	246	111,165,396	181,934	11,075,685	451,892	45,023	32,427	9,437,2
2001	248	93,118,834	80,400	23,938,149	375,479	96,525	31,380	13,782,7
2002	252	106,302,343	70,756	33,933,251	421,835	134,656	28,967	10,369,9
2003	246	146,644,967	100,165	59,099,780	596,118	240,243	29,994	18,625,0

* Ocak 1991'den itibaren Kapanış Fiyatlarına Göre Bileşik Endeks esas alınmıştır.

** 1986-1996 tarihleri arasında hesaplanmış olan İMKB Endeksleri 1986 Ocak= 100 olarak ifade edilirken, 1997 yılından itibaren 1986 Ocak = 1 şeklinde tam sayı olarak hesaplanmaya başlanmıştır.

Kaynak: [www.spk.gov.tr/yayinlar/faaliyetraporu/2003_faaliyet_raporu_\(25052004\)](http://www.spk.gov.tr/yayinlar/faaliyetraporu/2003_faaliyet_raporu_(25052004))

Tablo 1.2: Hisse Senedi Nedeniyle İMKB Kotunda Bulunan Şirketlere İlişkin Temel Göstergeler

Yıllar	Şirket Sayısı	Toplam Nominal Sermaye (1) (Milyar TL) (*)	İMKB'de İşlem Gören Şirketler			Fiyat / Kazanç Oranı (%)		İşlem Görme Oranı (%) (**)
			İşlem Gören Şirket Sayısı	Toplam Nominal Sermaye (Milyar TL)*	Toplam Piyasa Kapitalizasyonu (Milyar TL)	(Milyon \$)	(2)	
1986	348	796	80	294	709	938	5.1	1.2
1987	414	1,614	82	470	3,182	3,125	15.9	3.3
1988	556	3,132	79	841	2,048	1,128	5.0	7.3
1989	730	6,727	76	2,654	15,553	6,756	15.7	11.2
1990	916	14,476	110	10,037	55,238	18,737	24.0	27.7
1991	1,092	32,304	134	22,487	78,907	15,564	15.9	44.9
1992	1,238	49,139	145	31,848	84,809	9,922	11.4	66.5
1993	1,284	71,286	160	46,758	546,316	37,824	25.8	46.8
1994	1,204	109,239	176	97,199	836,118	21,785	24.8	77.8
1995	922	223,804	205	191,249	1,264,998	20,782	9.2	187.7
1996	789	424,725	228	361,320	3,275,038	30,797	12.2	92.8
1997	743	909,295	258	783,234	12,654,308	61,879	24.4	73.3
1998	686	1,885,946	277	1,669,956	10,611,820	33,975	8.8	170.5
1999	319	3,793,195	285	3,392,830	61,137,073	114,271	37.5	60.4
2000	315	6,866,817	315	6,866,817	46,692,373	69,507	16.8	238.5
2001	310	10,515,933	310	10,515,933	68,603,041	47,689	108.3	135.7
2002	288	13,176,817	288	13,176,817	56,370,247	34,402	195.9	188.6
2003	285	16,515,936	285	16,515,936	96,072,744	69,003	14.5	152.6

(*) Toplam Nominal Sermaye, ilave kotasyon işlemleri henüz tamamlanmamış olan son sermaye artırım tutarlarını da içermektedir. (**)

İşlem / Piyasa Kapitalizasyonu

(*) Toplam Nominal Sermaye, ilave kotasyon işlemleri henüz tamamlanmamış olan son sermaye artırım tutarlarını da içermektedir. (**)

İşlem / Piyasa Kapitalizasyonu

Kaynak: [www.spk.gov.tr/yayinlar/faaliyetraporu/2003_faaliyet_raporu_\(25052004\)](http://www.spk.gov.tr/yayinlar/faaliyetraporu/2003_faaliyet_raporu_(25052004))

Tablo 1.2’de İMKB Hisse Senetleri Piyasasında işlem gören şirket sayısı, İMKB’nin kurulduğu 1986 yılı sonunda 80 iken 2003 yılı sonunda 264’ü ulusal pazarda, 16’sı ikinci ulusal pazarda ve 5’i de gözaltı pazarında olmak üzere 285’e çıkmıştır. Bu şirketlerin sahip olduğu toplam nominal sermaye tutarı 16.5 katrilyon Türk Lirası’dır. İMKB’de 1’i ortak satışı, 2’si sermaye artırımını yoluyla olmak üzere 3 adet birincil halka arz ve 4 adet de ikincil halka arz gerçekleştirilmiştir. 1986 yılı sonunda sadece 938 milyon ABD doları (709 milyar TL) düzeyinde olan hisse senetleri İMKB’de işlem gören şirketlerin piyasa değeri 2003 yıl sonu itibariyle 69 milyar ABD dolarına (96.1 katrilyon TL’ye) ulaşmıştır. Bu şirketler 12.29 fiyat/kazanç oranı ve 152.6 işlem görme oranına sahiptirler. Ancak bu makro değerlendirmeyi irdelemek amacıyla biraz ayrıntıya inildiğinde, toplam piyasa kapitalizasyonunun oldukça inişli çıkışlı bir eğilim izlediği görülmektedir. Zira bu değer 1990 yılında 18.7 milyar ABD doları iken 1992 yılında 9.9 milyar ABD dolarına, benzer şekilde 1999 yılında 114.2 milyar ABD doları iken 2003 yılı sonunda 69 milyar ABD dolarına inmiş bulunmaktadır. Piyasa kapitalizasyonunun yıllar itibariyle yüzde değişimleri incelendiğinde ise, dolar bazında en yüksek artışın 1999 yılında yaşandığı gözlenmektedir. 1999 yılında bir önceki yıla göre % 236 oranında bir artış olurken, 2000, 2001 ve 2002 yıllarında piyasa değerleri sırasıyla % 39, % 31 ve % 28.4 oranlarında düşmüştür. Türk Lirası bazında piyasa kapitalizasyonundaki değişim ise 2000 ve 2001 yıllarında dolar bazındaki değişimden daha farklı gerçekleşmiştir. Piyasa kapitalizasyonu 1999 yılında % 474.5 oranında yükselirken, 2000 yılında % 23.2 oranında gerilemiş, 2001 yılında % 47.2 oranında artmış ve 2002 yılında % 18.5 oranında gerilemiştir. 2003 yılı piyasa kapitalizasyonu ise bir önceki yıla göre % 72.7 (ABD doları bazında %103.2) oranında artmıştır (Sermaye Piyasası Kurulu, 2003 : 32).

1.1.3. Hisse senedi kavramı

Sermaye piyasası kanunu tarafından hisse senedi, anonim ortaklıklar tarafından çıkarılan, belirli ortaklık sermayesine katılma payını temsil eden, yasal şekil şartlarına uygun olarak düzenlenmiş kıymetli evrak olarak tanımlanmıştır (Sermaye Piyasası Kurulu, 2004 : 11).

Hisse senedi, işletmelerde sahipliği gösteren bir belgedir. Anonim şirketler, öz sermaye gereksinimlerini hisse senedi ihraç ederek karşılarlar. İşletmeler ihraç ettikleri hisse senetlerinin tümünü halka arz etmeyebilirler. Yatırımcıların sahip oldukları hisse senetleri, çıkarılmış veya dolaşımdaki hisse senetleri olarak ifade edilir. İşletmeler daha fazla fon sağlamak için, daha fazla hisse senedi ihraç edebilirler. Anonim şirketlerin ortaklarına sormadan çıkarabilecekleri sermaye tavanı söz konusudur. Bu tavan kayıtlı sermaye olarak ifade edilir (Ceylan ve Korkmaz, 2001 : 91).

Hisse senedi şirket sermayesinin belirli bir kısmını temsil eder. Anonim ortaklığın ihraç etmiş olduğu tüm hisse senetlerinin itibari (nominal) değerlerinin toplamı, esas sermaye (veya kayıtlı sermaye sisteminde çıkarılmış sermaye) miktarına eşittir (Bolak, 2001 : 126).

1.1.3.1. Hisse senedi türleri

Hisse senedi türleri, nama-hamiline, adi-imtiyazlı, bedelli-bedelsiz, nakit karşılığında çıkarılan hisse senetleri ve primli-primsiz şeklinde gruplandırılabilir.

Nama ve Hamiline yazılı hisse senetleri: Hisse senetleri nama (isme yazılı) ya da hamiline yazılı olarak çıkarılabilir. Hamiline yazılı hisse senetlerinde devir işlemi teslimle tamamlanmış olmaktadır. Nama yazılı hisse senetlerinin devri ciro edilmiş senedin devralana teslimi ile olur. Nama yazılı hisse senetlerinin Borsa'da işlem görebilmesi için, ihraççı yönetim kurulu nama yazılı payların devrinin beyaz ciro yapılabilmesine dair karar almalıdır (Sermaye Piyasası Kurulu, 2005 : 9).

Adi ve imtiyazlı hisse senetleri: Hisse senetleri ana sözleşmede aksine bir hüküm yoksa sahiplerine eşit haklar sağlarlar. Bu tip hisse senetlerine adi hisse senetleri denir. Bir kısım hisse senetleri ise adi hisse senetlerine göre kâra katılmada,

yönetim ve denetim kuruluna üye seçiminde, oy hakkında ve benzeri konularda ana sözleşmeye dayanarak sahiplerine imtiyazlı haklar tanıyabilir. Bir anonim ortaklıkta çeşitli imtiyazlara sahip hisse senetleri bulunuyorsa bu hisse senetleri farklı grup isimleriyle adlandırılırlar (A grubu, B grubu, C grubu gibi) ve Borsa’da farklı sıralarda işlem görürler(Sermaye Piyasası Kurulu, 2004 : 12). Bedelli ve bedelsiz hisse senetleri: Yeni taahhüt veya ödeme yolu ile çıkarılan, diğer bir deyişle bedelli artırıma konu olan hisse senetleri “yeni taahhüt yoluyla çıkarılan hisse senetleri” olarak adlandırılır. Bu hisseler ya kuruluş aşamasında çıkarılırlar ya da sermaye artırımlarında, rüçhan hakkı kullanımıyla eski ortaklar tarafından veya halka arz yoluyla üçüncü kişiler tarafından satın alınırlar. Bu hisseler karşılığında, ortaklık dışı kaynaklardan, ortaklığa ödeme yapılmış olur. Emisyon primleri, yedek akçe, dağıtılmamış kârlar, yeniden değerlendirme değer artış fonu, gayrimenkul satış kazançları veya iştiraklerdeki değer artışlarının sermayeye eklenmesi nedeniyle çıkarılacak hisse senetlerine bedelsiz hisse senedi denir ve bu hisse senetleri için yeni bir ödeme veya yeni bir taahhüde gerek yoktur. Burada aslında mevcut payların değerleri yükseltilmekte ve gerçekte iç kaynaklardan bir ödeme yapılmaktadır. Bu durumda yeni hisse senetleri eskisinin bir uzantısı olduğundan, bedelsiz hisse senetlerini edinme hakkı eski ortaklara yani hisse senedi sahiplerine aittir (Bolak, 2001 : 131).

Nakit karşılığı ve aynı sermaye karşılığı çıkarılan hisse senetleri: Gerek kuruluşta, gerekse sermaye artırımlarında bedelleri nakit olarak ödenen hisse senetlerine, “nakit karşılığı çıkarılan hisse senetleri”, bedelleri paradan başka sermaye ile ödenen senetlere de “aynı sermaye karşılığı hisse senetleri” adı verilmektedir (Bolak, 2001 : 131).

Primli ve primsiz hisse senetleri: Türk hukuk sisteminde itibari (nominal) değeri bulunmayan hisse senedi ihracı söz konusu değildir. Öte yandan TTK 286. maddeye göre de, itibari değerinden aşağı bir bedelle de hisse senedi ihraç edilemez. Bu durumda, üzerinde yazılı değer ile ihraç edilen hisse senetlerine primsiz, itibari değerlerinden yüksek bir bedelle ihraç edilen hisse senetlerine primli hisse senedi denir (Bolak, 2001 : 131).

1.1.3.2. Hisse senetlerinin sahiplerine sağladıkları haklar

Hisse senedi, bir işletmenin tümünün (arsası, binaları, fabrikası, makinaları, demirbaşı, parası, borç ve alacakları, diğer işletmelerdeki iştirak payları, ihtira ve patentleri, peştemallığı dahil olmak üzere) bütün maddi ve manevî varlığının belli bir parçasını temsil eden bir mülkiyet senedir. Bir şirketin hisse senedini alan kimse o işletmenin aktif ve pasifindeki her şeye ortak olur. (Karslı, 2004 : 451) Dolayısıyla hisse senetlerinin sahiplerine sağladıkları hakları aşağıdaki gibi sıralayabiliriz (Sermaye Piyasası Kurulu, 2004 : 12),

- Ortaklık hakkı,
- Yönetime katılma (oy) hakkı (Şirket genel kurullarına katılıp, alınacak kararlar için oy kullanma hakkı),
- Kâr payı alma hakkı,
- Rüşhan hakkı (Yeni pay alma hakkı - Şirket'in gerçekleştireceği sermaye artırımını nedeniyle ihraç edeceği yeni payları öncelikli olarak alma hakkı),
- Tasfiyeden pay alma hakkı, (Şirket'in tasfiye olması durumunda tasfiye sonucuna payı oranında katılma hakkı)
- Bilgi edinme hakkı, (Yönetim kurulunun düzenleyeceği faaliyet raporu, denetim kurulunun düzenleyeceği denetim kurulu raporu, bilanço, gelir tablosu ve kâr dağıtım tablosunu inceleme hakkı, genel kurulda soru sorma hakkı, denetçilere şikâyet etme hakkı v.b.)
- Bedelsiz pay alma hakkı Şirket'in iç kaynaklardan (yeniden değerlendirme fonu, olağanüstü yedek akçe v.b.) yapacağı sermaye artırımlarında, sahip olduğu pay oranı çerçevesinde katılma hakkı, hisse senetlerinin yatırımcısına sağladıkları haklardır.

Hisse senedi sahipleri elde ettikleri bu hakların yanı sıra, hisse değerindeki değişimlerle de ilgilenirler.

1.1.3.3. Hisse senetlerinde değer kavramı

Hisse senetleri için değer kavramı, nominal değer, defter değeri, piyasa değeri, işleyen teşebbüs değeri, tasfiye değeri ve gerçek değer olarak farklılaşabilir. Herhangi bir varlık farklı şekillerde değerlendirilebilmektedir. Bu değerlendirmelerin tam olarak kavranabilmesi için değer ile ilgili bu farklı kavramları açıklamak gerekir (Bolak, 2001 : 132).

Nominal değer: Nominal değer pay senedinin yazılı olan değeridir. Toplam sermayenin miktarını belirleyebilmek ve bununla ilgili muhasebe kayıtlarını yapabilmek için pay senedinin ilk (birincil pazara) çıkarılışı sırasında ortaklık yönetimi tarafından verilen değerdir (Bolak, 2001 : 132). TTK' na göre nominal değer en düşük 500 TL. olabilir ve 100 TL.'lık farklarla arttırılabilir. En sık görülen pay senedinin nominal fiyatı 1.000 TL. 'dır. İMKB 'de şirket hisselerinin itibari değerleri değişik de olsa, bütün fiyatlar 1.000 TL. itibari değer üzerinden tescil edilir (www.oncumenkul.com.tr).

Defter değeri: Adi hisse senetlerinin defter değeri işletmenin aktif toplamından borçlarının düşülmesiyle bulunan öz varlığının çıkarılmış adi hisse senedi sayısına veya ödenmiş sermayesine bölünmesiyle bulunur. Yüksek olması hissenin ucuz (pahalı) olmasının bir göstergesi olabilir (www.oncumenkul.com.tr). Defter değeri bir işletmenin öz sermaye toplamının pay senedi sayısına bölünmesiyle belirlenir. Burada öz sermaye ile, ödenmiş sermaye, ihtiyatlar toplamı, dağıtılmamış kârlar, yeniden değerlendirme değer artış fonları ve bu türdeki diğer fonlarla karşılıklar kastedilmektedir. Defter değeri, öz sermaye değeri olarak da adlandırılır (Bolak, 2001 : 132).

Piyasa değeri: Bir pay senedinin sermaye piyasasında alınıp satıldığı fiyat o pay senedinin piyasa değeri olarak tanımlanır. Piyasa değeri arz ve talep koşullarına göre oluşur.

İşleyen teşebbüs değeri: İşletmenin bir bütün olarak devredilmesi halinde bulacağı değer olarak bilinir ve bu değer belirlenmesinde işletmenin kazancı ile söz konusu kazanç oranının dikkate alınması gerekir.

Tasfiye değeri: Şirket varlığının belli bir süre içinde zorunlu satışı ile sağlanabilecek değerden tüm borçlar ödendikten sonra kalan miktarın hisse senedi sayısına bölünmesi sonucu bulunan değerdir. Tasfiye değerini hesaplarken, varlıkların pazarda bulabileceği değer belirlenmesi büyük güçlükler ortaya çıkaracaktır. Özellikle, işletmedeki yarı mamullerin, arsa, arazi gibi duran varlıkların tasfiyesinde, uygulamada farklı bilirkişilerin saptadıkları değerler arasında çok büyük farklar ortaya çıkabilmektedir. Tasfiye değeri, pazar değeri için alt sınırı oluştururken, işleyen teşebbüs değeri de üst sınırı oluşturacaktır. Bir pay senedinin piyasa değeri bu iki sınır arasında bir yerde oluşur (Bolak, 2001 : 133).

Gerçek değer: Bir pay senedinin gerçek değeri o pay senedinin ait olduğu işletmenin varlıkları, kârlılık durumu, dağıtılan kâr payları, sermaye yapısı gibi değişkenlerin belirlediği değer olarak tanımlanır. Başka bir deyişle; etkin bir piyasada, bir varlık hakkındaki bilgilerin tamamına dayalı olarak oluşan ilgili varlığa ait değer, gerçek (olması gereken) değer olarak ifade edilir (Ercan, Öztürk ve Demirgüneş, 2002 : 4). Gerçek değer bir anlamda yatırımcıların, işletmenin gelecekte gelir yaratma potansiyelini ve kendilerinin bu hisse senedinden bekledikleri kazanç oranını göz önüne alarak, işletmenin pay senedine biçtikleri, mevcut koşullar altında söz konusu hisse senedi için normal buldukları değerdir (Bolak, 2001 : 133).

1.1.3.4. Hisse senedinin getirisi

Hisse senedi sahipleri temel olarak iki tür gelir elde ederler. Birincisi, zaman içinde hisse senedinin piyasa değerinde meydana gelen artıştan elde edilen gelire sermaye kazancı denir. İkincisi ise, şirketlerin yıl sonunda elde ettikleri kârın dağıtılmasından elde edilen gelir olan kâr payı (temettü) geliridir. Adi pay senedi sahipleri, firmaya yaptıkları yatırımın karşılığında genellikle yıllık olarak temettü alırlar. Bu temettü bazen taksitler halinde ve genel kuruldan sonraki tarihlerde gecikmeyle ödenebilir. İmtiyazlı pay senetleri gibi, adi pay senetlerinin de belirli vadesi yoktur. İlke olarak, bir firma sonsuza kadar iş yapmaya devam eder ve pay sahipleri de sonsuza kadar temettü alırlar (Kolb ve Rodriguez, 1996 : 143).

Hisse senedi borsada işlem gören şirketler, kâr dağıtıp, dağıtmamak konusunda serbesttir. Borsa şirketleri kârını nakden veya temettünün sermayeye

ilavesi suretiyle hisse senedi ihraç ederek dağıtılabilir. Hisse senetleri borsada işlem görmeyen halka açık şirketler ise dağıtılabilir kârın yarısından az olmamak üzere belirlenecek birinci temettüyü nakden dağıtmak zorundadır (Sermaye Piyasası Kurulu, 2004 : 15).

1.1.4. Kâr ve temettü kavramları

Finans biliminde kâr önemli bir kavram olup işletmelerin kurulmasında ve müteşebbislerin motivasyonunda önemli bir unsurdur. İş idaresinde kâr, belirli bir hesap döneminin sonundaki öz sermayenin, aynı hesap döneminin başındaki öz sermayeden büyük olması durumunda söz konusu olur. Belirli bir hesap dönemi içindeki gelirler öz sermayeyi artırıcı bir rol oynarken, aynı dönemdeki giderler de sermayeyi azaltıcı bir rol oynarlar. Buna göre kâr, her hesap dönemindeki, öz sermaye artışı olarak kabul edilirken zarar da aynı dönemdeki öz sermaye azalışı olmaktadır. Diğer taraftan kâr belli bir dönemde, firmaların ekonomik uğraşlarının sonucu veya bir ortaklığın mal varlığında oluşan fazlalık olarak da tanımlanabilir. Kâr şirket için olduğu kadar pay sahiplerinin ve işletmede çalışanların emeklerinin karşılanması için de gereklidir. Tasarruflarını şirketlere yatıran yatırımcıların bekledikleri karşılık, şirketten sağlayacağı kâr olduğu gibi ilgili kurulların alacakları karar uyarınca, çalışanlar için de bir kazanç sayılır.

Dağıtılabilir kâr ise anonim şirketlerin vergiden önceki bilanço kârından kurumlar vergisi ve diğer yasal yükümlülükler çıktıktan sonra kalan kısmına denir. Anonim şirketlerin sermaye paylarını temsil eden hisse senetlerinin şirketin dağıtılabilir kısmından aldıkları paya temettü (kâr payı) denir. Temettü dağıtımını sermaye şirketlerine ait bir husus olup, şahıs şirketlerinin dağıttıkları kâr paylarına temettü denilmez (Ünsal, 1998 : 3).

1.1.5. Firma değeri kavramı

Firma değeri, firmanın hisse senetlerinin piyasa değerini ifade eder. Dolayısıyla, firmanın bir hisse senedinin piyasa değeri ile toplam hisse senedi

sayısının çarpımı sonucu bulunacak miktar firmanın (piyasa) değerini ortaya çıkaracaktır.

Bir firmanın değeri üç tip karardan etkilenir:

- ✓ Yatırım kararları
- ✓ Finansman kararları
- ✓ Temettü kararları

Bu üç farklı karar unsurları ayrı ayrı başlıklar halinde incelendiğinde birbirleriyle ilişkili olduğu görülmektedir. Finans bilim dalında yapılan çalışmaların büyük bir bölümünü işletmenin amacı olarak kabul edilen firma değerinin artırılmasıyla ilgilidir. Pay senetlerinin piyasa değerini yükseltmek, firmanın piyasa değerini yükseltmek, hissedarların servetlerini azamileştirmek, işletmenin net bugünkü değerini yükseltmek aynı anlamda kullanılmaktadır (Moyer, McGuigan ve Kretlow, 1992 : 561).

İşletme finansmanında amaç firma değerini azamileştirmek ise, o zaman finansal kararlarda, firma stratejisi ve firma değeri arasındaki ilişkilerin açıkça ortaya konulması gerekmektedir. Yönetim danışma firmaları, son yıllarda, şirketlere firma değerinin nasıl artırılacağı konusunda yöntemler teklif etmeye başlamışlardır. Bu yöntemler ise genellikle firmaların yeniden yapılandırılmalarına yönelik olmaktadır. Bir firmanın değeri, faaliyetleri ile ilgili alınmış olan kararlarla, uygulamalarla, sermaye yapısıyla, birleşmelerle ve hatta mevzuatla yakından ilişkilidir. Sonuç itibarıyla, firmanın nakit akımlarını ve sermaye maliyetini etkileyen her faktörün, firma değerini belirlemede, farklı düzeylerde de olsa bir etkisi bulunmaktadır (Ercan ve Üreten, 2000 : 6).

Firma değerinin tespitini sadece borsada işlem gören firmalar ile sınırlı düşünmemek gerekir. Özellikle gelişmekte olan ülkelerde, borsada işlem gören hisse senetlerinin az sayıda olması nedeniyle, şirket satın almalarının ve birleşmelerinin büyük bir kısmı borsa dışındaki şirketlerde olmaktadır. Eğer, bir şirket satın alınacaksa, ne kadar tutar teklif edilecek? Eğer, eldeki şirket satılacaksa ne kadar tutar talep edilecek? Veya Şirketler birleştirilecekse her bir şirketin toplam içerisindeki payı ne kadar olacaktır? Ayrıca, birleşme öncesi tespit edilen firma değerleri toplamı, firmalar birleştikten sonra ne olacak? Birleşme ortaya bir sinerji

etkisi çıkarabilecek mi? gibi soruların cevabını bulabilmek için firma değerlerini doğru şekilde hesaplamak gerekir (Ercan ve Üreten, 2000: 7).

Portföy, belirli amaçları gerçekleştirmek isteyen yatırımcıların sahip olduğu, birbirleriyle ilişkisi olan kıymetlerden oluşan ve kendine özgü ölçülebilir nitelikleri olan yeni bir varlıktır (Sarıtaş, 2001 : 2). Portföy yönetiminde karar alırken en çok temel ve teknik analiz yöntemleri kullanılmaktadır. Temel analizcilerin ileri sürdükleri esas görüş, bir firmanın finansal verileri ile (büyüme beklentisi, risk yapısı, nakit akımları vb.) firma değeri arasında yakın bir ilişki olduğudur. Bu nedenle firma değerlemesi temel analizcilerin en çok önem verdikleri konudur. Çünkü, bu yaklaşıma göre portföy oluşturulurken, gerek nakit akımlarına gerekse fiyat katsayılarına göre (Fiyat/Kazanç Oranı, Piyasa Değeri/Defter Değeri vb.) bulunan firma değerlerinden, piyasaya göre düşük olanlar portföye dahil edilmektedir. Burada beklenen, zaman içerisinde firma değerinin gerçek değerine ulaşacağı ve piyasaya göre nispeten daha yüksek bir getiri elde edileceğidir (Ercan ve Üreten, 2000 : 8). Temettü politikaları firmanın nakit akımları ve sermaye maliyetini etkileyen önemli finanslama kararlarından biridir. Bu nedenle temettü politikaları önem arz eder.

1.2. Temettü Politikasının Önemi

Fisher Black 1976'da, hem firmaların hem de yatırımcıların bakış açılarından temettü politikasını inceleyen "Temettü Bulmacası" adlı makalesini yayınlamıştır. Bu makalede, aşağıda belirtilen hususlar üzerinde durmuştur (Lease, John, Kalay, Loewentein ve Sarig, 2000 : 16).

- Şirketler neden temettü öderler?
- Neden temettüler yatırımcıların ilgisini çeker?

Temettüler, parasını riske ederek şirkete yatıran yatırımcılar için getiriyi temsil etmektedir. Şirketler mevcut hissedarları verdikleri temettüler ile ödüllendirmektedirler ve diğer yatırımcıları da yüksek fiyatlı yeni ihraç edilecek hisse senetlerini almaları için cesaretlendirmektedir. Yatırımcıların ilgisini çekmesinin sebepleri: yatırımcılar yatırımlarını hisse senedine, ya elde edecekleri temettüler için ya da satın almış oldukları hisse senetlerini gelecekte daha yüksek

fiyattan satacaklarını düşündükleri için yaparlar. Firmalar ise; yatırım fırsatlarını kaçırmamak için temettü ödemesinde bulunmayabilirler. Eğer şirket bu yatırımları yaparsa, hisse senetlerinin değeri ödenmeyen temettülerden daha fazla olacaktır. Hisse senetleri değer kazanırsa hissedarlar daha iyi durumda olabilir. Sermayedeki değer kazancı temettü kazançlarından daha fazla olabilir ve sermaye kazancı vergisi, temettü kazancı vergi oranından daha az olabilir.

Gerçekte, bu soruların cevapları tam olarak açık değildir. Temettü resmine bakıldığında, parçaları birbirlerine uymayan bir yap-boz gibi gözükür.

Black, Miller&Modigliani ilintisizlik teoremini inceledikten ve firmalar için hisse senetlerini geri almaları yoluyla temettü vergilerinden, firmanın mali durumu hakkında gizli bilgilere ulaşabilen kişilerin yaptıkları işlemler (insiders transactions) gibi firmaların kaçınmaları gereken sorunları gözden geçirdikten sonra aşağıdaki noktalara değinmiştir (Ang, 1987 : 53);

- a) Temettülerden alınan vergiler sermaye kazancı vergisiyle karşılaştırıldığında, temettüler aleyhine vergi uygulaması varsa firmaların temettü ödemeyecekleri veya az ödeyecekleri beklenmelidir.
- b) Firmalar ödedikleri temettüleri azaltmaya gönülsüzdürler ve temettü değişiklikleri yöneticilerin sahip oldukları bilgilerden kaynaklanıyor olabilir. Bilginin türüne göre, fiyat değişikliği kalıcı veya geçici olabilir. Fakat Fischer, “...temettü değişiklikleri, bu değişiklikleri yapan firmalar hakkında sık sık bazı şeyler söyler ama firmaların neden temettü ödediklerini açıklamazlar” iddiasında bulunmuştur.
- c) Temettü politikası, kredi verenlerden hisse senedi sahiplerine servet aktarımı olarak kullanılamaz. Her grup kendi çıkarlarını sözleşmeler veya görüşmeler ile korur.
- d) Yeni hisse senedi ihracında ihrac maliyetleri düşünüldüğünde, temettüler düşük maliyetli finanslama kaynağıdır. Bu nedenle yatırımcılar temettü ödemelerinin yapılmamasını veya az temettü ödemeleri yapılmasını desteklemelidirler. Piyasada, ödemekle yükümlü oldukları vergiyi en aza indirgeyen yatırımcılara (örneğin, yüksek (düşük) vergi dilimindeki yatırımcının düşük (yüksek) temettü ödeyen hisse senetlerini elinde tutması) ek olarak, temettü ödemeyen hisse senetlerinde iskonto bekleyen yeterli

sayıda yatırımcı bulunabilir. Fakat, bu iki yatırımcı profilinden hangisinin pazara hakim olduğu açık değildir.

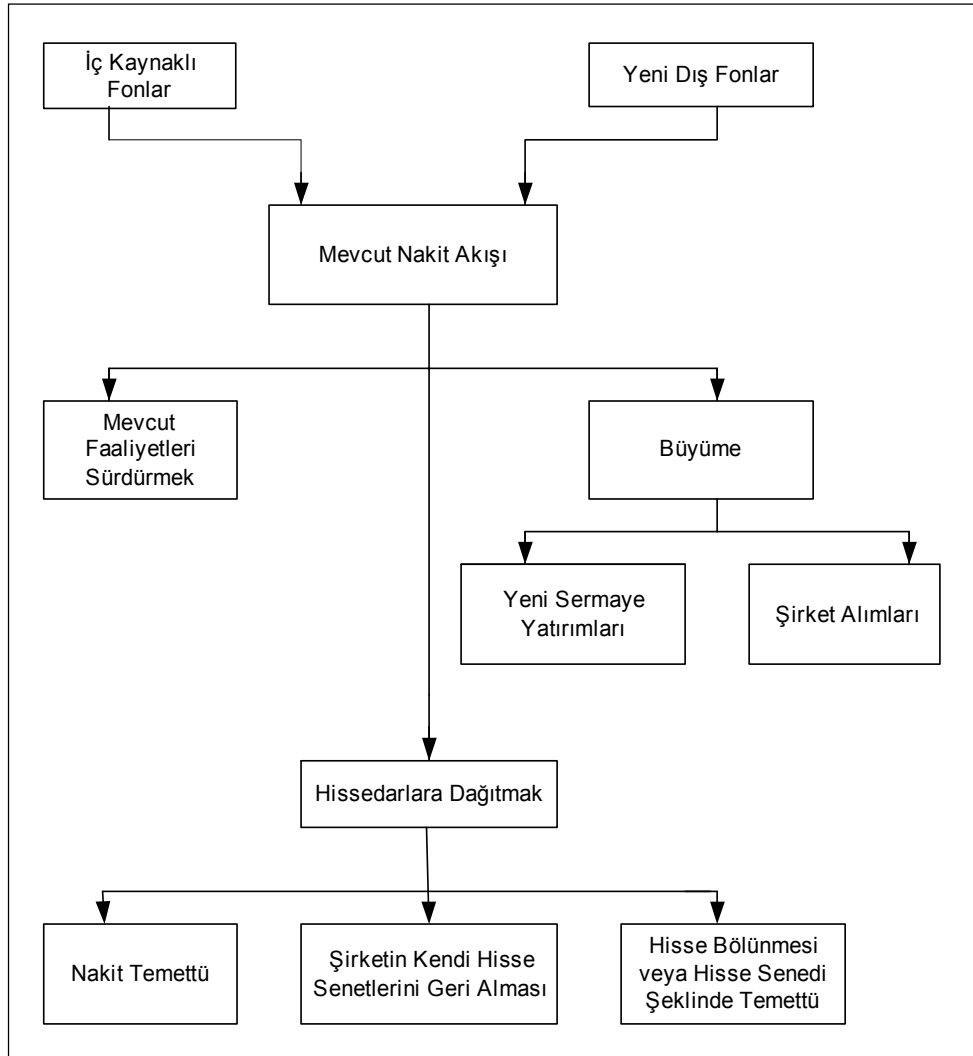
Firmaların temettü politikaları gerek sektörler arasında gerekse firmalar arasında önemli farklılıklar gösterebilmektedir. Hızlı büyüme içerisinde olan şirketler düşük oranda temettü dağıtmakta veya hiç dağıtmamakta ve yarattıkları fonları sabit ve işletme sermayesi yatırımlarının finansmanında kullanmaktadırlar. Faaliyetlerinden yüksek tutarda ve düzenli nakit yaratan ve yapacağı önemli tutarda yatırımı olmayan firmalar, ellerindeki nakit fazlalarını gereksiz yerlerde kullanmamak için yüksek tutarda temettü dağıtmayı tercih edebilir. Ayrıca, temettüden alınan vergiler de bu konuda önemlidir. Yüksek oranda temettü dağıtan firmaların hisse senetleri, temettüden alınan vergilerden muaf olan kuruluşlar tarafından tercih edilirken, düşük oranda temettü dağıtan veya hiç dağıtmayan firmaların hisse senetleri, temettüden yüksek oranda vergi ödeyen bireyler tarafından tercih edilmektedir. Çünkü, yüksek oranda vergi ödeyen yatırımcılar için sermaye kazancı daha önemlidir. Firma değerinin azamileştirilmesi açısından temettü politikasının önemi, dağıtılabilecek temettü tutarı ile ne yapılacağına göre değişmektedir. Eğer, dağıtılacak temettü tutarı firmada ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti oranında bir getiri sağlayacaksa, firma değerine herhangi bir olumlu veya olumsuz etkide bulunmayacaktır. Ancak, firma bu fonları dağıtmayıp, getirisi sermaye maliyetinden yüksek yatırımlarda kullanacaksa, bu durum firma değerini temettü dağıtma alternatifine göre daha olumlu etkileyecektir. Eğer, firma bu fonları getirisi sermaye maliyetinden daha düşük yatırımlarda kullanacaksa veya gereksiz lüks harcamalar yapacaksa, temettü dağıtma alternatifini firma değerini daha olumlu etkileyecektir. Bu nedenle bir firmanın temettü politikası firma değerini olumlu veya olumsuz etkiler diye yargıda bulunmak yerine, dağıtılmayan bu fonların nasıl kullanılacağını sorgulamak, firma değeri açısından daha çok önem taşıyacaktır (Ercan ve Üreten, 2000 : 48).

Her faaliyet dönemi sonunda elde edilen işletme kârının ne kadarının ortaklara temettü olarak dağıtılacağı, ne miktar kârın işletmede alıkonacağı hususunda verecekleri kararlar işletmenin piyasa değerini etkiler. Çünkü hisse senetleri fiyatları ile dağıtılan temettü payları arasında hisse senedi fiyatını etkileyen diğer faktörlerden kesin olarak ayrılmayan fakat belli bir ilişki mevcuttur. Temettü

dağıtım politikası ile ilgili kararda, net kârın bir kısmının veya tamamının dağıtılmayıp şirkette alıkonulması finansman açısından bu kararın önemli olduğunu göstermektedir. Temettü dağıtımının gerek ortaklar gerekse şirketlerle ilişki içinde bulunan 3. kişiler için ne kadar önemli olduğu bir gerçektir. Temettü ödemeleri için şirketin ihtiyaç duyduğu nakit şu iki kaynaktan sağlanabilir; şirket yatırım için şirketin yatırıma dönüştürülmemiş nakit akımının bir kısmını kullanabilir, şirket borçlanabilir veya yeni hisse senedi çıkarabilir. Temettü kararı ya yatırım ya da bir finanslama problemi halini alır. Dikkat edilmesi gereken nokta bu iki durumu birbirlerinden ayırmaktır (Ünsal, 1998 : 40).

1.2.1. Temettü politikasının firmalar için önemi

Şirketler yabancı ve öz kaynak olmak üzere iki şekilde kaynak sağlarlar. Sağlanan bu kaynaklar finansal yönetici tarafından şirket faaliyetlerinin devam ettirilmesinde, büyümeyi desteklemede veya temettü ödemelerinde kullanılabilir (Pinches, 1992 : 443). Şekil 1.1’de şirket nakit akışları ve temettü ödeme yöntemleri gösterilmektedir.



Şekil 1.1: Şirketlerin Nakit Akışları ve Temettü Ödemeleri

Kaynak : George Pinches, 1992 : 443

Firmalar, optimal sermaye yapılarını, başka bir deyişle optimal yabancı kaynak öz sermaye oranını saptadıktan sonra; öz sermayenin ne kadarının yeni sermaye artışı yoluyla, ne kadarının dağıtılmayan kârlarla (oto finansmanla) sağlanacağı konusunda da karara varmalıdırlar. Firmanın temettü politikası, elde edilen net kârın, ortaklara ödenen kısmı ile dağıtılmamış kısmı arasındaki tercihi gösterir. Nakit temettü ödemeleri, firma bünyesinde dağıtılmamış kâr tutarını azalttığından, temettü politikası, firma için finansman politikasının ayrılmaz bir parçasıdır. Firma açısından bakıldığında, temettü dağıtımını her ne kadar firma bünyesinde bırakılacak kâr tutarını azaltmakla beraber; firma sermaye artışı yoluyla gerekli fonları sağlayarak, kâr dağıtımının doğurduğu fon azalışını giderebilir. Temettü politikası, bazı hallerde bir yatırım kararı, bazı hallerde de finansman kararı

görünümü alabilir. Firmanın sermaye piyasalarından kaynak sağlama olanağı yoksa, kâr dağıtımı, firmanın yapacağı yatırımların tutarlarını azaltır, bazı yatırımlarından vazgeçme gereğini doğurur. Burada, kısa vadede, kâr dağıtımı ile firmanın büyüme amaçları arasında bir çelişki söz konusudur. Firmanın sermaye piyasalarından kaynak sağlaması olanağı varsa kâr dağıtımı, bir finansman kararıdır. Şirket, burada, finansman gereksinimini, şirket kârını bünyede alıkoymak veya sermaye artışı yoluyla karşılamak seçenekleri ile karşı karşıyadır (Akgüç, 1998 : 778).

Fama ve French (2001) yaptıkları çalışmada ABD şirketleri nakit temettü ödeme oranlarının 1978'deki % 66.5'lik seviyesinden 1999'da % 20.8'e gerilediğini ve bu durumun borsa kotuna alınan yeni halka açık şirketlerin düşük kârlı olan ve güçlü büyüme fırsatlarına sahip olmaları nedeniyle meydana geldiğini tespit etmişlerdir. Bu şirketler temettü ödemesinde bulunmayan şirketlerdir ve yazarlar temettü ödemesinin yapılmamasını şirketlerin bu nitelikleriyle ilişkilendirmişlerdir.

Temettü politikaları, şirketlerin, aile şirketi veya halka açık şirket olmasına göre farklılık gösterir. Aile şirketleri veya ortak sayısı çok az olan anonim şirketlerde sahiplik ve yönetimde söz sahibi olma bir bütündür. Türkiye'nin büyük sermayedarları, aile holdinglerinde yönetimde mutlak hakimiyetin korunmasının çok önemli olduğunu göstermektedir (Ünsal, 1998 : 41). Temettü dağıtmak ile dağıtmamak arasında ortak ve yöneticinin aynı kişiler olması nedeniyle servet artışı yönünden fark yoktur. Bu tür şirketlerde temettü dağıtım politikası sadece vergi tasarrufu sağlama açısından önemlidir. Eğer temettü dağıtım sırasında aile şirket sahibinin ödeyeceği vergi yükü, temettü dağıtmama alternatifine göre daha fazla ise şirketler hiç bir şekilde temettü dağıtmamaktadır. Fakat, dağıtılan temettünün vergi yükünün sermaye kazancına göre daha az olması da şirketleri temettü dağıtmaya itmektedir. Halka açık anonim şirket yöneticileri ise aile şirketi yöneticileri kadar rahat karar alamazlar. Eğer yönetim yeni yatırımların finansmanı için, elde edilen dönem kârının büyük bir bölümünün şirket bünyesinde kalmasını isterse genel kurulun alacağı kararın doğru bir karar olduğunu, yapılacak yeni yatırımların öz kaynaklarla finansmanının gelecekte şirketin kârlılığını artıracak ve gelecekte elde edilecek kârlardan ortaklara daha fazla temettü dağıtılacağını ispatlamak durumundadır. Yatırım kararlarını verirken yöneticinin tercihi kâr getiren projeden yana değil ama çok büyüme sağlayan projeden yana olacaktır. Hissedarları en çok

ilgilendiren konu ise işletmenin toplam kârlılığını ve kârın ne kadarının temettü olarak dağıtılacağıdır (Ünsal, 1998 : 41). Firmalar açısından önem arz eden temettü politikaları, yatırımcılar tarafından da dikkatlice incelenmektedir.

1.2.2. Temettü politikasının yatırımcılar için önemi

Hisse senedi sahiplerinin temettü talepleri farklılık gösterebilir. Yüksek vergi diliminde bulunan yatırımcılar az temettü ödeyen ya da hiç temettü ödemeyen firmaları tercih ederler. Öte yandan, istikrarlı bir gelir akımı elde etmek isteyen yatırımcılar ise cömert bir temettü politikası olan firmaları tercih ederler. Başka bir ifadeyle; marjinal vergi statusüne dayanarak düşük vergi diliminde olan bazı yatırımcılar yüksek temettü ödeyen hisse senetlerini tercih edeceklerdir (Adaoğlu, 1999 : 42).

Farklı temettü politikaları olan firmalar farklı yatırımcı gruplarına hitap ederler. Her yatırımcı grubu, farklı bir temettü müşterisidir, yani belirli bir tip temettü politikası lehindeki bir yatırımcılar grubunu oluşturmaktır (Kolb ve Rodriguez, 1996 : 273).

Miller & Modigliani (M&M) de temettü politikası üzerinde bir müşteri etkisinin mevcut olabileceğini öne sürmüşlerdir. Bu durum temettü politikasındaki duyurulan değişimlerden sonra hisse fiyatlarının niçin değiştiğini açıklamaya yardımcı olabilir. M&M'in iddiası şöyledir; bir şirketin belli bir temettü ödeme politikasından memnun olan yatırımcılardan oluşan bir "müşteri" grubunu kendisine çeker. Örneğin, üniversite, hayır fonu yönetimleri ve emekli kişiler gibi bazı hisse senedi sahipleri mevcut geliri gelecekteki sermaye kazançlarına tercih ederler. Dolayısıyla, bu grup yatırımcılar şirketin kârlarının daha büyük bir oranını dağıtmasını isterler. Diğer hisse sahiplerinin mevcut yatırımın kârına ihtiyacı yoktur. Bu nedenle, düşük bir dağıtım oranı tercih ederler. Eğer firma temettü ödemek yerine kârları dağıtmayıp tekrar yatırımda bulunursa, mevcut kâra ihtiyacı olan hisse senedi sahipleri dezavantajlı olacaklardır ve muhtemelen sermaye kazançları elde edeceklerdir. Fakat bunun yanında sıkıntıya düşeceklerdir ve nakit elde etmek için hisselerin bazılarını satma masrafına katlanmak zorunda kalacaklardır. Komisyoncu maliyetleri küçük işlemlerde oldukça yüksek olduğu için periyodik gelir elde etmek

için birkaç hisse senedini satmak pahalı ve verimsiz olacaktır. Ancak, eğer firma kârının çoğunu dağıtmış olursa mevcut nakit kâra ihtiyaç duymayan hisse senedi sahipleri bu kârı almaya, aldıkları kâr paylarının vergilerini ödemeye zorlanacaklardır ve daha sonra vergi sonrası arta kalan temettülerin tekrar yatırım sıkıntısı ve giderine katlanacaklardır. M&M, tüm bunlardan şu sonucu çıkarmıştır. Mevcut yatırım kârını arzulayan yatırımcılar yüksek temettü ödeyen firmaların hisse senetlerine sahip olur iken, mevcut nakit kâra ihtiyaç duymayanlar da düşük temettü ödeyen firmalara yatırım yapacaklardır (Akmut ve Sarıaslan, 1999 : 273).

Sonuç olarak, temettü politikalarının hem firmalar hem de yatırımcılar üzerinde etkileri vardır. Temettü politikalarının firmalar ve yatırımcılar üzerindeki etkileri mükemmel piyasalarda temettü politikası teorisi (M&M Modeli) ve mükemmel olmayan piyasalarda temettü politikası teorileri olarak incelenebilir.

İKİNCİ BÖLÜM

TEMETTÜ POLİTİKASI TEORİLERİ

2.1. Mükemmel Piyasalarda Temettü Teorisi: M&M Modeli - Kâr Payı İlgisizliği Teorisi

Miller & Modigliani (M&M) (1961) modelinin önemli olmasının nedeni temettü modelleri tarihinin başlangıç noktası olmasının yanında, saf ve soyutlanmış bir temettü piyasasını tasvir etmesidir. Bu model, firmaların temettü politikalarının, ne hisse senedi fiyatları üzerinde ne de sermaye maliyetleri üzerinde herhangi bir etkisinin olmadığını, firmaların değerlerinin yalnızca firma kârlılığı ve firma riskleri tarafından belirlendiğini iddia etmektedir. Başka bir ifade ile, M&M modeli, firma değerinin yalnızca firmanın aktiflerinin meydana getirdiği kâra bağlı olduğunu, bu kârın, temettü ve dağıtılmayan kâr (ve dolayısıyla büyüme) arasında bölünmesine bağlı olmadığını öne sürmektedir (Akmut ve Sarıaslan, 1999 : 266). Bu model diğer modeller ile karşılaştırma yapmak için standart bir altyapı oluşturur. M&M modeli, bugünün teknik terimleriyle şunları varsaymaktadır (Ang, 1987 : 3);

1. Aracılık maliyeti yoktur.

Şirketin yöneticileri, hissedarları, tahvil sahipleri gibi farklı alacaklıları arasında görüş ayrılığı yoktur. Yöneticiler gibi aracılardan da faaliyetlerinin tamamen gözlenebildiği tam bilgi varsayımından ve alacaklılar arasında tam olarak uygulanabilen sözleşmelerin varlığından dolayı olası bir kazanç elde edilemez. Buradan hareketle, aracı davranışlarının servetin yeniden dağıtılmasına hiçbir katkısı yoktur.

2. Vergi yoktur.

Şirketlerin ve bireylerin gelirlerinden herhangi bir vergi alınmaz. Bireylerin temettü ve sermaye kazançlarının vergilendirilmesinde, şirket kazançlarının şirket içerisinde bırakılmasının veya dağıtılmasının vergilendirilmesinde farklılık yoktur.

3. Tam bilgi vardır.

Yönetim ile hissedarlar veya şirketin diğer alacaklıları ile hissedarları arasında asimetrik bilgi yoktur.

4. Dönüştürme maliyeti yoktur.

Bireyler, temettüleri hisse senetlerine veya benzeri varlıklara maliyetsiz dönüştürebilirler. Bundan dolayı ne hisse senedi satın almada ne de hisse senetlerinin satışında komisyon ödemezler. Aynı şekilde, şirketler de kazançlarını dağıtmama yolu ile iç finanslamayı maliyetsiz olarak yapabilirler. Ayrıca şirketler, yeni hisse senetlerinin ihraç edilmesiyle sağlanan dış finanslamayı maliyetsiz olarak gerçekleştirebilirler.

5. Yatırım ve finanslama kararları temettü politikasından bağımsızdır.

Bir bütün halinde bulunan bu varsayımlar, temettülerin arz ve talebini şekillendirir. Yatırımcıların temettü taleplerinin ele alınması durumunda, bir yatırımcının seçimi, temettü ödeyen hisse senetleri ile temettü ödemeyen hisse senetleri (veya sermaye kazançlarına yönelik hisse senetleri) arasında sınırlandırılmıştır. M&M'in öngörüsünde, sahip olunan hisse senedinden elde edilen gelirin iki alternatif kaynağı (temettü veya sermaye kazancı) arasında vergi veya işlem maliyeti farklılığı yoktur. Yatırımcı serbestçe temettüleri sermaye kazancına dönüştürebilmektedir. Bu nedenle, yatırımcının temettü talebi tamamen elastiktir. Üstelik her yatırımcının, hisse senetlerinden elde edilen iki farklı gelir kaynağı arasında kayıtsız kalması için, bu iki kaynağın yatırımcıya aynı getiriyi sağlaması gerekir:

$$r_d = r_g; \text{ veya } \frac{r_d}{r_g} = 1, \quad r_d, \text{ temettülerden elde edilen marjinal getirileri (riske}$$

göre düzeltilmiş) ve r_g , sermaye kazançlarından elde edilen marjinal getirileri (riske göre düzeltilmiş) ifade etmektedir. Firmalar da tamamen esnek bir arz eğrisine sahiptirler. Tamamen esnek bir arza sahip olmasının nedeni, dağıtılmayan kârların ödeme oranlarına temsilci maliyetlerinin, asimetrik bilginin, verginin ve ihraç maliyetlerinin herhangi bir etkisinin bulunmamasıdır. Firmaların tercih ettikleri bir temettü ödeme oranı yoktur. Yüksek temettü ödeme oranı olan bir firma, her zaman

çok fazla sayıda hisse senedini maliyetsiz ihraç edebilir. Firmanın seçimi dış (temettü ödemeleri ve yeni hisse senetleri ihraçları) ve iç (dağıtılmayan kârlar) finanslama kaynakları ile sınırlıdır. Mükemmel piyasadaki bu iki kaynak arasındaki ilgisizlik ayrıca bu iki kaynağın firmaya maliyetlerinin de eşit olduğu anlamına gelir:

r_x , marjinal dış finanslamanın maliyetlerini ve r_i , iç finanslamanın

maliyetlerini ifade etmektedir; $r_x = r_i$; veya $\frac{r_x}{r_i} = 1$ 'dir. Şekil 2.1'de gösterilen arz

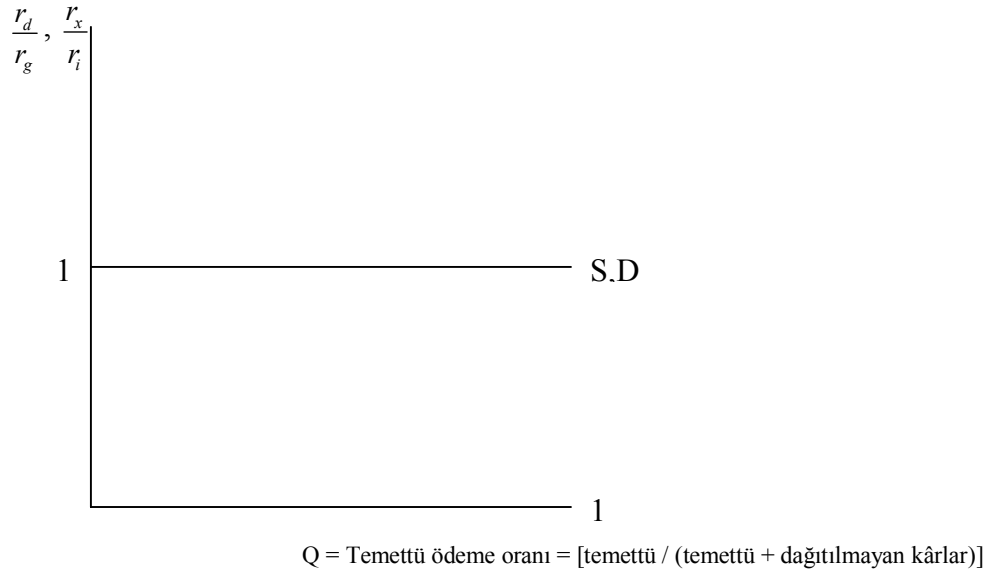
ve talep eğrileri, alışılmış arz ve talep eğrilerinin grafiklerinden iki nedenden dolayı farklılık gösterir: Birincisi, fiyatların yerine oranlar (getiri oranları veya maliyet oranları) dikey ekseninde çizilmiştir. Burada, normal arz (talep) eğrisi aşağıya (yukarıya) doğru eğimli olması gerekir. İkincisi, birbirleriyle yakın ilgisi bulunan temettü ve dağıtılmayan kârlar, değişkenler olarak görece koşullarda tanımlıdır.

Bundan dolayı dikey eksendeki oranlarda r_i yatırımcılar için görece getiriyi ($\frac{r_d}{r_g}$)

veya firma için görece maliyeti ($\frac{r_x}{r_i}$) temsil etmektedir. Yatay eksen temettülerin

dağıtılmayan kârlara görece oluşan miktarlarını göstermektedir. Daha belirli bir biçimde Q, şekilde [0,1] arasında tanımlanmış, piyasa için temettü ödeme oranı = [temettü / (temettü + dağıtılmayan kârlar)]' dir. Şekil 2.1'de gösterilen M&M modeli aşağıdaki özelliklere sahiptir:

- 1) Bütün yatırımcılar, temettü ile sermaye kazancı elde ettikleri hisse senetlerinin seçiminde fark gözetmezler. Bu iki gelir kaynağı birbirlerinin yerine mükemmel bir biçimde ikame olurlar.
- 2) Bütün firmalar, finanslama kaynakları arasında fark gözetmezler. Dış ve iç finanslama birbirlerinin yerine mükemmel bir biçimde ikame olur.
- 3) Temettü ödeyen hisse senetleri, temettü ödemeyen (sermaye kazancı elde edilen) hisse senetleri ile aynı fiyattan satılırlar.
- 4) Dağıtılan temettüler üzerinden herhangi bir vergi ödenmez.



Şekil 2.1: M&M Modelinde Arz ve Talep Eğrileri

Kaynak : Ang, 1987 : 3

M&M modeli, firmanın kâr payı dağıtım politikasının, firmanın hisse senetlerinin piyasa fiyatını ve sermaye maliyetini etkilemediğini savunmuştur. Firmanın piyasa değerini, firma riski ile temel kazanma gücü belirlemekte olup, hisse senedinin değeri; firmanın sahip olduğu varlıkların getirisine bağlıdır. Yatırımcıların bir kısmı yüksek kâr payı veren firmaları tercih ederken bir kısmı da sermaye kazancı yüksek olan firmaları tercih edeceklerdir. Etkin bir piyasada firmanın kâr payı politikasını değiştirmesi durumunda bu değişiklikten hoşnut olmayan yatırımcılar hisse senedini ellerinden çıkarırken, firmanın yeni kâr dağıtım politikasını kendilerine uygun bulan yatırımcılar bu hisse senetlerine yatırım yapacaktır. Bu işlemler, anında piyasada gerçekleştiğinden firmanın değeri etkilenmeyecektir. Başka bir ifade ile firmanın kâr payı dağıtım politikasını değiştirmesi firmanın değerinde bir artış ya da azalış yaratmayacaktır. M&M modeli, firmanın değerinin temettü politikasından kayıtsız olduğunu aşağıdaki gibi göstermektedir (Ercan, 2005 : 35).

P_0 = Hisse senedinin pazar fiyatı,

P_1 = Hisse senedinin t=1 zamanındaki pazar fiyatı,

D_1 = İlk ödenecek kâr payı,

- n = t_0 zamanındaki mevcut hisse senedi sayısı,
 m = t_1 zamanında ihraç edilen yeni hisse senedi sayısı,
 I = t_1 zamanındaki toplam yeni yatırımlar,
 X = t_1 zamanındaki net kâr,
 k_s = Özsermaye maliyeti olarak kabul edildiğinde;

Hisse senedinin bugünkü fiyatı;

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

Denklem (1)'de, firmanın sermaye yapısının tamamının özsermayeden oluştuğu kabul edildiğinde mevcut bulunan (n) adet hisse senedi ile Denklem (1)'in her iki tarafı çarpıldığında eşitlik bozulmayacaktır.

$$nP_0 = \frac{nD_1 + nP_1}{(1 + k_s)} \quad (2)$$

Firmanın t_1 döneminde m adet yeni hisse senedi çıkarttığı ve bunları P_1 fiyatıyla sattığı kabul edilirse, yeni elde edilen kaynak ($m.P_1$) olacaktır. Denklem (2)'nin sağ tarafına $-mP_1 + mP_1$ eklenirse eşitlik bozulmayacaktır.

$$nP_0 = \frac{nD_1 + nP_1 - mP_1 + mP_1}{(1 + k_s)} \quad (3)$$

$$nP_0 = \frac{nD_1 + (n + m)P_1 - mP_1}{(1 + k_s)} \quad (4)$$

Firma hiç borç kullanmadığından t_1 periyodunda firmanın kaynakları ve kullanımları Denklem (5)'teki gibi olacaktır;

$$m.P_1 + X = I + n.D_1 \quad (5)$$

KAYNAKLAR = KULLANIMLAR

Denklem (5), ($mP_1 = I + nD_1 - X$) olarak ifade edilebilir. ($m.P_1$) değeri Denklem (4)'te yerine yazıldığında;

$$nP_0 = \frac{nD_1 + \cancel{(n+m)P_1} - (I + nD_1 - \cancel{X})}{(1 + k_s)} \quad (6)$$

$$nP_0 = \frac{(n+m)P_1 - I + X}{(1+k_s)} \quad (7)$$

Denklem (7)'den de görüleceği gibi M&M modeli elde edilir. Kâr payı ilgisizliği teorisine göre firma değeri, bir sonraki dönemde ödeyeceği kâr payı olan D_1 'den etkilenmemektedir. Eğer bir etkilenme söz konusu olsaydı, eşitliğin sağ tarafında D_1 'in yer alması gerekirdi.

2.2. Mükemmel Olmayan Piyasalarda Temettü Teorileri

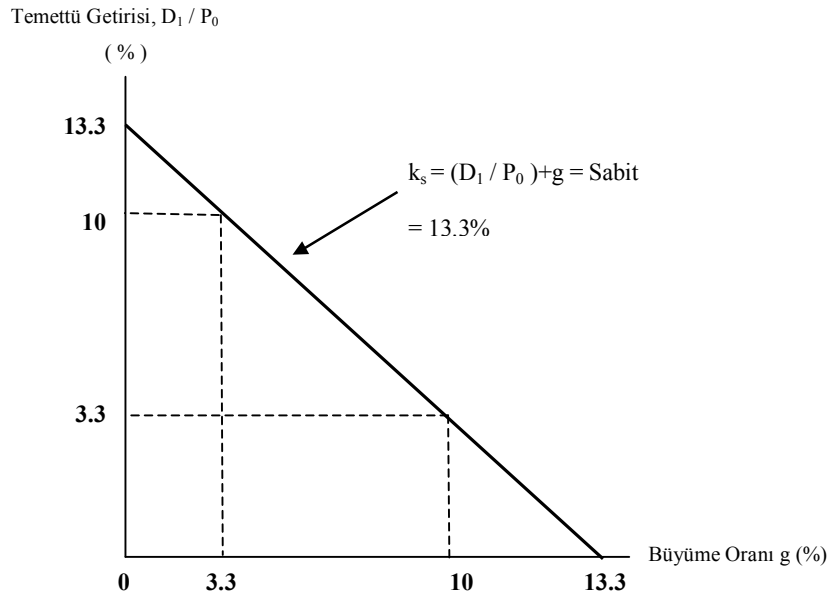
Mükemmel olmayan piyasalarda temettü modellerini; eldeki kuş teorisi, vergiler, asimetrik bilgi, acenta maliyetleri (vekil yönetim maliyetleri), finansman kaynağını veya gelir kaynağını dönüştürmenin maliyetli olması, yatırım ve finanslama kararlarının temettü politikasından bağımsız olmaları şeklinde inceleyebiliriz.

2.2.1. Eldeki kuş teorisi

Temettü ilintisizliğinin en çok tartışılan konularından bir tanesi de temettünün ödenmemesi durumunda, ödenmeyen temettünün yatırım projelerine dönüştürülerek gelecekte elde edilecek getirilerin belirsizliğidir. Bu nedenle “*eldeki bir kuş, daldaki iki kuştan daha iyidir*” (Lease, John, Kalay, Loewentein ve Sarig, 2000 : 42). Gordon ve Lintner'in bu yaklaşımında, temettü büyüme oranı arttıkça öz sermayenin maliyetinin arttığı belirtilmektedir. Yatırımcıların temettü geliri elde etmeleri daha belirli, buna karşılık hisse senedi değer artışından doğan sermaye kazançları uzun vadede bazı koşullara bağlı olduğundan daha belirsizdir. Bu nedenle yatırımcılar her zaman temettü gelirini sermaye kazancına tercih etmektedirler. Yatırımcılar açısından, temettü geliri eldeki kuştur. Buna karşılık uzun vadede elde edeceği sermaye geliri daldaki kuştur. Her zaman eldeki bir kuş, daldaki iki kuşa tercih edilmelidir. Bu teoriye göre daha fazla nakit temettü dağıtan firmaların değeri artacaktır (Gündüz, 2002 : 8).

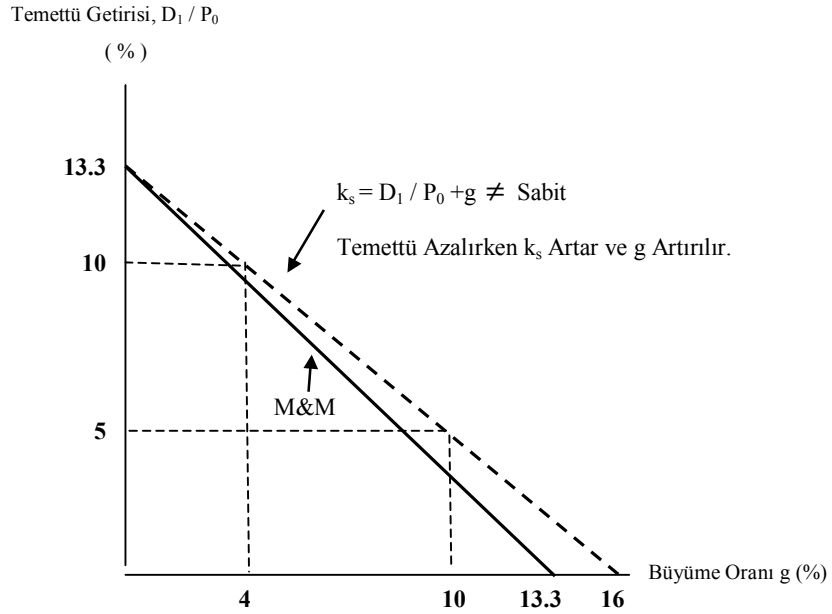
M&M'in temettü ilintisizlik teorisindeki varsayımlardan bir tanesi, temettü politikasının yatırımcıların öz sermayeden bekledikleri kârlılık oranını, (k_s)'yi, etkilemediğidir. Bu belirgin varsayım akademik çevrelerde şiddetli bir biçimde tartışılmaktadır. Örneğin, Myron Gordon ve John Lintner temettü ödemesi azaldıkça k_s 'nin arttığını öne sürmüşlerdir. Onlara göre, yatırımcılar temettü ödemelerinden elde ettikleri sermaye kazançlarıyla karşılaştırıldığında, dağıtılmayan kârlardan elde edilebilen sermaye kazançları konusunda daha az emindirler. Gordon ve Lintner gerçekte beklenen temettünün bir birimine, beklenen sermaye kazancının bir biriminden çok daha fazla değer verdiklerini ifade etmişlerdir. Çünkü temettü getirisi bileşeni, D_1 / P_0 , toplam beklenen getiri (kâr) $k_s = \frac{D_1}{P_0} + g$ eşitliğindeki g bileşeninden daha az risklidir. Fakat M&M modeli bunu kabul etmemektedir. M&M modeli k_s 'nin temettü politikasından bağımsız olduğunu iddia etmiştir. Bu model, yatırımcıların D_1 / P_0 ve g arasında ve dolayısıyla temettü ve sermaye kazançları arasında kayıtsız olduğunu ima etmektedir. M&M modeli, Gordon-Lintner tartışmasını “eldeki kuş” safatası olarak adlandırdılar. Çünkü M&M'nin görüşüne göre, çoğu yatırımcı temettülerini aynı ya da benzer firmaların hisselerine nasıl olsa tekrar yatırmayı planlamaktadırlar. Ayrıca herhangi bir durumda firmanın nakit akımlarının uzun dönemde yatırımcılara olan riskliliği, temettü ödeme politikası tarafından değil yalnızca faaliyet nakit akımlarının riskliliği tarafından belirlenir. Gordon-Lintner kuramına karşılık M&M görüşünü belirten iki grafik aşağıda gösterilmiştir. Şekil 2.2 Miller&Modigliani durumunu göstermektedir. Burada şirketin herhangi bir temettü politikası için sabit olan bir k_s 'i, $k_s = \frac{D_1}{P_0} + g = \%13.3$ vardır. Dolayısıyla, toplam denge kârının, k_s 'nin tamamen beklenen sermaye kazancı (yatay eksen kesim noktası %13.3) olarak, bütünüyle temettü getirisi (dikey eksen kesim noktası yine %13.3) olarak ya da her ikisinin herhangi bir bileşimi olarak geldiğine bakmaksızın bir sabit değer biçiminde %13.3 olduğu varsayılmaktadır – toplamda %13.3'lük sabit bir getiriye sağlayacak değişik oranlarda sermaye kazancı ve temettü getirisi elde edebilir. Örneğin bu oranlar, sadece %13.3'lük temettü getirisi artı sıfır beklenen sermaye kazancı, %10'luk temettü getirisi artı %3.3'lük sermaye kazancı, %3.3'lük temettü getirisi artı %10'luk beklenen sermaye kazancı

veya sadece %13.3'lük beklenen sermaye kazancı getirisi artı sıfır temettü getirisi şeklinde olabilir. M&M'e göre oran ne olursa olsun temsili yatırımcı temettü getirisi ile beklenen sermaye kazancı arasında kayıtsız kalmaktadır. Şekil 2.3 M&M ilişkisini tekrarlamaktadır. Fakat ayrıca kesikli çizgilerle Gordon-Lintner görüşünü de göstermektedir. Gordon-Lintner eldeki bir temettünün daldaki muhtemel bir sermaye kazancından daha az etkili olduğunu iddia etmektedirler. Bu nedenle, eğer toplam getirinin temettü getirisi (D_1 / P_0)'dan daha büyük bir sermaye kazancı bileşeni (g) varsa, yatırımcılar daha büyük bir toplam getiri (k^*), k_s , isteyeceklerdir. Başka bir ifadeyle, Gordon-Lintner temettü getirisinde %1'lik bir düşürmeyi dengelemek (telafi etmek) için “%1'den daha büyük” bir ek büyümenin gerekli olduğunu öne sürmüşlerdir. Dolayısıyla, istenilen kârlılık ya da öz sermaye maliyeti, eğer firma tüm kârlarını temettü olarak ödemişse, sıfır olacaktır. Fakat firma temettü ödemeyi ve dolayısıyla toplam kârların temettü kısmını azalttıkça, özsermaye maliyeti artacaktır. Şekil 2.3'teki örnekte hiç temettü ödenmediğinde k_s %16 olacaktır. Bu nokta temettü getirisinin sıfır olduğu noktadır (Akmüt ve Sarıaslan, 1999 : 269).



Şekil 2.2: Temettü İlişkisizdir

Kaynak: Akmüt ve Sarıaslan, 1999 : 269



Şekil 2.3: Temettü İlişkilidir: Yatırımcılar Temettüden Hoşlanırlar (G&L)

Kaynak: Akmut ve Sarıaslan, 1999 : 269

Lintner'in başka bir çalışmasında, 600 şirket içinden 28 adet şirket seçmiş ve bu şirketlerin yöneticileri ile yaptığı görüşmelerin sonucunda şirket kazançlarının temettü üzerinde etkisinin olduğunu, şirket yöneticilerinin net kârda meydana gelen artışı belirlenen temettü dağıtım oranında hepsini dağıtmayı seçmediklerini ve temettü dağıtım oranının yanında temettü dağıtımında temettü dağıtım hızının da var olduğunu bulmuştur (Lease, John, Kalay, Loewentein ve Sarig, 2000 : 125).

Örneğin; bir şirketin geçen seneki hisse başına kârı 6.25YTL ve hisse başına temettüsü 2.50YTL'dir. Şirketin bu seneki hisse başına kârı 6.25YTL'den 8.00YTL'ye yükselsin. Şirketin temettü dağıtım oranı %40 ve düzeltme katsayısı %30 olduğunda şirketin temettü dağıtım oranına göre dağıtması gereken hisse başına temettünün 3.20YTL olacağı düşünülebilir. Fakat şirket yöneticisi, 2.50YTL'den 3.20YTL'ye 0.70YTL'lik daha fazla bir temettü ödemesi yapmak yerine düzeltme katsayısı kadar dağıtılacak temettü miktarını azaltmaktadır. %30 düzeltme katsayısı ile hesaplandığında 0.21YTL kadar miktarı dağıtmamaktadır. Lintner şirket yöneticilerinin bu davranışlarını matematiksel bir modele dönüştürmüştür.

$$\Delta D_{it} = A_{it} + C_i(r_i E_{it} - D_{i(t-1)}) + U_{it}$$

ΔD_{it} = i firması için t-1 döneminden t dönemine kadar hisse başına temettüdeki değişim

A_{it} = i firması için sabit terim

C_i = i firması için düzeltme katsayısının hızı

r_i = i firması için hedeflenen temettü ödeme oranı

E_{it} = i firması için t dönemindeki hisse başına net kâr

$D_{i(t-1)}$ = i firması için bir önceki dönem ödenen hisse başına temettü

U_{it} = t döneminde i firması için hata terimi

2.2.2. Vergi tercihi

Vergilerin bireysel yatırım kararları ve şirketlerin temettü kararları üzerinde önemli etkileri vardır. Bir hisse senedinin piyasa fiyatı, hisse senedi sahibinin elde etmesi muhtemel nakit akışlarına eşittir. Daha önemlisi, piyasa değeri, vergi sonrası nakit akışlarının iskonto edilmesi ile bulunur. Sermaye kazancı ile temettüye farklı vergi uygulanması yatırımcıların vergi sonrası getirilerini etkileyebilir. Başka bir ifadeyle yatırımcıların temettü taleplerini etkiler. Dolayısıyla, vergiler, piyasa değerini azamileştirmek arzusunda olan yöneticilerin temettü ödeme kararlarını etkileyebilir (Lease, John, Kalay, Loewentain ve Sarig, 2000 : 51).

Vergilerin temettü üzerindeki etkisi en çok tartışılan konudur. “Vergileri dikkate almak gerekir mi?” sorusu araştırma yapanları iki gruba ayırmıştır. İlk grup vergilerin kişisel tercihleri, firma tercihlerini, piyasa fiyatını ve toplam temettü ödeme oranını etkileyeceğini savunurken, ikinci grup bunları etkilemeyeceğine inanmaktadır. Temettü-vergi modelleri arasında önemli ölçüde farklılıklar yoktur. Bir çok model yarı güçlü temettü ilintisizliği veya zayıf temettü ilintisizliği kategorisindedir.

2.2.2.1. Basit vergi mükellefi modeli

Yatırımcının temettü gelirlerinden farklı oranlarda vergi ödediği düşünüldüğünde; bu oranlar $t_{d,1} < t_{d,2} < t_{d,3} < \dots < t_{d,n}$ ve “ $t_{d,i}$ ”, i yatırımcısının temettü üzerinden ödediği vergi oranı olarak tanımlanabilir. Sermaye kazancı vergisinin sıfır olduğu varsayıldığında yatırımcı i 'nin vergilendirilecek temettü geliri ile vergilendirilmeyen sermaye kazancı arasında kayıtsız kalması için hisse başına temettüden daha yüksek bir vergi öncesi getiri elde etmesi gerekir.

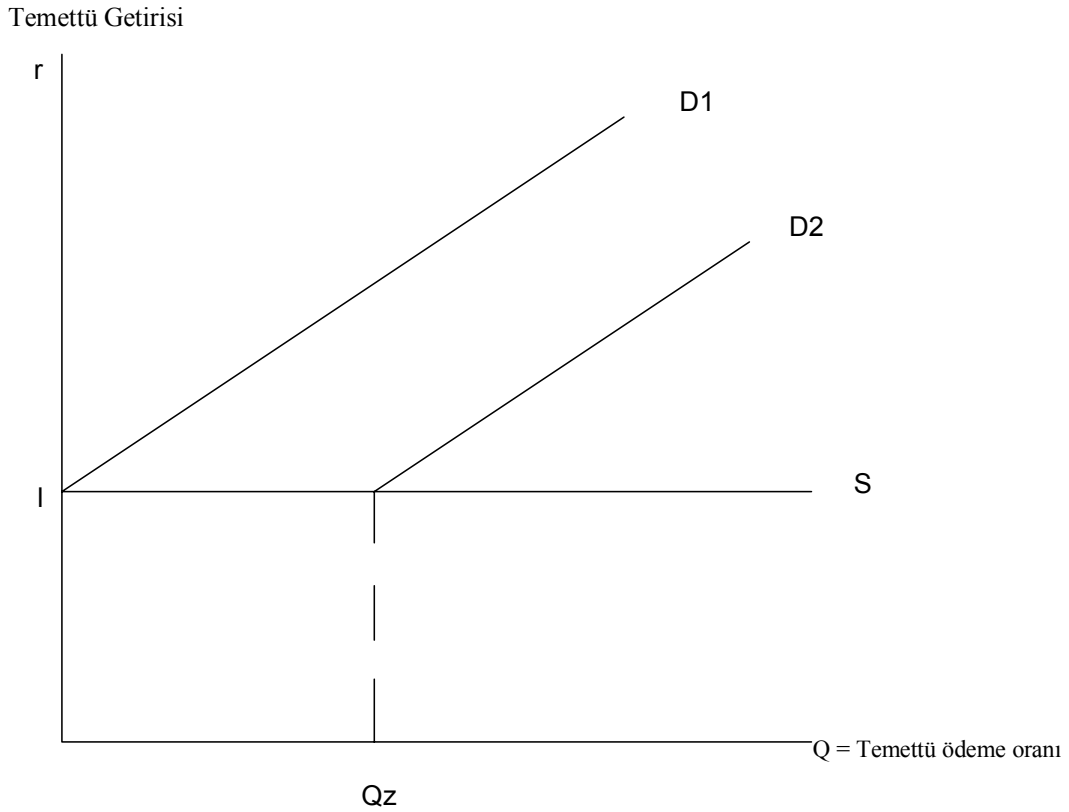
Bu nedenle, yatırımcının hisse başına brüt temettü getirisi $\frac{r_d}{(1-t_{d,i})}$ olmalıdır.

Yatırımcının temettü üzerinden ödeyeceği vergi $(t_{d,i}) \cdot r_i$ 'dir. Temettüden elde edilen brüt kazancın sermaye kazancına oranı 1'den büyük olmalıdır, yani $\frac{r_d / (1-t_{d,i})}{r_g} > 1$

dir. Yüksek vergi diliminde olan yatırımcılar için hisse başına temettünün vergi öncesi beklenen getirisi daha fazla olmalıdır,

$$\frac{r_d}{(1-t_{d,1})} < \frac{r_d}{(1-t_{d,2})} < \dots < \frac{r_d}{(1-t_{d,n})}$$

Yatırımcının getirisi en düşük marjinal temettü geliri vergi diliminden en yükseğine kadar birleştirilirse yukarıya doğru eğimli talep eğrisi elde edilir. Şekil 2.4'de iki farklı durum vardır. İlki, sıfır vergi diliminde hiç kimse bulunmamaktadır, bütün yatırımcılar için temettü üzerinden ödenen vergi oranı $t_{d,1} > 0$ 'dır. Talep eğrisi olan D_1 , sıfır noktasında dengededir ve bu noktada toplam temettü ödemesi sıfırdır. Bütün firmalar temettü politikası olarak sıfır temettü ödemesi yapmaktadır ve yatırımcılar temettü almamaktadır (Ang, 1987 : 14).



Şekil 2.4: Basit Vergi Mükellefi Modeli
Kaynak: Ang, 1987 : 14

İkinci durum ise temettü vergisinden muaf $i=1,2,\dots,k$ gibi bir çok yatırımcı olduğunu varsayar. Bunlar emeklilik fonları, eğitim kuruluşları gibi vergiden muaf kurumlar olabilir. Vergiden muaf olan kurumların temettü getirileri birbirlerine eşit ve pozitif vergi dilimi içerisinde bulunanların vergi öncesi getirilerinden de küçüktür,

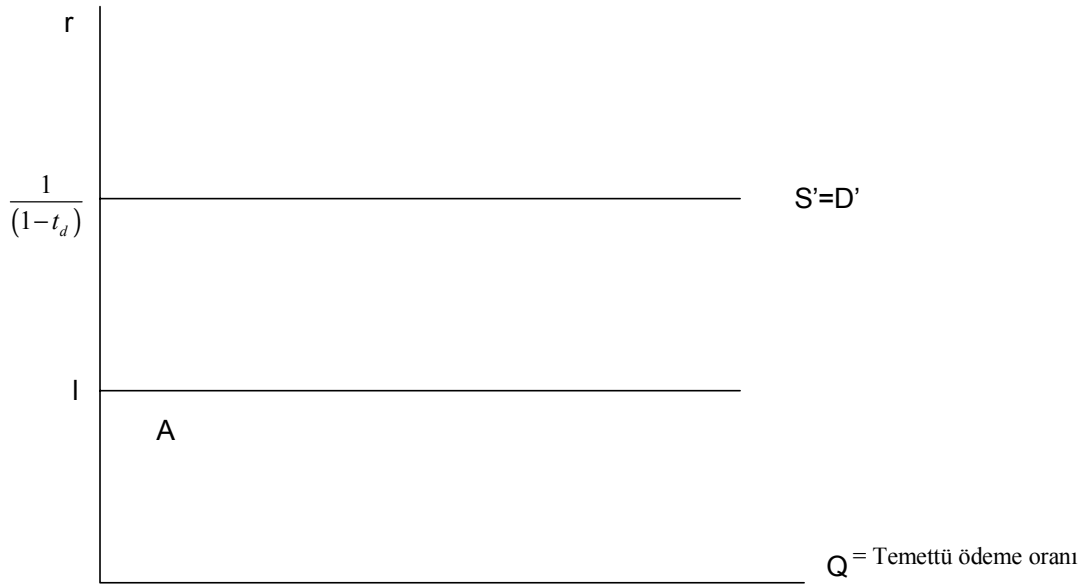
$$r_{d,1} = r_{d,2} = \dots = r_{d,k} < \frac{r_{d,k+1}}{(1-t_{d,k+1})} < \dots < \frac{r_{d,n}}{(1-t_{d,n})},$$

Bu ifade D_2 talep eğrisi ile gösterilmiştir. Toplam denge ödemesi $[0, Q_z]$ olduğu aralıktadır. Vergiden muaf olan yatırımcıların elde ettikleri temettü miktarı $[0, Q_z]$ oranı aralığında gerçekleşir. Bu denge, vergi mükellefi olan iki grup tarafından oluşturulmuştur; sıfır vergi diliminde olup bütün temettüyü alanlar ve hiç temettü

almayan pozitif vergi dilimi içinde olanlar. Vergiden muaf olanlar sermaye kazançları temettü getirilerine eşit ($r_d=r_g$) olduğu sürece sermaye kazancı veya temettü kazancı arasında kayıtsız kalmaktadırlar. Diğer taraftan firmalar da temettü ödemelerine karşı kayıtsızdırlar. Bütün firmaların temettü ödemeleri Q_z 'yi geçmez, hangi firmanın temettü ödediği ise önemli değildir. Bu modelde hükümet tek bir birim bile temettü vergisi toplayamaz, çünkü piyasadaki katılımcıların tamamı değerlerini azami dereceye çıkarmak için vergiden kaçınarak rasyonel davranırlar (Ang, 1987 : 15).

2.2.2.2. Düzeltilmiş vergi modeli

Basit vergi mükellefi modelinde, temettü üzerinde yüksek vergi oranına tabi olan yatırımcıların daha yüksek getiri talep etmeleri söz konusudur. Ancak, bu getiriyi elde edememeleri durumunda yatırımcılar temettünün tamamından vazgeçerler. Öte yandan, yüksek vergi diliminde bulunan bu yatırımcıların talep ettikleri daha yüksek beklenen getiriyi elde etmeleri mümkün olabilir. Şöyle ki, vergi öncesi beklenen getiri oranı, temettü üzerinden ödenecek olan vergi oranını da içermesi durumunda, yatırımcılar vergi sonrası getiri oranlarını elde etmiş olurlar. Eğer firma elde ettiği gelirleri temettü dağıtımını dışında başka yollar ile yatırımcıya yansıtamaz ise, yatırımcılar firmanın piyasa değerini hesaplayabilmek için gelecekte beklenen vergi ödemelerini yine gelecekte beklenen temettü ödemelerinden çıkarmak zorunda kalırlar. Bir başka ifade ile, yatırımcılar daha yüksek beklenen getiri elde edebilmek için firma hisse senetlerine daha düşük fiyat öderler. Bu durum şekil 2.5'de gösterilmektedir (Ang, 1987 : 16).



Şekil 2.5: Düzeltilmiş Vergi Modeli
Kaynak: Ang, 1987 : 16

Bütün yatırımcılar için temettüden ödenen vergi oranının tek tip olduğu varsayıldığında yatırımcılar ödedikleri vergiyi de karşılayacak bir getiri oranı talep ederler. Dolayısıyla, $\frac{r_d/(1-t_d)}{r_g} > 1$ olur. Bu talep eğrisini yukarı doğru D' 'ne kaydırır. Firmalar, temettü ödememe yoluyla kaynak sağlama yerine temettü ödeyip yeni hisse senedi ihracı (dış finansman yoluyla) ile kaynak sağlama kararı alırlar ise, ihraç edecekleri yeni hisse senetleri için beklenenden daha düşük fiyatlar ile karşılaşır. Bu şirketler için dış finansmanın maliyetini iç finansman maliyetine göre $\frac{r_x/(1-t_d)}{r_i} > 1$ kadar arttırması gerektiği anlamına gelir. $r_x \left(\frac{1}{1-t_d} - 1 \right) > 0$ yeni hisseler için ekstra karşılık getirisi (veya fiyat iskontosudur). Bu durumda, arz eğrisi yukarı doğru S' 'ne kayar ve $S' = D'$ dengeye gelir. Böylece, temettü üzerindeki vergi etkisinin yok edilmesiyle, yatırımcılar temettü ödeyen ya da sermaye kazancı sağlayan hisse senetlerine yatırım yapmada fark gözetmezler. Bu durumda, firmalar da yüksek temettü ödeme ya da ödememe arasında kayıtsızdır. Bu sonuçlar bir konu dışında M&M modelindeki bulgularla benzerdir, çünkü düzeltilmiş temettü modelindeki temettü payları bir iskonto oranıyla fiyatlandırılır (Ang, 1987 : 16).

Bu çift taraflı denge şüphesiz ki uzun süre devam edemez. Çünkü sonunda alternatif rekabet dengesi $S' = D'$ dengesini ortadan kaldıracaktır. Hiçbir firmanın temettü ödemesi yapmadığı ve hiç kimsenin temettü almadığı A noktasındaki dengeyi ele alalım. Bu mükemmel bir dengedir çünkü sıfır toplamı temettü ödemesinde, toplam temettü vergisi de sıfırdır. Ancak, yeni denge noktasında ($S' = D'$) t_d (elde edilen temettü)'nin toplam vergisi, piyasaya katılanlar tarafından ödenir. Bu nedenle hisse senetlerinin toplam değeri, tasarruf edilen vergi tutarından daha fazladır. Böylece, A denge noktası hisse senedi değerinin en yüksek olduğu noktadır (Ang, 1987 : 17).

Temettü getirileri ve riske karşı düzeltilmiş getiriler arasındaki ilişkiyi ortaya çıkaran bir model Brennan tarafından geliştirilmiştir. Brennan, sermaye varlıklarını fiyatlandırma modelini (CAPM) kullanmıştır. Bu model ile bir menkul kıymetin vergi öncesi aşırı getirisinin pozitif ve doğrusal olarak menkul kıymetin sistematik riskiyle ve temettü getirisiyle ilgili olduğunu ifade etmektedir. Yüksek bir vergi öncesi getiri elde eden yatırımcılar, temettü üzerinden alınan vergiden dolayı oluşacak kayıplarını telafi eder. Bu modelde yüksek temettü getirisine sahip hisse senetleri, daha düşük fiyatlara sahip olacaktır. Brennan'ın modeli aşağıdaki gibi gösterilebilir;

$$E(r_{it} - r_{ft}) = a_1 + a_2\beta_{it} + a_3(d_{it} - r_{ft})$$

r_{it} = t dönemi boyunca i hisse senedinin getiri oranı

β_{it} = t dönemi için i hisse senedinin sistematik riski

d_{it} = i hisse senedinin temettü getirisi

r_{ft} = t dönemi boyunca risksiz faiz oranı

Eğer a_3 , belirgin bir biçimde pozitif olursa, bu temettülerden alınan vergilerin kayıplara yol açtığıın kanıtı olarak yorumlanır. Diğer bir ifadeyle, yatırımcılar, hisse senedi getirilerinde ve temettü getirilerinde oluşacak kayıpları telafi edebilmek için

daha yüksek temettü ödeyen hisse senetlerinden, daha fazla vergi öncesi riske karşı düzeltilmiş getiri talep ederler (Lease, John, Kalay, Loewentein ve Sarig, 2000 : 53).

2.2.2.3. İki taraflı vergi modeli

Firma temettüleri ile dağıtılmayan kârlarına farklı vergi oranları uygulanabilir. Dağıtılan kârlar üzerindeki vergi oranı t_b ve dağıtılmayan kârlardan alınan vergi oranı t_n ile gösterildiğinde dış finansmanın iç finansmana görece maliyeti $\frac{r_x(1-t_b)}{r_i(1-t_n)}$ olur. Eğer $t_n > t_b$ ve aralarındaki fark az ise (genelde yasal vergi oranı ve

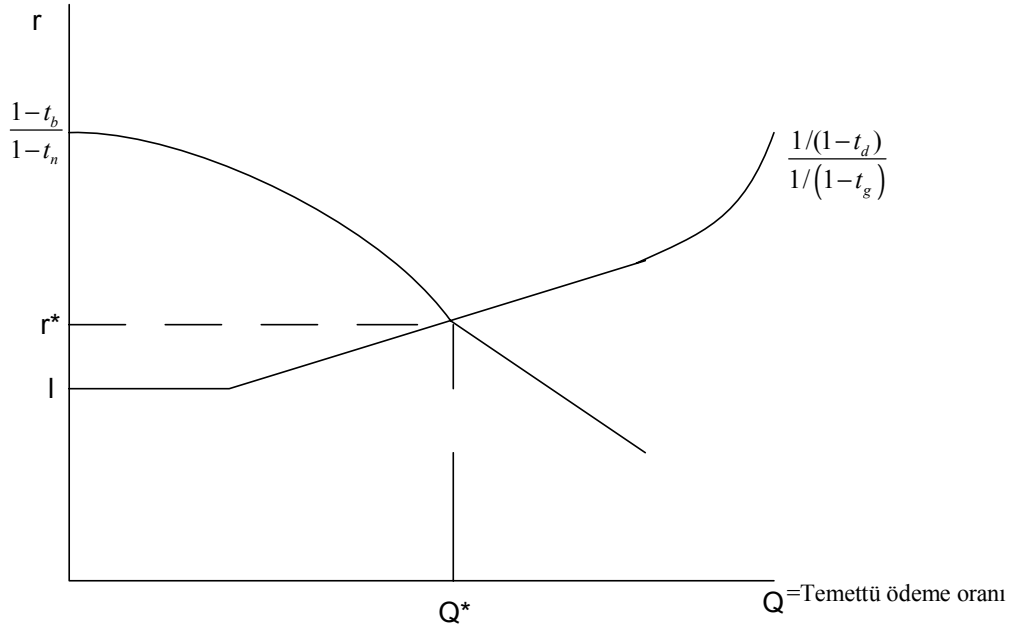
efektif vergi oranı arasında olduğu gibi), arz eğrisi $\frac{(1-t_b)}{(1-t_n)} > 1$ kadar aşağıya eğimli

olarak kayar. Ayrıca bu modelde, talep davranışını belirlemek için yatırımcılar vergiden muaf olanlar ve vergilendirilenler olarak gruplara ayrılırlar. Temettü üzerindeki gelir vergisi oranı t_d , sermaye kazancı üzerindeki vergi oranı t_g ile gösterildiğinde, vergilendirilen yatırımcılar $\frac{r_d(1-t_d)}{r_g(1-t_g)}$ kadar düzeltilmiş görece getiri

isterler. Başka bir ifadeyle hem temettülerin hem de sermaye kazançlarının getirileri vergi oranlarını yansıtacak şekilde artış göstermelidir. Eğer $t_d > t_g$ ve azalış göstermeyen vergi dilimleriyle yatırımcılar ilişkilendirilirse, temettü için talep,

$$1 \leq \frac{1/(1-t_{d,i})}{1/(1-t_{g,i})} \leq \frac{1/(1-t_{d,i+1})}{1/(1-t_{g,i+1})} \leq \dots \leq \frac{1/(1-t_{d,n})}{1/(1-t_{g,n})}, \text{ olur.}$$

ve Şekil 2.6'da yukarı eğimli talep eğrisi D ile gösterilir (Ang, 1987 : 18).



Şekil 2.6: İki Taraflı Vergi Modeli

Kaynak: Ang, 1987 : 18

Denge noktası (r^*, Q^*) 'da firmanın marjinal vergisi $\frac{(1-t'_b)}{(1-t'_n)}$, yatırımcının

marjinal vergisi $\frac{1/(1-t'_d)}{1/(1-t'_g)}$ ne eşittir. Firmalar üç temettü politikasından birini tercih

edebilir. Dağıtılmayan kârlara yüksek vergi ödeyecek firmalar $\frac{(1-t_{b,k})}{(1-t_{n,k})} > \frac{(1-t'_b)}{(1-t'_n)}$

'nın olduğu durumda %100 ödeme politikasını tercih ederler. Denge noktasının yakınındaki firmalar temettü ödemek veya ödememek konusunda kayıtsızdırlar.

Dağıtılmayan kârlara düşük vergi ödeyecek firmalar $\frac{(1-t_{b,j})}{(1-t_{n,j})} < \frac{(1-t'_b)}{(1-t'_n)}$ 'nın

durumunda temettü ödemezler. Temettü paylarının fiyatları, t'_d ve t'_g , temettü ve

sermaye kazançları vergileri eşit oluncaya kadar $\frac{1/(1-t'_d)}{1/(1-t'_g)}$ 'ne kadar yükselir. Daha

az veya sıfır vergi diliminde bulunan yatırımcılar $\frac{1/(1-t_{d,1})}{1/(1-t_{g,1})} < \frac{1/(1-t'_d)}{1/(1-t'_g)}$ sadece

temettü ödeyen hisse senetlerine yatırım yaparlar (temettü müşterisi). Burada,

yatırımcılar fazla getirinin farkındadırlar. Tercihleri denge noktasında bulunan yatırımcılar iki alternatif gelir türü arasında kayıtsızdırlar. Ancak, yüksek vergi diliminde bulunan yatırımcılar $\frac{1/(1-t_{d,h})}{1/(1-t_{g,h})} > \frac{1/(1-t'_d)}{1/(1-t'_g)}$ sadece temettü ödemeyen hisseleri satın alırlar (sermaye kazancı müşterisi). Bu model firma ve yatırımcı düzeyinde uygulamalarını özetlemek gerekirse, firmalarda, yatırımcılarda ve toplamda hisse senetlerinin fiyatlandırılmasıyla temettü arasında kuvvetli bir ilişkiyi göstermektedir (Ang, 1987 : 19).

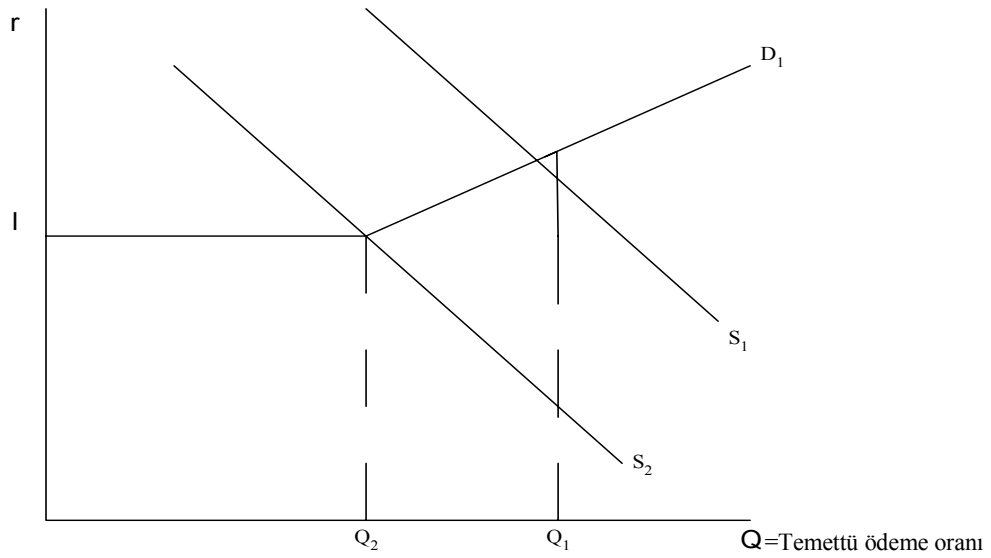
2.2.2.4. Vergiden kaçınma modeli

Buraya kadar verilmeye çalışılan vergi ile ilgili modeller vergiye karşı pasif tutumdadır, yani vergilerin ödenmesi gerektiğini varsaymaktadır. Bu varsayıma getirilen eleştiri ise, bu tutumun rasyonel yatırımcı davranışı olmadığıdır. Kârı azamileştirmeye çalışan yatırımcının, vergiler de dahil olmak üzere maliyetleri en aza indirgeyeceği varsayılır. Genelde, vergi kalkanı, yüksek vergi diliminde olan yatırımcılar tarafından kullanılmaktadır. Temettülerden ödenen vergiden kaçınmanın veya bunu en aza indirmenin iki yolu vardır. Birincisi, firmanın finansal politikalarını kullanmak ve ikincisi, yatırımcının yatırım stratejileriyle vergiyi en aza indirmeye veya vergiden kaçınmaya çalışmasıdır. Firmalar birkaç metot ile yatırımcılara, aldıkları temettülerden ödedikleri vergileri en aza indirmeleri için fırsat tanımaktadır (Ang, 1987 : 19):

1. Yatırımcılara, kârı nakit olarak değil de başka bir biçimde dağıtabilir. Örneğin, firmanın kendi hisse senetlerini satın alması temettü dağıtımını başka bir biçime dönüştürmesidir. Temettüden ödenecek olan gelir vergisi de sermaye kazancı vergisine dönüştürülür.
2. Firmanın temettü ödemesinde bulunmaması ve bu nedenle yatırımcıların hisse başına temettülerini hisse senetlerine sahip oldukları şirkete birleşme teklifini sunan şirketten elde etmesidir.
3. Sadece vergi desteği sağlanan yatırımcılara (hayır kurumları, emeklilik fonları vs.) ödeme yapılması.

4. Temettünün toplam arzını temettü talebine göre düzeltme durumu.

Şekil 2.9'da arz düzeltmesi gösterilmiştir. D_1 ve S_1 gibi temettü paylarının yükseldiği ve bir iskonto ile satıldığı bir durumun var olduğunu varsayıldığında temettü ödeyen firmaların yüksek fiyatlı sermaye kazancı elde eden hisseleri taklit ederek temettülerini azalttıklarını veya ortadan kaldırdıkları görülür. Eğer yeteri sayıda firma bu değişikliği yaparsa, toplam arz eğrisi S_1 'den S_2 'ye kayar. Yeni temettü ödeme dengesi Q_2 'ye düşer. Bu dengeden arzu edilen sonuç şudur; temettülerin ödenmesine (sıfır vergi dilimindeki yatırımcılara) rağmen temettü payları belirli bir iskonto ile satılmaz. Başka bir deyişle, Q_1 'deki temettü ödeme seviyesi çok yüksektir, temettüler vergilendirilen yatırımcılara ödenir (Ang, 1987 : 20).

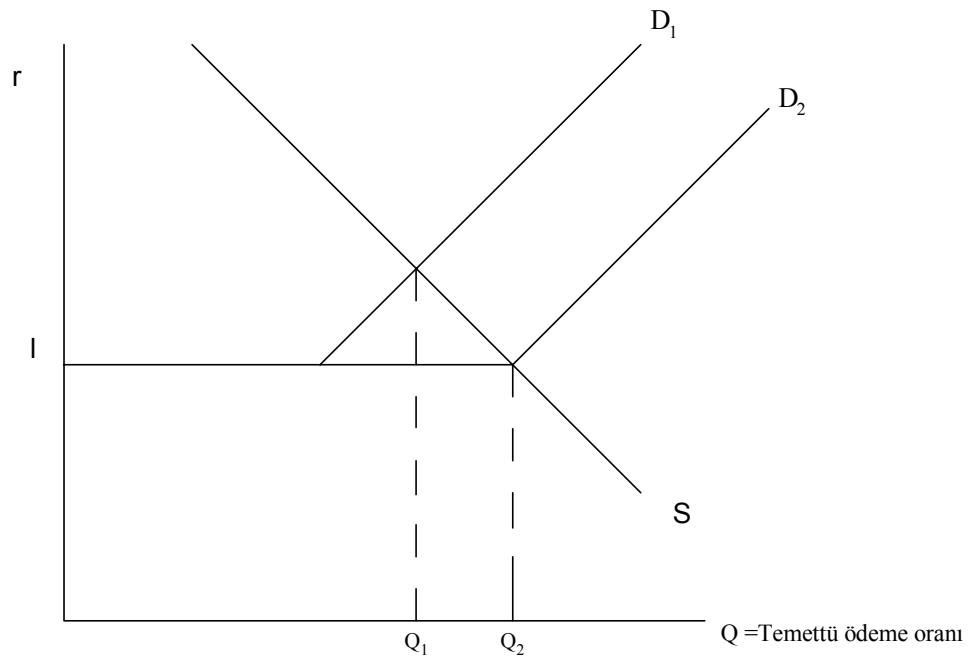


Şekil 2.7: Vergiden Kaçınma Modeli

Kaynak: Ang, 1987 : 20

Bireysel yatırımcılar temettü vergisi vermektan kaçınırlar. İlk olarak, her zaman temettü ödeyen hisselerden uzak dururlar. İkinci olarak, temettü elde edebilirler ve gelir vergisinden temettü gelirlerini korumak için yollar ararlar. Miller ve Scholes bu konuda, bir yatırım stratejisi sunmuştur. Bu stratejide temettü gelirlerini aşırı faiz harcamalarını dengelemek için kullanmak veya alınan temettüyü dengelemek için borçlanarak faiz harcaması yaratmak yer alır. Borç alınan fon da vergiden muaf bir alana yatırılır ve böylece vergilendirilecek gelir olmaz (Miller ve Scholes, 1978).

Bu Şekil 2.8’de görüldüğü gibi Miller ve Scholes’un vergiden kaçınma planları özellikle temettü gelirine karşı sıfır vergi diliminde yer alan yatırımcı sayısını artırmıştır. Bu etkinin sonucunda talep eğrisi D_1 ’den D_2 ’ye kaymıştır. Temettü ödemesi Q_1 ’den Q_2 ’ye kadar artmıştır. Artan temettüler vergiden muaf, Miller ve Scholes’un planındaki gibi borçlanmayı gelir vergisi karşısında bir kalkan olarak kullanan yeni yatırımcıları göstermektedir (Ang, 1987 : 22).



Şekil 2.8: Vergi Kalkanı
Kaynak: Ang, 1987 : 22

2.2.3. Asimetrik bilgi yaklaşımı

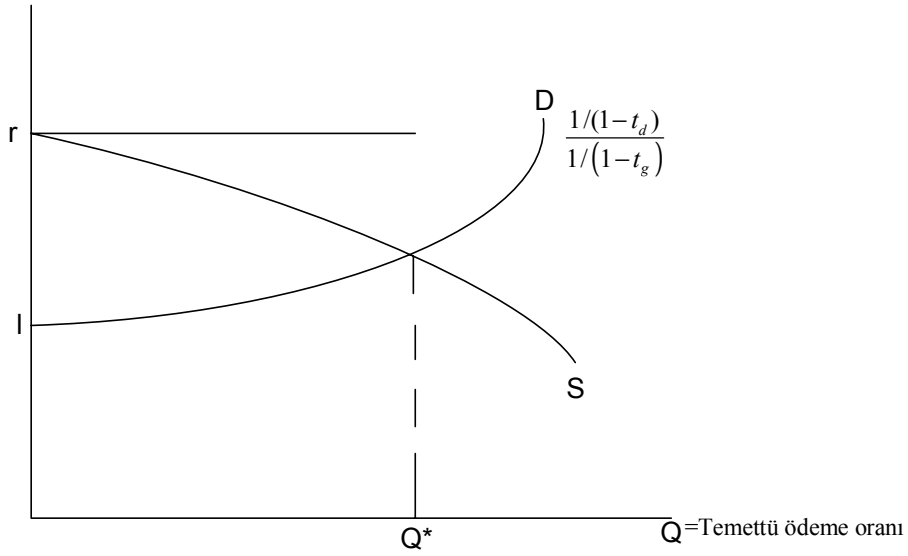
Temettülerin ilintisizliğiyle ilgili orijinal çalışmalarında M&M , hisse senedi fiyatlarının temettü duyurularından etkilendiklerini ortaya koymuştur. Bu olguya “temettülerin bilgisel içeriği” adını vermişlerdir. Yeni bilgiye sahip temettüler için aşağıdaki koşullara ulaşmayı beklemek uygun olur (Ang, 1987 : 33);

- Birincisi, yöneticiler firmanın gelecek ile ilgili durumu hakkında dışarıdaki yatırımcılardan daha fazla bilgiye sahiptirler. Bu asimetrik bilgi, yöneticinin, firmanın planlarına ve yeni ürünlerine olan yakınlığından kaynaklanır.
- İkincisi, yönetici bu bilginin bilinmesini teşvik edebilir. Eğer yeterli bilgi yokluğu nedeniyle hisse başına fiyat düşük ise yönetici yeni hisse senedi ihraç etmek veya ele geçirilmeyi önlemek amacıyla bu yeni bilgiyi piyasaya verir. Bu bilginin büyük kısmı basına veya analistlere duyurulur. Fakat duyurulmaması gereken gizli bilgiler de vardır ve bu bilginin erken açıklanması firmanın projesine zarar verebilir veya rakiplere bir avantaj sağlayabilir. Bu nedenle, bilgi dolaylı yollarla piyasaya aktarılır, diğer bir ifade ile “sinyal”ler ile aktarılır.
- Üçüncüsü, yeni bilginin temettü değişimleriyle sinyal olarak verilmesi halinde, bu bilgi güvenilir olmalıdır.
- Dördüncüsü, temettü sinyallerinin maliyetleri vardır. Pratikte bütün finansal kararlar bazı finansal olmayan kararlardaki değişimlerde olduğu gibi sinyal olarak yorumlanabilir. Eğer aynı sonuca ulaşılacaksa daha düşük maliyetli sinyal her zaman tercih edilmelidir. Eğer bu koşullar sağlanırsa, asimetrik bilgi durumundaki temettülerin fiyatları şu şekilde gelişme gösterir.

Şekil 2.9’da ilk olarak arz eğrisini ele alalım. Asimetrik bilginin bulunduğu bir durumda hisse fiyatları olması gereken değerden daha düşük değerlidir veya dış

finansman maliyeti yüksektir $\left(\frac{r'_x}{r_i} > 1 \right)$. Eğer temettü sinyalleri güvenilir ise daha

fazla temettü ödenmesi ile birlikte hisse fiyatları yükselir (dış finansmanın maliyeti de düşer). Bu nedenle arz eğrisinin eğimi aşağı doğru olur (Ang, 1987 : 34).



Şekil 2.9: Asimetrik Bilgi Yaklaşımı
Kaynak: Ang, 1987 : 34

Firma temettülerini arttırdığında yönetim ile hissedarlar arasındaki bilgi boşluğu azalır. Böylece hisse fiyatları yükselir. Fakat temettüden alınan vergiler de artan temettü ödemeleri ile artar. Q^* noktasının ötesinde yapılacak herhangi bir ödemede, $Q^* + \Delta Q$, potansiyel hisse fiyatı artışı temettüden alınan benzeri vergilerden daha az olur.

Temettü ödemesi kredibilitiyi artırarak şirketin sonraki dönemlerde daha da çok kâr edeceğinin sinyalidir ve hisse senedinin piyasa fiyatının yükselmesine neden olur veya tam tersi de geçerlidir. Bhattacharya (1979), John Williams (1985) ve Miller ve Rock (1985) sinyal modelini geliştirmişlerdir. Bu modele göre kuvvetli ve özel bilgiye sahip olan şirketler, bu tür bilgilere sahip olmayan şirketlere göre daha yüksek temettü dağıtmaktadırlar. Bu modeller aynı zamanda kâr payı ile ilgili duyuruların hisse senedi fiyatları üzerindeki beklentileri de açıklayabilmektedir. Ayrıca yapılan bazı çalışmalarda, temettü değişiklikleri ile ilgili duyuruların hisse senedinin fiyatı üzerindeki etkisinin şirketin yatırım politikalarına bağlı olduğu belirtilmiştir. Lang ve Litzenberger (1989) şirketlerin kâr payı ödeme kararlarının şirketin yatırım politikaları ve fırsatları ile ilgili olduğunu göstermişlerdir (Tercan, 1998 : 12).

Fama, Fisher, Jensen ve Roll (1969) çalışmalarında hisse senedi fiyatlarının hisse bölünmelerindeki yeni bilgiye uyum gösterme sürecini, incelemişler ve

birbirleriyle bağlantılı iki sorunun cevaplarını araştırmışlardır. Birincisi, bölünmenin olduğu aylarda bölünen bir hisse senedinin getiri oranlarında genellikle bazı “olağandışı” davranışlar var mı? İkincisi, eğer bölünmeler hisse senetlerinin olağandışı davranışlarıyla bağlantılı ise bölünmeler ve diğer temel değişkenlerdeki değişimler arasındaki ilişkiler ne ölçüde hesaba katılmalıdır?

Ambarish ve Williams (1987) yaptıkları bir çalışmada şirket içindekilerin, şirketin varlıkları üzerindeki gelecek getiri ve yatırım fırsatları hakkında daha fazla bilgiye sahip olacaklarını belirtmişlerdir. Dolayısıyla temettü ödemeleri dışarıdakiler tarafından bir sinyal olarak algılanabilir.

M&M, çalışmalarında dışarıdaki yatırımcıların ve içerideki yöneticilerin firmanın bugünkü kazançları ve gelecekte yakalayacağı fırsatlar hakkında aynı bilgiye sahip olduklarını varsayarlar. Miller ve Rock (1985) çalışmalarında M&M varsayımını, “*firma yöneticileri firmanın bugünkü kazançlarının gerçek durumu hakkında dışarıdaki yatırımcılardan daha fazla bilgiye sahiptirler*” şeklinde değiştirmişlerdir.

Finans teorisi için bu değişim hem iyi haberleri hem de kötü haberleri beraberinde getirmiştir. İyi haberler temettü (ve finansman) duyurularıdır. Rasyonel beklentilerin olduğu bir dünyada, firmanın temettü (veya finansman) duyuruları, piyasa için gözlenemeyen bölümü anlamak, firmanın bugünkü kazançlarını öğrenmek için kaynak kullanım tablosunun yeterli olacak parçalarını sağlar. Bugünkü kazançların piyasa tahmini, firmanın piyasa değerinin büyük ölçüde bağlı olduğu beklenen gelecek kazançlarının tahmin edilmesine katkıda bulunur. Kötü haber ise, asimetric bilgi ve temettü duyuruları etkileri için izin verilen fiyat, firma tarafından optimal yatırım için bilinen Fisher ölçüsünün kaybolmasıdır-demek oluyor ki gerçek varlıkların marjinal iç getiri oranı menkul kıymetlerin riski düzeltilmiş getiri oranına uygun bir şekilde eşit oluncaya kadar yatırım yapılır. Piyasanın temettü (veya finansman) duyurularını gözlenemeyen kazançların bir kanıtı gibi ele alan bir dünyada, piyasanın beklediğinden daha fazla temettü ödeyerek (veya daha az dış finansman ile meşgul olarak), bu yatırımı kısmak anlamına gelse bile fiyatın yükselmesi için teşvikler artar (Ang, 1987 : 40).

2.2.4. Acenta maliyetleri yaklaşımı (Vekille yönetme maliyetleri)

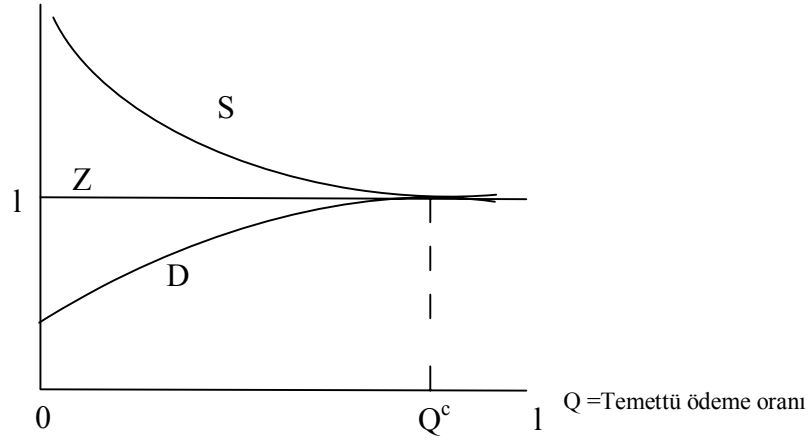
Firma hisse senetlerini ellerinde bulunduranlar firmanın sahibi olmakla birlikte, yöneticiler firmayı yönetmektedirler. Yöneticiler firma amaçlarını gerçekleştirmek için firma sahiplerinin vekili veya temsilcisi konumundadırlar. Yöneticiler, firmanın sabit yükümlülüklerini yerine getirmek ve firma ortaklarının varlıklarını azami dereceye getirmek amacıyla istihdam edilmiş kimselerdir. Ancak, yöneticiler kendi refahlarını ve çıkarlarını da düşünürler. Yöneticiler zaman içinde kendi çıkarları doğrultusunda hareket ettiklerinde, aldıkları kararlar hisse senedi sahiplerinin refahını artıracak bir sonuç sağlamayabilir. Örneğin, fazla değer yaratmayan yatırımların veya lüks harcamaların yapılması ortaklar açısından ek değer yaratmaz (Ang, 1987 : 7).

Temsilci maliyetlerinin diğer bir kaynağı ise, üst düzey yöneticilerin işlerini gereği gibi yapmamalarıdır. Firmaların üst düzey yöneticileri sıkı incelemelerden sonra seçilirler ve önemli tutarda paralar karşılığı çalıştırılırlar. Böylece, firma sahipleri veya yönetim kurulu son derece yetenekli yöneticilere sahip olduklarını hissederler ve bu kimselerin bütün enerjilerini ve bilgilerini firmanın ve ortakların amaçları doğrultusunda harcayacaklarını umarlar. Fakat, sadece yöneticiler kendi işlerine ne kadar çaba harcadıklarını bilebilirler. Çünkü, yöneticilerin çabasını gözlemlemek son derece zordur. Örneğin, yöneticiler öğle tatillerini üç saat sürdürebilir veya ofislerinde vakitlerini gereksiz görüşmelerle veya kendi özel işleriyle ilgilenererek geçirebilir. Ortaklar açısından herhangi bir değer yaratmayan bu verimsiz saatlerin firmaya maliyeti yöneticilerin çok yüksek ücretler almaları nedeniyle oldukça fazladır. Yöneticilerin işlerinde gerektiği gibi çaba veya performans göstermemesinin diğer bir önemli maliyeti ise, bu davranış biçiminin aşağıya doğru bütün firmaya yayılmasıdır. Yapılan araştırmalar firmanın büyüklüğü ile üst düzey yöneticilerin ücretleri arasında pozitif bir ilişki olduğunu göstermektedir. Bu nedenle yöneticiler daha fazla ücret, güç ve prestij için yatırımların, değer yaratıp yaratmadığına fazla önem vermeden firmanın büyümesi için çaba gösterebilirler. Özellikle, aşırı lüks genel müdürlük binaları, ortakların refahına en fazla zarar veren temsilci maliyeti olarak değerlendirilmektedir. Temsilci maliyetleri ile ilgili örneklerin en önemli ortak özelliği şudur; Eğer, bilgi eşitsizliği

olmaz ise, bu temsilci maliyetlerinin de hiç birisi olmaz. 1980’li yıllardaki büyük birleşmelerin en önemli ekonomik sebeplerinden birisi de temsilci maliyetlerinin azaltılmaya çalışılmasıdır. Temsilci maliyetleri, çok uluslu firmalarda yurt içi firmalara göre daha fazladır. Bunun başlıca nedenleri, yabancı ülkelerdeki iştiraklerin yöneticilerini izlemenin daha zor olması, farklı kültüre sahip yöneticilerin benzer amaçları benimsememesi ve çok uluslu şirketlerin büyüklüğüdür (Ercan ve Üreten, 2000 : 42).

2.2.5. Finanslama kaynağını veya gelir kaynağını dönüştürmenin maliyetli olması yaklaşımı

Firmalar, bir finanslama kaynağını alternatif bir başka finanslama kaynağına dönüştürürken veya yatırımcılar bir gelir kaynağını başka bir gelir kaynağına dönüştürürken işlem maliyetleri ile karşılaşır. Finanslama sırasında karşılaşılan işlem maliyetleri, piyasada çok sayıda faydalı görevi yerine getiren aracılara ödenir. Yatırımcılar açısından bu konu incelenirse, yatırımcıların ellerindeki hisse senetlerini nakde dönüştürmek için satış işlemleri yapan veya elde ettikleri temettüleri hisse senetlerine dönüştürmek için hisselerin satın alınmasıyla uğraşan “komisyoncular” (brokers) vardır. Komisyoncular, alıcı ve satıcıların piyasada karşılaştırılmasını içeren ve böylece hisse senetlerine likidite kazandıran arama maliyetlerini de azaltırlar. Şüphesiz ki bu süreçte yatırımcılar işlem maliyetlerine maruz kalırlar. Benzer olarak firmalar da, pazara yakınlıkları, ihracın fiyatlandırılmasındaki yardımları, alıcıları bulma kabiliyetleri ve bazen de ihracın başarılı olmasını sigorta etmeleri nedeniyle yeni hisselerin ihracını ayarlamaları için yatırım bankalarına ücret öderler. Sadece işlem maliyetlerinin olduğu bir piyasada temettü arz ve talep eğrileri Şekil 2.10’da gösterilmiştir (Ang, 1987 : 43).



Şekil 2.10: Finanslama Kaynağını veya Gelir Kaynağını Dönüştürmenin Maliyeti Olması

Kaynak: Ang, 1987 : 43

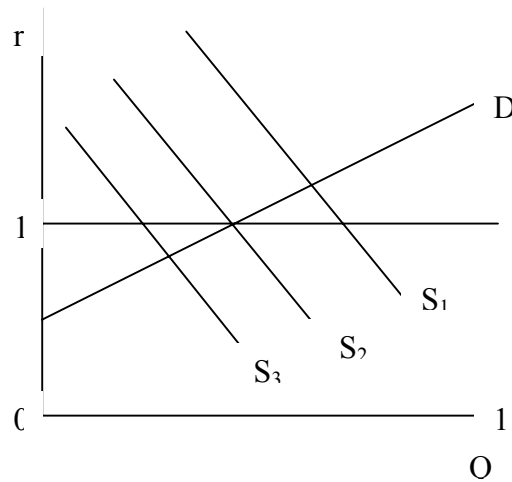
Arz eğrisi, özellikle küçük ihraçlar için yeni hissenin yüksek sabit maliyetlerini yansıtmaktadır. Bu nedenle dış finansmanın maliyeti de oldukça yüksektir. Bir başka ifadeyle, $\frac{r_x/(1-c_1)}{r_1} > 1$ dir ve c_1 yeni hisse ihracıyla ilgili işlem

maliyetleridir. Daha büyük ihraçlarda ölçek ekonomisine ulaşılır. Firmalar için sıfır işlem maliyetli olan çözüm noktası hiçbir yeni hisse senedinin ihraç edilmediği sıfır temettü ödenen nokta olan Z noktasıdır. Bu çözüm noktası, eğer talep tarafında bulunan yatırımcılar işlem maliyetleriyle karşılaşırlarsa elde edilemez. Eğer temettü geliri üzerinde tüketimde bulunan bir başka yatırımcı sınıfı olursa, hisseleri temettülere dönüştürmek onlar için maliyetli olur. Başka bir ifadeyle, $\frac{r_d}{r_g/(1-c_2)}$ dir,

c_2 hisselerin satılmasındaki işlem maliyetleridir. Böylece bu sınıftaki yatırımcılar daha düşük bir getiri kazanmaya veya temettü ödeyen hisseler için yüksek bir fiyat ödemeye razıdırlar. Temettü ödeyen hisselerin sayısındaki artışla beraber geriye kalan yatırımcılar temettü ödeyen hisseler için bir prim ödemeye daha az isteklidirler ve talep eğrisi yukarı doğru eğilimlidir. Çok büyük ihraçlar ve çok fazla sayıdaki yatırımcılar için bazı işlem maliyetleri de olacaktır. Çok büyük ihraçlarda $\frac{r_x/(1-c_1)}{r_1}$

yukarıdan 1 'e yaklaşır ve çok fazla sayıda yatırımcı olduğunda $\frac{r_d}{r_g/(1-c_2)}$ aşağıdan 1

'e yaklaşır. Arz ve talep eğrileri hiçbir zaman kesişmeyebilir. Fakat Q^c 'nin temsil ettiği asimptotik (kavuşmaz) denklikte birbirlerine yaklaşırlar. Bu dengenin yorumu şu şekildedir; işlem maliyetleri hem talep edenler hem de arz edenler için bulunduğu, büyük bir temettü ödeme oranı ve bu sebepten dolayı büyük hisse senedi ihracı, firmaların ihraç masraflarını kısıtlamalarına ek olarak temettüleri tercih eden yatırımcıların talepleri tatmin edilinceye kadar tercih edilen bir çözümdür. Bu modelin en önemli özelliği şudur; temettü ödemesi yapan hisse senetleri için bir prim ödemeye razı olan yatırımcıların bulunmasına rağmen temettüleri bir primle satılmaz. Böylece yatırımcılar ödemeleri gereken miktardan daha az ödeyerek aradaki fazlalıktan tasarruf ederler. Firmalar, hem temettü ödemesi yapmama veya hisse senedi ihraç etmeme politikasını hem de yüksek bir temettü ödemesi yapma veya büyük hisse senedi ihraç etme politikasını sürdürmeyi seçebilirler. Temettüyü tercih eden bütün yatırımcıların talepleri karşılanmış olacaktır. Eğer temettü arzı; temsilci maliyetlerinin, asimetrik bilginin ve arz yanlı vergilerin işlem maliyetlerine eklenmesiyle daha karmaşık hale getirilirse, arz daha dik olacaktır. Talep eğrisinin, işlem maliyetleri gibi olan gelir vergisini içerdiğini varsayalım. Buna göre (S_1) 'de temettü ödeyen hisse senetleri bir primle satılmaktadır. (S_2)'de ne bir primle ne de bir iskontoyla satılmaktadır ve (S_3)'te bir iskonto ile satılmaktadır. Vergilerin, sinyallerin ve temsilci maliyetlerinin bulunduğu dönüştürme maliyetlerini içeren temettü modeli aşağıdaki gibi gösterilebilir (Ang, 1987 : 45);



Şekil 2.11: Dönüştürme Maliyetlerini İçeren Temettü Modeli

Kaynak: Ang, 1987 : 45

Temettü tercihi, bazı davranış temelli modeller ile açıklanmaya çalışılmıştır. Bu modellere göre yatırımcılar bazı psikolojik nedenlerden dolayı temettüyü ve sermaye kazancını birbirlerinden farklı varlık olarak görmektedirler. Yatırımcılar temettüyü tüketim gayesiyle tercih ederler veya hissenin fiyatının artmasından sonra hisse senedini satması yatırımcının daha az pişmanlık duymasına neden olabilir. Bu açıklama bazı yatırımcılar için dönüştürmenin maliyetli olmasındaki model ile uyumlu olabilir. Son derece yüksek (psikolojik) dönüştürme maliyeti yüzünden, temettü ödeyen ve ödemeyen hisse senetlerinin yeri değişmez. Fakat, bu psikolojik modeller bazı yatırımcıların davranışlarını açıklamalarına rağmen, denge çözümünü çok fazla içermeyebilirler. Birincisi, bu yatırımcı tipinin yeterli sayıda olmayacağıdır. Bu nedenle bir çok denge çözüm noktasında, bu yatırımcı tipini tatmin eden temettüler ödenecektir. İkincisi, psikolojik takıntısı olmayan veya daha az olan diğer yatırımcı grubunun olmasıdır (Ang, 1987 : 44).

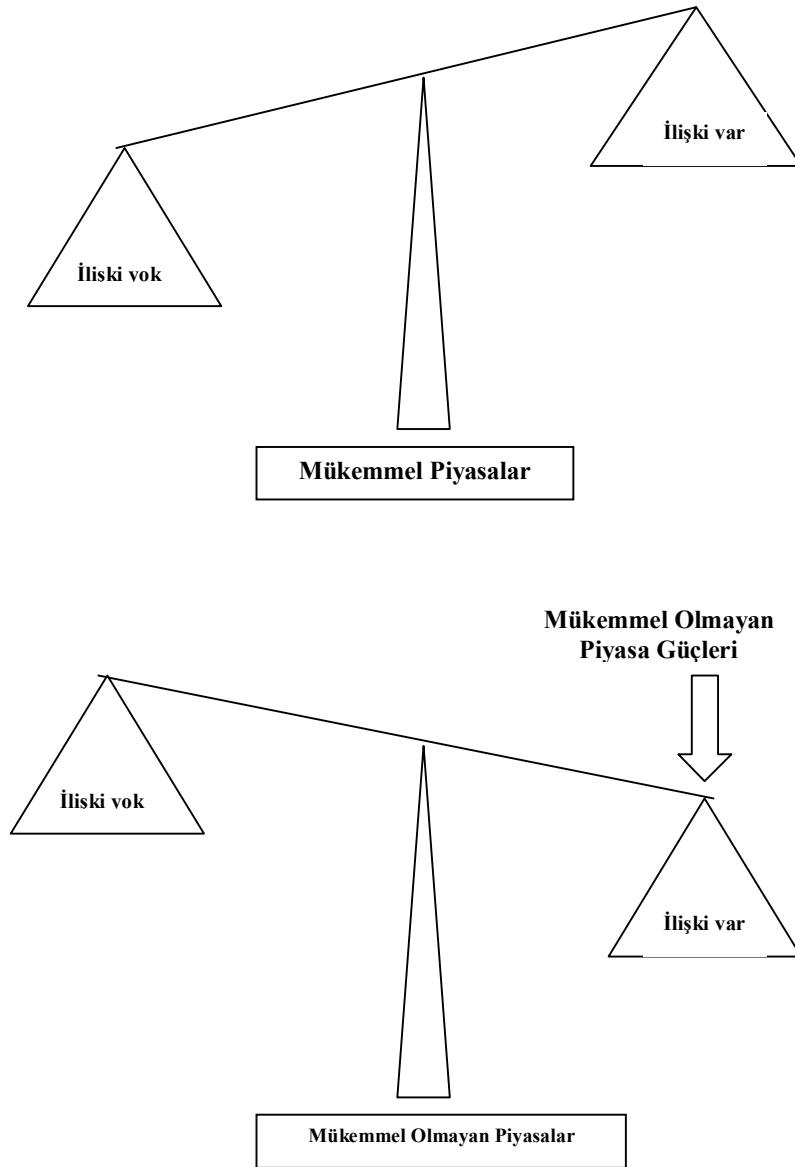
2.2.6. Yatırım ve finansman kararlarının temettü politikasından bağımsız olması yaklaşımı

Yatırım ve finanslama kararlarını iki farklı uçta değerlendirebiliriz. Birinci uçta, bu kararların birbirleriyle bağlantısı olmayabilir. Eğer firma yatırım kararlarını açıklarsa ve sermaye piyasası firmanın değerini (tahvillerinin ve hisse senetlerinin) doğru olarak yeniden değerlendirirse, firma dış finanslamayı herhangi bir sınırlama olmadan elde edebilir. Ayrıca temettü politikası seçiminde serbestliğe sahip olabilir. Diğer uçta ise, firmanın rekabetçi nedenlerden dolayı veya açıklasa bile buna inanılmayacağından yatırım planlarını piyasaya duyurması uygun olmayabilir. Sonuç olarak, firmanın menkul kıymetlerinin fiyatları gerçek değerlerini yansıtmayabilir ve yatırım planının seçiminde firmanın değeri, alacaklıları arasında yeniden dağıtılabilir. Kredi verenler borçları taksite bağlayarak ayrıca firmanın temettü ödemelerini sınırlandırabilirler. Belirli yatırım tiplerinin sürdürülmesinde veya belirli finanslama kaynaklarının kullanılmasında vergi avantajı (veya dezavantajı) olabilir. Yatırım ve finanslama kararlarının firmanın temettü kararlarını nasıl etkilediği veya temettü kararlarının nasıl yatırım ve finanslama kararlarını

etkilediğini analiz etmek için asimetrik bilgi, temsilci maliyetleri, vergiler ve işlem maliyetleri gibi mükemmel olmayan piyasaların ortak etkilerinin teşhis edilmesi gerekir. Firmanın yatırım planlarıyla ilgili piyasadaki daha fazla bilgi sahibi olduğu ve piyasa ile firma arasındaki bu bilgi boşluğunun piyasaya bir duyuru veya bir sinyal verilerek doldurulamayacağını durumda dış kaynaklardan sağlanacak fonların oldukça pahalı olacağı kabul edilir; menkul kıymetlerin olası düşük fiyatlanmasında, yeni hisse senedi ihracının yeni borç finanslamasından daha zor olacağı beklenmektedir. İç finanslamanın veya düşük maliyetli borçlanmanın mümkün olmadığı durumlarda firma olası kârlı yatırımlardan vazgeçebilir (Ang, 1987 : 46).

Bazı firmalar için temettü ödeme oranının birkaç nedenden dolayı düşük olması beklenebilir:

- a) Gelecekteki yatırım fırsatları için kâr firma bünyesinde bırakılacaktır.
- b) Eğer borç kullanılmışsa, temettü ödeme oranı da sınırlandırılacaktır.
- c) Eğer borç çok fazla ise yeni menkul kıymet ihraç etmemek için temettü ödenmesi yapılmayacaktır (Ang, 1987 : 47).



Şekil 2.12: Temettü Politikası İlişisinin Piyasalara Göre Dengesi

Kaynak: Lease, John ve diğerleri, Dividend Policy Its Impact On Firm Value, Harvard Business School Press, 2000, pp 182.

Temettü politikalarının, piyasa türlerine göre denge ilişkisine bakacak olursak; Şekil 2.12’de mükemmel piyasalarda temettü politikasının herhangi bir ilişkisi yoktur. Mükemmel olmayan piyasalarda ise, mükemmel olmayan piyasa güçlerinin (vergiler, asimetrik bilgi, acenta maliyetleri, dönüştürme maliyetleri vs.) etkileri nedeniyle temettü politikasının ilişkisi vardır.

Firmaların temettü politikalarını etkileyen piyasa güçlerinin yanı sıra temettü politikalarının oluşumunu etkileyen unsurlar da mevcuttur. Temettü politikalarının oluşumunu etkileyen unsurlar, yasal sınırlamalar, vergi düzenlemeleri, yatırım olanakları, likidite durumu, enflasyon, finansman yollarının kısıtlı ve maliyetli olması, kârların istikrarı, borçluluk durumu, kontrol yetkisini koruma isteği ve hissedarların tercihleridir.

ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

TEMETTÜ POLİTİKALARI VE TEMETTÜ ÖDEME YÖNTEMLERİ

3.1. Temettü Politikalarının Oluşumunu Etkileyen Unsurlar

Genel olarak temettü politikasını etkileyen unsurlar, yasal sınırlamalar, vergi düzenlemeleri, yatırım olanakları, likidite durumu, ekonomik faktörler ve belirsizlik, borçluluk durumu, kontrol yetkisini koruma isteği ve hissedarların tercihleri olarak sıralanabilir.

3.1.1. Yasal sınırlamalar

Şirketlerin temettü ödemelerini etkileyen en önemli unsurlardan bir tanesi yasal düzenlemeler ve şirket esas sözleşmesinde yer alan hükümlerdir. Her ülkede, hatta bazı ülkelerde her eyalette değişebilen bu yasal düzenlemeler, şirketlerin yapabilecekleri temettü ödeme şekillerini ve temettü ödemelerinin kaynaklarını belirlemesi nedeniyle, şirketlerin temettü politikalarının sınırlarını belirleyebilmektedir (Korgun, 1999 : 16).

Temettü dağıtım kararını alma yetkisi olan genel kurulu, kanun ve şirket sözleşmesinde yer alan hükümler sınırlamaktadır. Genel kurul temettü dağıtım kararını alırken öncelikle kanun hükümlerini dikkate almak zorundadır ve daha sonra da şirket ana sözleşmesinde yer alan hükümler uygulanacaktır (Ünsal, 1998 : 46).

Anonim şirketlerin kâr dağıtımları kanun hükümleri ve şirket sözleşmesinin çizdiği sınırlar çerçevesinde incelenecek olursa, kanun hükümlerinin alt başlıkları olarak bazı temel ilkelerin benimsendiği söylenebilir.

1- Kanun hükümleri çerçevesinde benimsenen temel ilkeler: Kanun hükümleri kâr payının ancak safi kârdan ve bu amaçla ayrılmış yedek akçelerden dağıtılabileceği esasını benimsemiştir. Diğer bir ifadeyle firma, ancak cari yılda veya geçmiş yıllarda elde etmiş olduğu kârlardan temettü ödemesi yapabilir.

Mevzuatın temettü dağıtım konusunda üç temel ilke benimsediği söylenebilir. Bu üç temel ilke (Ünsal, 1998 : 46),

Net kâr ilkesi: Bu ilke, kâr payının ancak cari yıl net kârından veya geçmiş yıllarda ayrılmış olan yedek akçelerden (dağıtılmamış kârlardan) kâr payının ödenebileceğini ifade etmektedir. Firmaların kâr dağıtımını yapabilmeleri için mevcut dönemde kâr elde etmiş veya daha önceki dönemlerde dağıtılmamış kârlarının bulunması gerekir. Dolayısıyla, geçmiş ve mevcut dönemler itibariyle kâr elde edememiş bir firmanın temettü politikasından söz edilemez.

Esas sermayenin temettü dağıtımından olumsuz bir şekilde etkilenmemesi ilkesi (Esas Sermayenin Korunması İlkesi): Genel kural, kâr payının kârdan dağıtılabileceğidir. Bir başka ifadeyle, şirketler kâr elde etmedikçe veya geçen yıllardan devreden kârları olmadığı takdirde kâr payı dağıtamazlar. Buradaki amaç, üçüncü kişileri korumaktır. Aksi halde işletme sahipleri, kâr payı dağıtımını adı altında sermayelerini şirketten çekerek iyi niyet sahibi üçüncü kişileri zarara uğratabilirler. Temettü politikasının oluşumunu, firmaların ekonomik faaliyetlerinin sonucu oluşan mevcut veya geçmiş dönem kârları öncelikli olarak etkilediğine göre, firmanın sahibi olduğu varlıkları bir temettü politikası olarak dağıtması söz konusu değildir.

Temettü dağıtacak firmanın borçlarını ödeme gücüne sahip olması ilkesi: Bu ilkeye göre toplam borç tutarı, net aktifinden daha fazla olan şirketler temettü dağıtımını yapamazlar. Ülkemizde anonim şirketler geçmiş yıl zararlarını kapatmadan, kanuni yedek akçeleri ayırmadan, yasal yükümlülüklerini yerine getirmeden (vergi gibi) temettü dağıtımını yapamazlar.

2- Şirket Sözleşmesinde Yer Alan Hükümler: Anonim şirket sözleşmesine çeşitli maddeler eklenerek temettü dağıtım politikası belirlenebilir. Burada üstünde durulması gereken nokta, şirket sözleşmesindeki hükümlerin kanun hükümlerine aykırı olmamak kaydıyla temettü dağıtım politikasının uygulanabilirliğidir (Ünsal, 1998 : 47). Türkiye’de şirketler temettü dağıtım kararlarını Mart ayı içerisinde yaptıkları olağan genel kurullarında belirlemektedirler. Hisse başına ne kadar temettü dağıtılacağına yanı sıra temettülerin nasıl ve ne zaman ödeneceğini de esas sözleşmeye paralel olarak karara bağlamaktadırlar. Esas sözleşmede temettü ödeme şekli ve zamanı konusunda bir hüküm

belirtilmemişse, genel kurul bu konuda karar alacağı gibi isterse yönetim kurulunu da yetkili kılabilir.

Hisse senetleri borsada işlem gören ortaklıkların esas sözleşmelerinde birinci temettü oranının gösterilmesi zorunludur. Ortaklıkların birinci temettü tutarı, hesap dönemi kârından kanunlara göre ayrılması gereken yedek akçeler ile vergi, fon ve mali ödemeler ve varsa geçmiş yıl zararları düşüldükten sonra kalan dağıtılabılır kârın %20'sinden az olamaz. Yatırım ortaklıklarının dağıtılabılır kâr tutarının hesaplanmasında gerçekleşmemiş sermaye kazançları (değer artışları) dikkate alınmaz. Hisse senetleri borsada işlem gören anonim ortaklıklar, genel kurullarının alacağı karara bağlı olarak temettüyü;

- a) Tamamen nakden dağıtma,
- b) Tamamen hisse senedi olarak dağıtma,
- c) Belli oranda nakit belli oranda hisse senedi olarak dağıtarak kalanını ortaklık bünyesinde bırakma,
- d) Nakit ya da hisse senedi olarak dağıtmadan ortaklık bünyesinde

bırakma konusunda serbesttir. Kurul, bu ortaklıklara genel kurul gündemleri ilan edilinceye kadar, bir önceki dönemin kârından ayrılacak birinci temettüyü nakden dağıtma zorunluluğu getirebilir. Ancak, bir önceki döneme ilişkin birinci temettü dağıtımını gerçekleştirilmeden sermaye artırımını yapan ve artırımını temsil eden hisse senetleri Borsada eski ve yeni olarak iki ayrı sırada işlem gören ortaklıklardan, dönem sonunda elde ettikleri kârdan temettü dağıtmak isteyenler birinci temettüyü nakden dağıtmak zorundadırlar. Temettü dağıtımını, ortaklıklarca hesap dönemini izleyen 5 inci ayın sonuna kadar tamamlanmak zorundadır. Temettü ödemesinin tamamlanması için;

a) Temettünün tamamı nakden dağıtılacaksa, temettünün tahsil etmek için ilgili kuponlarıyla temettü dağıtım adreslerine başvuran ortaklara nakden veya hesaben ödemenin yapılması,

b) Hisse senedi olarak dağıtılacaksa, temettünün sermayeye ilavesi nedeniyle ihraç edilecek hisse senetlerinin Kurulca kayda alınması ve kayıt sonrası işlemlerin tamamlanarak temettü karşılığı dağıtılacak hisse senetlerinin;

1) Kayıtlı sermaye sistemindeki ortaklıklarda hesap dönemini izleyen 5 inci ayın sonuna kadar, hisse senedi dağıtımının yapıldığı adreslere başvuran ortaklara teslim hazırlanmış hale getirilmesi,

2) Esas sermaye sistemindeki ortaklıklarda ise sermaye artırımının tescilinin hesap dönemini izleyen 5 inci ayın sonuna kadar tamamlanarak teslim hazırlanmış hale getirilmesi,

c) (a) ve (b) bendlerindeki seçeneklerin birlikte kullanılması durumunda ise, anılan bendlerde belirtilen işlemlerin ayrı ayrı ancak hesap dönemini izleyen 5 inci ayın sonuna kadar yerine getirilmesi şarttır.

Hisse senetleri Borsada işlem gören ortaklıkların Kurula, temettünün sermayeye ilave edilmesi nedeni ile ihraç edilecek hisse senetlerinin kayda alınması talebiyle yapacakları başvuruların, hesap dönemini izleyen 4 üncü ayın sonuna kadar yapılması zorunludur.

Temettü dağıtımına başlanılmasından sonra temettüyü almak için temettü dağıtım adreslerine başvuran ortaklara, zaman aşımı süresi içinde başvurmaları durumunda, temettü ödemesi yapılması şarttır (Tebliğ 27, Seri IV).

3.1.2. Vergi düzenlemeleri

Şirketlerin temettü politikalarını etkileyen diğer önemli bir unsur da vergi düzenlemeleridir. Sermaye Piyasası Araçları'nın getirileri; mevcut yasal düzenlemeler gereği "Menkul Sermaye İradı" olarak kabul edilmekte ve vergilendirilmektedir. Sermaye piyasası araçlarının vergilendirilmesinde, elde edilen gelirin irat veya kazanç olup olmamasına göre farklılık söz konusudur. Eğer bu araçlar karşılığında elde edilen gelir dönemsel nitelikte ve bir anlamda nema özelliğinde ise "Menkul Sermaye İradı", elden çıkartılmasından daha açıkçası satışından elde edilen bir kazanç ise "Değer Artış Kazancı" olarak dikkate alınması gerekmektedir (Türkiye Sermaye Piyasası Aracı Kuruluşları Birliği, 2004 : 5).

Vergi düzenlemelerinde temettü kazancının sermaye kazancından farklı oranlarda vergilendirilmesi, şirket ortaklarının içinde buldukları vergi dilimi, şirketler tarafından oluşturulacak temettü politikaları üzerinde etkili olmaktadır (Korgun, 1999 : 16). Vergilerin bireysel yatırım kararları ve şirketlerin temettü

kararları üzerinde önemli etkileri vardır. Bir hisse senedinin piyasa fiyatı, hisse senedi sahibinin elde etmesi muhtemel nakit akışlarına eşittir. Daha önemlisi, piyasa değeri, vergi sonrası nakit akışlarının iskonto edilmesi ile bulunur. Sermaye kazancı ile temettüye farklı vergi uygulanması yatırımcıların vergi sonrası getirilerini etkileyebilir. Başka bir ifadeyle yatırımcıların temettü taleplerini etkiler. Dolayısıyla, vergiler, piyasa değerini azamileştirmek arzusunda olan yöneticilerin temettü ödeme kararlarını etkilemektedir (Lease, John, Kalay, Loewentein ve Sarig, 2000 : 51).

3.1.3. Yatırım olanakları

Şirketler tarafından iyi yatırım olanaklarının elde edilmesi halinde, elde edilen kârın şirket bünyesinde tutularak, yatırımlar için kullanılması gündeme gelmektedir. Zira, şirketlerce yapılan ihraçlar bir maliyet taşıdığından, bunun karşılanması için ihtiyaç duyulan fon miktarından daha fazla ihraç gündeme gelmekte, bunun sonucunda da piyasada şirkete ait hisse senedi sayısı artmakta ve şirket ortaklarının aleyhine bir durum ortaya çıkmaktadır (Korgun, 1999 : 16).

Yüksek enflasyonist ortamda yer alan ve düşük maliyetli kredi bulamayan şirketlerin yeni yatırımlarının finansmanı için kaynakları dağıtılmayan kârlar olmaktadır. Borçlanma olanakları sınırlı olan firmalar için, böyle bir finansman stratejisi zorunlu da olabilir. Bu zorunluluk sermaye piyasasına başvurma imkanına sahip işletmelerde daha az ise de, böyle bir imkanı bulunmayan işletmelerde özellikle gözetilmesi gereken bir ilke durumundadır (Ünsal, 1998 : 50).

3.1.4. Likidite durumu

Şirket bilançosunda görünen yüksek tutarlı kârlar şirketin mali yapısının temettü ödemeye uygun olduğunun göstergesi olmamaktadır. Bir şirketin likit değerleri, bu şirketin kârından tamamen bağımsızdır ve şirket oldukça kârlı olmasına rağmen likidite problemi yaşayabilmektedir. Yapılan temettü ödemeleri de genellikle şirketten nakit çıkışını gerektirdiğinden, şirketin likidite durumu önem kazanmaktadır (Korgun, 1999 : 17).

Şirketlerin hem geçmiş yıl hem de cari yılda elde ettikleri kârları ellerinde tutarak biriktirecekleri beklenemez. Elinde parası olmayacağı beklenen bir şirket, kâr payı dağıtımını yapması halinde işlerin yürütülmesi için gerekli varlıklara yatırım yapmadığı için kendisini zor duruma düşürmüş olur.

Şirketler uzun süreli fon gereksinimlerini uzun vadeli borç alarak ya da sermaye piyasalarına başvurarak karşılayabilirler. Bir başka ifadeyle, tahvil veya hisse senedi ihraç ederek sermaye piyasalarından fon temin edebilirler. Ülkemizde sermaye piyasası tam olarak gelişmediği için sermaye piyasasına girme imkanı bulunmayan yeni kurulmuş ve kredibilitesi sınırlı olan şirketler finansman ihtiyaçlarını oto finansman yoluyla yapmaktadırlar. Şirketler elde ettikleri kârları temelde iki amaç için kullanmaktadırlar. Bunlardan bir tanesi ortaklarına temettü ödemesi yapmak, diğeri de yapacağı yatırımların finansmanını sağlamaktır. Bu durum, şirketler tarafından sahip olunan fonların temettü ödemelerinde kullanılması halinde, yapılacak yatırımların finansmanının yeni ihraçlar ile karşılanmasını gerektirmektedir. Ancak yeni ve küçük şirketler için dış finansmanda yaşanacak güçlükler göz önüne alındığında, elde edilen kârın temettü olarak dağıtılması yerine şirket finansmanında kullanılması daha anlamlı olmaktadır (Korgun, 1999 : 17).

3.1.5. Ekonomik faktörler ve belirsizlik

Ekonominin kararlı bir büyüme gösterdiği dönemlerde üretici kuruluşların satış hacimleri, kârları ve kâr payları dolayısıyla hisse senedi fiyatları yükselme eğilimi içinde olur. Ekonomik daralma ve durgunluk, hızlı bir enflasyon, döviz kuru artışları ve faiz oranlarında yapılan yükseltmeler hisse senedi yatırımları için olumsuz bir ortam yaratan makro ekonomik değişkenlerdir (Ünsal, 1998 : 53).

Ülkenin içinde bulunduğu ekonomik istikrarsızlık ve belirsizliklerin hisse senedi fiyatlarını olumsuz etkiler. Ekonomik istikrarsızlığa yol açan faktörlerin başında yer alan enflasyonun da hisse senetlerinin fiyatlarını etkilediğini söylenebilir. Giderek artan fiyatlar işletmenin çalışma sermayesi ihtiyacını artırırken, amortismanlar yoluyla ayrılan fonlar da sabit kıymetlerin yenilenmesine yetmemektedir. İşletmenin kazanç gücünü aynen devam ettirebilmesi için, artan fon ihtiyacını bir kaynaktan sağlaması gerekir. Bu kaynak dağıtılmamış kârlardır. Ayrıca,

enflasyonun yüksek olduğu dönemlerde şirketlerin kârlılıkları yüksek görünmesine rağmen, işletme sermayesi ihtiyacının artması sonucu kâr dağıtım olanakları da azalmaktadır.

Şirketlerin elde ettikleri kârlar ne kadar öngörülebilir ve istikrarlı ise, temettü ödemelerinin yapılması da o kadar kolay olmaktadır. Bir şirketin yapmış olduğu işin niteliği gereği, elde ettiği kârın dönemler itibari ile değişiklik göstermesi, şirket tarafından yapılan temettü ödemelerinin şirket için sorunlar yaratmasına neden olabilmektedir. Bu nedenle de bu tür şirketler tarafından ihtiyaç duyulan dönemlerde kullanılmak üzere elde edilen kârların şirket bünyesinde tutulması, yapmış oldukları işin bir gereğidir (Korgun, 1999 : 17).

İşletmenin gelecekte beklenen kârlarındaki dalgalanma genişliğinin riski arttıkça buna bağlı olarak işletmenin nispeten düşük oranda temettü dağıtım politikası uygulama olasılığı da artacaktır. Böyle bir politikanın temelinde yatan sebeplerden birisi kârlardaki dalgalanma olasılığının artmasının işletmenin borçlarını ödeyememe riskini artırması nedeniyle firmanın dış finansman kaynaklarına yeterince başvuramaması olabilir. Kârları istikrarlı olan firmalar, gelecekte elde edecekleri kârı daha sağlıklı bir şekilde tahmin edebilir. Bu nedenle, bu tür firmalar, kârları büyük dalgalanma gösteren firmalara göre daha yüksek bir temettü ödeme oranına sahiptir. Buna karşılık, kârlarında istikrar olmayan firmalar, gelecek dönemde bekledikleri kârı sağlayıp sağlayamama konusunda emin olmadıklarından elde ettikleri kârın büyük bir bölümünü firmada alıkoymak durumundadırlar. Temettü dağıtımında istikrarın sağlanabilmesi için gelecekte yüksek kâr sağlayamama olasılığı dikkate alınarak, yüksek kâr sağlanan yıllarda daha fazla yedek akçe ayrılması yoluna gidilebilir (Aslanoğlu, 1996 : 55).

3.1.6. Borçluluk durumu

Borçlar, finansal özellikleri nedeniyle zorunlu ödemeleri gerektirir. Şirket almış olduğu borçları ödemede iki alternatif kararla karşı karşıyadır.

1. Yeniden borçlanarak eski borçlarını ödemek
2. Faaliyet sonucu elde ettiği fonları borç ödemede kullanmak

Yüklü miktarda borçlu olan şirketler tarafından, faaliyetleri sonucunda elde edilen kaynakların, temettü ödemelerinde kullanılması yerine, var olan borçlarının ödenmesinde kullanılması, söz konusu şirketlerin varlıkları ve gelecekleri açısından gerekli olmaktadır. Mevcut borçlarına rağmen nakit kâr payı dağıtan şirketler borçlarını yenilemek zorunda kalabilirler (Korgun, 1999 : 18).

3.1.7. Kontrol yetkisini koruma isteği

Alternatif finansman kaynakları şirketin kontrol durumunda değişiklik meydana getirebilir. Bazı firmalar politikalarının bir gereği olarak sadece iç finansman kaynaklarına başvurabilirler. Eğer firma her dönemde yüksek oranda kâr payı dağıtıyor, diğer koşullar değişmemek kaydıyla, ileride muhtemel kârlı yatırım fırsatlarını değerlendirmek için hisse senedi ihraç etmek durumunda kalabilir. Bu nedenle kontrol yetkisini ellerinde tutmak isteyen ortaklar dağıtılacak kâr payının düşük tutulmasını ve öncelikle kârlı yatırım fırsatlarının değerlendirilmesini tercih ederler.

Bazı firmalar, özellikle kapalı aile şirketleri, şirketin kontrolünü ellerinden kaçırmamak için sadece oto finansman yoluna başvurup, şirket sözleşmesine hükümler koymak yoluyla bunun dışında finansman yollarına başvurulmaması yönünde bir takım düzenlemelere gidebilirler. Böyle bir finansman politikası “yeni hisse senetleri satarak sermayeyi artırmak, mevcut ortakların hem kâr oranlarını hem de şirket yönetimindeki egemen durumlarını tehlikeye sokar” gerekçesiyle savunulabilir. Borçlanma yoluna başvurulması finansman riskini artırabileceğinden, kapalı aile şirketlerinin kârları dağıtmayarak büyümeyi finanse etme alternatifini seçmeleri kendilerine egemen olan bu görüş ve eğilimlerle açıklanabilir (Aslanoğlu, 1996 : 52).

Birçok şirkette yönetimde söz sahibi olmak, sahip olunan payın büyüklüğüne bağlı olmamakla birlikte, küçük şirketlerde bu durum önem arz etmektedir. Bu nedenle, temettü ödemeleri nedeniyle gündeme gelen ihraçlarda mevcut ortakların yeni pay alamamaları halinde, şirket yönetimi üzerindeki kontrollerinde bir azalma meydana gelmektedir. Bu çerçevede küçük şirketlerce diğer etkilerin yanı sıra

(finansman gibi) bu nedenle de, elde edilen kârın temettü ödemelerinde kullanılması yerine şirket bünyesinde tutulması tercih edilebilmektedir.

3.1.8. Hissedarların tercihleri

Temettü politikasının altında yatan gerçek, hissedarların servetlerinin azami dereceye çıkartılmasıdır. Ancak, bazı yöneticiler şirket ortaklarının veya sahiplerinin servetlerini azami dereceye çıkartmak yerine şirketin mali yapısını sağlıklı tutmaya, uzun dönemde rekabet gücünü artırmaya, istikrarlı bir istihdam düzeyi sürdürmeye öncelik verebilirler. Bu tutumda olan yöneticiler kâr dağıtım oranlarını, şirketin hisse senetlerinin piyasa değeri üzerindeki etkisi olumsuz olsa dahi, düşük düzeyde tutabilirler (Aslanoğlu, 1996 : 59).

Fakat hissedarlar firmanın başarısının hisse senetlerinin piyasa fiyatları ile ölçüldüğüne inanıyorlarsa hisse senetlerinin piyasa fiyatlarını yükseltmek için şirketten kâr payı dağıtım oranlarının artırmasını talep edebilirler.

3.2. Temettü Dağıtım Politikaları

Genel olarak uygulamada karşılaşılan temettü dağıtım politikaları; sabit tutarda yapılan temettü ödemeleri, sabit oranlı temettü ödemeleri, düzenli olarak yapılan düşük tutarlı temettü ödemesi ve yapılan ek temettü ödemesi ve temettü avansı ödemeleridir.

3.2.1. Sabit tutarda yapılan temettü ödemeleri

Sabit tutarda yapılan temettü ödemeleri politikasının uygulandığı şirketlerde, elde edilen net kâr değişse bile, yapılan temettü ödemesi miktarında nadiren değişiklik yapılmaktadır. Bu politikanın benimsendiği şirketlerde, dağıtılan temettü tutarında yapılacak değişiklik doğrudan pay başına düşen kârla ilişkilendirilmemekte, şirketin elde ettiği ve edeceği kazançların değerlendirilmesi sonucunda uzun vadeli olarak belirlenmektedir. Ödenen temettünün, yatırımcılar tarafından şirketin elde ettiği ve edeceği kazancın bir göstergesi olarak kabul edilmesi nedeni ile, bir şirket

tarafından elde edilen kazanç düşmesine rağmen, ödenen temettü miktarının değişmeyerek devam etmesi, yatırımcının söz konusu şirkete olan güveninin sürmesini sağlamaktadır. Bunun sonucunda da yatırımcılar tarafından böyle bir şirkete, ödediği temettü miktarını elde ettiği kazanç ile doğrudan ilişkilendiren bir temettü politikası uygulayan şirketlere nazaran daha çok değer atfedilmektedir. Sabit tutarda ödenen temettü, bu özelliğinin yanı sıra sabit periyodik gelir elde etmeyi arzulayan yatırımcılar tarafından da tercih edilmektedir. Ekonomilerde enflasyonun yaşanmaya başlanması ile birlikte, sabit tutarlı temettü politikası yerini, “sabit büyüme oranı” (stable growth rate) politikasına bırakmıştır. Bu politikayı benimseyen şirketler, ödeyecekleri temettü miktarını, her yıl daha önceden sabit olarak tespit ettikleri oranda artırmak suretiyle belirlemektedir. Bir şirketin bu tür bir politikayı sürdürebilmesi için büyüme hızının da, en az ödenecek temettü tutarlarında yapılacak artışı belirleyen oranda olması gerekmektedir. Sabit tutarda temettü dağıtılmasının, geleceğin belirsizliğinin azaltılması yönünden birikim sahipleri açısından çekici yönü olmakla beraber; böyle bir politika, hisse senetlerini bir anlamda sabit gelir getiren menkul değerlere dönüştürmektedir (Korgun, 1999 : 18).

3.2.2. Sabit oranlı temettü ödemeleri

Hisse senedi başına sabit bir oranda temettü dağıtımı, daha çok kapalı anonim ortaklıklarda benimsenir. Kapalı anonim şirketler ana sözleşmelerinde bunu hükme de bağlamış olabilirler. Ana sözleşmelerde bu türden bir hükme yer verilmesi, genellikle yönetimi büyük ortaklara bırakmış olan küçük ortakların temettü alabilmelerini garantilemek amacına yardımcı olur. Halka açık anonim şirketlerin ana sözleşmelerinde bu şekildeki hükümlere yer vermemekle beraber, bu şirketlerin bazılarının kârın belli oranını, çoğu kez %50'sini dağıtma şeklinde bir politika benimsedikleri görülmektedir. Halka açık anonim şirketler böyle bir politika izlediklerinde her yıl dağıtılan kârın toplam yıllık kâra oranı aynı düzeyde kalırsa da pay başına dağıtılan temettü yıldan yıla farklılık gösterebileceğinden dolayı pay senetlerinin değeri de söz konusu dağıtılan miktarlara bağlı olacaktır (Ünsal, 1998 : 62).

Şirketlerin çok küçük bir bölümü tarafından temettü politikası olarak, elde edilen kazancın belli bir oranının dağıtımı esas alınmaktadır. Şirketlerce elde edilen kazanç her dönem değiştiğinden, bu politikanın benimsendiği şirketlerin dağıtmış oldukları temettü miktarı da her dönem değişmektedir. Şirketler tarafından bu temettü politikasının benimsenmesi şirket değeri üzerinde olumlu etkide bulunmamaktadır.

3.2.3. Düzenli olarak düşük tutarlı temettü ödemesi ve yapılan ek temettü ödemesi

Kârlı dönemlerde şirketin nakit dağıtımını artırmasının bir yolu da, aylık ya da altı aylık düzenli temettü ödemelerinin yanı sıra ek temettü dağıtımını ilan etmesidir. Şirket, ek temettü ilan etmekte ve yatırımcıların saptanmış temettü oranında bir artış beklentilerini önlemeye çalışır. Ek temettü ödeme ilanı, özellikle, gelirlerinde dalgalanmalar bulunan şirketler açısından uygundur (Ünsal, 1998 : 63).

Düşük tutarda yapılan düzenli temettü ödemelerinin yanı sıra yapılan ekstra temettü ödemeleri politikası yukarıda yer alan iki politikanın birleşiminden meydana gelmektedir. Bu temettü politikası daha çok elde edilen kâr tutarının dönemler itibari ile değiştiği şirketlerce tercih edilmektedir. Şirket tarafından ortaklarına düzenli olarak düşük tutarda temettü ödemesi yapılmakta, kazancın yüksek olduğu dönemlerde ek temettü ödemeleri yapılmaktadır.

3.2.4. Temettü avansı ödemeleri

Temettü avansı (interim dividend) politikasının benimsendiği şirketlerde, hesap dönemi bitmeden veya bitmiş olsa bile genel kurul tarafından kâr dağıtım kararı alınmadan, ileride her paya karşılık düşecek temettüye mahsuben avans ödemesi yapılmaktadır. Şirketler tarafından çeşitli temettü politikaları oluşturulmakta olup, bunlardan bir tanesi de ara dönem kâr payı ödemeleridir. Temettü avansı olarak adlandırılan bu ödeme, gerçekleşmesi muhtemel yıllık kârdan pay sahibine düşecek kâr payına mahsuben yapılan avans ödemesi niteliğindedir. Temettü avansı bu özelliği ile kesin ödemeli “*ara kâr*”dan ayrılmaktadır. Kesin ödemeli ara kârda hesap

dönemi, on iki aydan daha kısa olup, belirlenmiş olan hesap dönemi sonrasında bilanço ve gelir tablosu çıkarılmakta, ayrıca genel kurul tarafından toplanılarak kâr dağıtımına ilişkin karar verilmektedir. Temettü avansında ise hesap dönemi bitmeden veya bitmiş olsa bile genel kurul tarafından kâr dağıtım kararı alınmadan, ileride her paya karşılık düşecek temettüye mahsuben avans ödemesi yapılmaktadır. Özellikle hisse senedini kısa vadeli diğer yatırım araçları karşısında rekabet edebilir hale getirebilmek, dolayısıyla pay sahipliğine olan talebi artırarak sermayeyi tabana yayıp, piyasanın daha etkin olmasını sağlamak amacı ile benimsenen temettü avansına ilişkin düzenleme yapılmıştır (Korgun, 1999 : 20).

3.3. Temettü Ödeme Yöntemleri

Nakit olarak yapılan temettü ödeme yöntemi, bedelsiz (hisse senedi şeklinde yapılan temettü ödeme yöntemi, hisse senedi bölünmesi şeklinde yapılan temettü ödemesi (stock split) ve şirketlerin kendi hisse senetlerini geri satın alarak yaptıkları temettü ödeme yöntemi uygulamada görülen temettü ödeme yöntemleridir. Genelde Türkiye’de yapılan temettü ödeme yöntemleri, nakit olarak yapılan temettü ödemesi ve bedelsiz olarak yapılan temettü ödeme yöntemidir. İstanbul Menkul Kıymetler Borsasında işlem gören şirketlerin yıllar itibariyle nakit ve bedelsiz yapılan toplam temettü ödemeleri azalış göstermektedir.

3.3.1. Nakit olarak yapılan temettü ödeme yöntemi

Şirketin nakit varlığı temettü ödemesinde başvurulacak ilk kaynak özelliğini taşımaktadır. Nakit varlığı yeterli olan şirket, temettü ödemesini nakden yapabilir. Nakit temettü dağıtımını sonucunda şirketin aktiflerinde azalma, hisse senedi sahiplerinin aktiflerinde ise artış söz konusudur. Şirketler tarafından ortaklarına yapılan en yaygın temettü ödeme şekli nakit olarak yapılan temettü ödemeleridir. Bu yöntem şirketten nakit çıkışını gerekli kıldığı için şirketin likidite durumu bu yöntemin benimsenmesinde önem kazanmaktadır (Korgun, 1999 :20).

Nakit kâr paylarını çok farklı biçimlendirmek mümkündür. Bunların başlıcaları;

- Düzenli nakit kâr payları,
- Ekstra kâr payları,
- Özel kâr payları,
- Tasfiyeden kâr paylarıdır.

Özellikle halka açık firmaların kâr payı ödemeleri belirli bir plan dahilinde olmaktadır. Bunlar yılda bir defa, yılda iki defa ya da her üç ayda bir kâr payı ödemesi yapılmaktadır. ABD gibi gelişmiş ülkelerde yılda dört defa nakit kâr payı ödemesi yaygınken Türkiye’de yılda bir defa ödeme yaygındır. Bunlar düzenli nakit kâr paylarını oluşturur. Bazı zamanlarda firmalar düzenli nakit kâr paylarının yanında ekstra nakit kâr payları da verebilirler. Bunun süreklilik göstermediği ve yatırımcılarda da tekrarlanacağı beklentisi yaratmayan kâr payları ekstra kâr payları olarak adlandırılmaktadır. Özel kâr payları ise ekstra kâr paylarına çok benzemekle beraber sıra dışı kâr payları olup işletmenin sıra dışı bir olaya istinaden bir defaya mahsus ve tekrarı olmayacak kâr payıdır. Son olarak tasfiye kâr payları ise işletmenin tamamen ya da kısmen satılması ya da tasfiye edilmesi durumunda ödenen kâr payını oluşturmaktadır.

3.3.2. Hisse senedi şeklinde yapılan temettü ödeme yöntemi

Bazı şirketler temettü dağıtımlarını, sermaye artışlarının tümünü veya genellikle bir bölümünü mevcut ortaklara bedelsiz hisse senetleri vermek suretiyle gerçekleştirirler. Daha açık bir ifadeyle bazı şirketler dağıtılmamış kârlarının veya ihtiyari (olağanüstü yedek akçeler dahil) yedek akçelerinin bir bölümü veya tamamını, ortaklarına bedelsiz hisse senedi vermek yoluyla sermaye artışında kullanırlar (Akgüç, 1998 : 792).

Bu şekilde yapılan temettü ödemelerinde, şirket ortaklarına nakit yerine hisse senedi verilmektedir. Hisse senedi şeklinde yapılan temettü ödemesi, aslında dağıtılmayan kârlardan sermaye hesabına yapılan bir nakil işlemidir. Hisse senedi şeklinde yapılan temettü ödemesi, hisse senetlerinin itibari değerinde herhangi bir

değişiklik meydana getirmemektedir. Şirket yöneticileri tarafından temettü ödemelerinin nakit yerine hisse senedi şeklinde yapılmasının çeşitli nedenleri bulunmaktadır. Bunlar, şirket hisse senetlerinin fiyatlarının yüksek bulunması, piyasadaki şirket hisse senetlerinin ve şirket ortaklarının sayısının arttırılması ve şirket hisse senetlerinin likit hale getirilmesi talebidir. Ayrıca, temettü ödemesinin hisse senedi şeklinde gerçekleştirilmesi, şirketten fon çıkışı olmadan kâr dağıtımını olanaklı kıldığından, elde edilen kârı şirket bünyesinde tutmak ile dağıtmak arasındaki çelişkiyi ortadan kaldırmak gibi bir avantaj da sağlamaktadır.

Hisse senedi şeklinde kâr dağıtımında şirketten fon çıkışı olmadan kâr dağıtımını yapılmaktadır. Kârı bünyede bırakmak ile dağıtmak arasındaki çelişki ortadan kalkmakta, kâr bünyede bırakılarak dağıtılmaktadır. Firmalar, böylece hem kâr dağıtım yapmakta hem de kârlı yatırımlarını finanse etme olanağını bulmaktadır. Şirketler, genellikle sermaye artışlarına gittikleri dönemlerde, artan sermayenin bir bölümünü bedelsiz hisse senedi vermek yoluyla gerçekleştirmekte; sermaye artışına katılma, bu şekilde ortaklar yönünden çekici hale gelmekte, psikolojik olarak da olumlu etki yapmaktadır. Ortaklar kâr paylarını hisse senedi şeklinde aldıklarından, gereksinme duyduklarında hisse senetleri paraya dönüştürerek, aşamalı da olsa kâr payını nakden almak olanaklarını korumaktadırlar. Bazı ülkelerde hisse senedi şeklinde kâr dağıtımını, ortaklara vergi avantajı sağladığı halde; ülkemizde hisse senedi şeklinde kâr dağıtımında vergi avantajı yoktur. Ülkemizde 1994 öncesinde anonim ortaklıkların ayırmış oldukları yedek akçeleri sermayelerine ekleyerek ortaklarına hisse senedi vermeleri halinde sermaye eklenen ihtiyat ve provizyonların ayrıldıkları tarihe göre ek bir vergi yükü doğurmaları söz konusu iken, Kurumlar Vergisi Kanunu'nun konuyu düzenleyen geçici 13 ncü maddesi 1/1/1994 tarihinden itibaren geçerli olmak üzere 3946 sayılı yasa ile yürürlükten kaldırıldığından, bu tür bir işlem kurum açısından ek bir vergi yükü getirmemektedir.

Şirket mülkiyetinin daha geniş kitlelere yayılması açısından da, hisse senedi vermek yoluyla kâr dağıtımını üstün görünmektedir. Hisse senedi vermek yoluyla kâr dağıtımını yapan şirketlerde, ortak sayısının genellikle daha fazla olduğu gözlenmektedir. Halka açılmak isteyen ya da ortak kompozisyonunu değiştirmek isteyen şirketlerin elinde, hisse senedi vermek yoluyla kâr dağıtımını, etkili bir araç olmaktadır. Hisse senedi şeklinde kâr dağıtımını yapmak, hisse senetlerini, nominal

değeri daha az hisse senetlerine bölmeye benzer etki yapmaktadır. Gerçekte hisse senedi vermek yoluyla kâr dağıtımı, dolaylı bir şekilde, hisse senetlerini, nominal değeri daha düşük hisse senetlerine bölmek demektir. Bunun yararı, bir hisse senedinin piyasa fiyatının aşırı derecede yükselmesini önlemesidir. Bir hisse senedinin piyasa fiyatının çok yükselmesi, onun sermaye piyasasında dolaşımını, alım satımını güçleştirmektedir. Hisse senedi vermek yoluyla kâr dağıtımı, bir yandan hisse senedi sunumunu artırmakta; öte yandan hisse senetlerinin aşırı değerlenmesini önleyerek, sermaye piyasasında canlılık yaratmakta, hisse senetlerinin alım-satımını kolaylaştırarak, küçük birikim sahiplerinin de eline geçmesine olanak vermektedir.

Hisse senedi şeklinde kâr dağıtımının sakıncası olarak, bu uygulamanın, hisse senetlerinin piyasa fiyatını ve pay senedi başına geliri düşüreceği ileri sürülmektedir. Hisse senedi başına gelir, hisse senedi sayısının artması nedeniyle düşse dahi, ortakların elinde daha fazla hisse senedi bulunacağından, ortakların geliri azalmayacaktır. Şirket, bu şekilde alıkoyduğu fonları, kârı yüksek yatırımlarda kullandığı takdirde, gelecek yıllarda nakden dağıtılabileceği kâr payı oranları da yükselecek, dolayısıyla ortakların gelirindeki düşüş bir yana, uzun sürede artış dahi olabilecektir. Hisse senedi şeklinde kâr dağıtımının, hisse senedinin piyasa fiyatını aynı oranda düşüreceği savı, her zaman için geçerli değildir. Bir şirketin hisse senedinin piyasa fiyatını belirleyen başlıca etmen, söz konusu şirketin, diğer firmalara kıyasla, görece kazanma gücüdür. Büyüyen, kazanç sağlama kapasitesi artan, gelecekte nakden dağıtacağı kârlar hakkında beklentilerin olumlu olduğu bir şirket, hisse senedi vermek yoluyla kâr dağıtıyor, bunun hisse senedinin piyasa fiyatı üzerindeki düşürücü etkisi, çok ılımlı ölçüler içerisinde kalabilir veya olmayabilir. Hisse senedi vermek yoluyla kâr dağıtımını yapan bazı şirketlerin, bu işlemten sonra hisse senetlerinin fiyatlarında büyük değişiklik olmadığı da gözlenmektedir. Kaldı ki, hisse senetlerinin fiyatlarında düşüşü frenleyen diğer bir etmen söz konusudur. Hisse senetlerinin piyasa fiyatlarının düşmesi, piyasa fiyatlarının alım-satımının kolaylaştığı aralıklar içerisine girmesi, talebi artırarak hisse senetleri için pazarı genişleteceğinden, fiyat düşüşünü sınırlayacaktır.

Şirket, finansal güçlükler nedeniyle nakit yerine hisse senedi vermek yoluyla kâr dağıtımını yapıyorsa, fonların kârlı yatırım fırsatlarının değerlendirilmesinde

kullanılmasını planlamıyorsa, şirketin kazanma gücü ve nakden kâr payı dağıtım oranı konusunda gelecek yıllar için bekleyişler olumlu değilse, bu tür kâr dağıtımının, hisse senetlerinin değeri üzerindeki etkisi olumsuzdur; büyük düşümlere yol açabilir. Gözlemlere, deneysel bulgulara, yapılan bazı araştırmalara dayanarak, hisse senedi şeklinde kâr payı dağıtımının tek başına, “ *ortakların hisse senetlerinin toplam piyasa değerini artırır veya azaltır*” şeklinde yapılacak genellemeler geçerli değildir. (i) Büyüyen, (ii) kârlı yatırım projeleri bulunan, (iii) kârlarının tümünü ortaklarına nakden dağıtmak istemeyen, (iv) ortak sayısını artırarak mülkiyeti daha yaygınlaştırmayı planlayan şirketlerin, pay senedi vererek kâr dağıtımını yapmaları önerilebilir. Hisse senedi vererek kâr payı dağıtımını, finansal politikanın etkin bir aracı olarak kullanılabilir. Bu aracı etkili şekilde kullanmak isteyen şirketlerin, hisse senetlerinin piyasa fiyatı ile nominal değeri arasındaki fark çok büyümeden bu yola gitmeleri daha iyi olur. Ülkemizde de, hisse senedi vererek kâr payı dağıtımını yapıldığı gözlenmektedir. Genellikle sermaye artışlarının yapıldığı dönemlerde, artan sermayenin bir bölümü ortaklara bedelsiz hisse senedi verilmek yoluyla karşılanmaktadır. Enflasyonun hızlandığı, şirketlerin fon gereksinmesinin arttığı, kârların fiktif olarak yüksek hesaplandığı dönemlerde, hisse senedi vermek yoluyla kâr dağıtımının yaygınlaşması beklenir. Sermaye Piyasası Kurulu’nun halka açık, hisse senetleri Borsa’da işlem gören anonim ortaklıkların dönem kârlarını hisse senedi verme yoluyla dağıtabileceklerine ilişkin kararı, bu şekilde kâr dağıtımını uygulamasını yaygınlaştırmaktadır.

3.3.3. Hisse senetlerinin bölünmesi (stock split)

Piyasa fiyatlarının yüksek olması nedeniyle sermaye piyasasında alım satımı güçleşen hisse senetlerinin fiyatlarını düşürerek, hisse senetlerinin el değiştirmesini kolaylaştırmak için şirketlerce alınan bir önlem de hisse senetlerinin nominal değerinin belirli bir oranda azaltılması yoluyla hisse senetlerinin adedinin artırılmasıdır. Bu uygulamada hisse senetlerinin nominal değeri aynı oranda azaldığından her bir ortağın, şirketteki göreceli payı değişmemiş olur. Başka bir ifadeyle, hisse senetlerinin fiyatlarını düşürerek daha cazip hale getirmek ve hissedarların sayısının artırılması amaçlanır. Hisse senedi şeklinde yapılan temettü

ödemelerinin aksine hisse senetlerinin bölünmesinin şirketin yedek akçeleri veya sermaye hesabı üzerinde herhangi bir etkisi bulunmamaktadır. Bu yöntemde şirket hisse senetlerinin nominal değerleri belirli bir oranda azaltılarak hisse senedinin sayısı artırılmaktadır. Şirket ortaklarının ellerindeki hisse senetlerinin sayısı artmasına karşın, bu senetlerin nominal değeri aynı oranda azaldığından, şirket ortaklarının şirketteki toplam payı değişmemektedir. Bu işlemde de, fiyatı yüksek bulunan hisse senedinin fiyatının düşmesi sağlanarak likit hale getirilmesi amaçlanmaktadır.

Lakonishok ve Lev (1987), yirmi yıllık (1963-1982) veriler ile yaptıkları bir çalışmada hisse senedi bölünmelerinin hisse senedi fiyatlarını değiştirdiğini ve bölünmelerin şirketin durumu ile ilgili sinyaller olarak değerlendirilebileceğini belirtmişlerdir. Bu sinyaller, bölünme duyurularından sonra şirketlerin kazançlarının artacağı ve özellikle dağıtacağı temettüler ile ilişkilendirilebilir.

Fama, Fisher, Jensen ve Roll (1969) yaptıkları çalışmada, 1927 – 1959 tarihleri arasındaki 940 bölünmenin aylık verilerini analiz ederek bölünmenin olduğu aylarda hissedarların servetlerinde önemli bir değişikliğin olmadığını tespit etmişlerdir. Fakat, bölünmelerin olduğu ve temettülerini arttıran şirketlerde, bölünmenin sonrasındaki aylarda hissedarların servetlerinde bir artış olduğunu da ortaya koymuşlardır. Bölünmelerin olduğu ve temettülerin azalış gösterdiği ayları takiben de hissedarların servetlerinde bir azalış olmaktadır.

Bu tip işlemlerin hissedarlar açısından üç tür yararı vardır:

1. Hisse senetlerinin çok yükselen fiyatları düşürülerek, daha fazla alım yapılabilecek bir orana indirilmesi mümkün olacaktır.
2. Yatırımcılar ve uzmanlar bu tür işlemleri asimetrik bilgi akışı nedeniyle iyi bir işaret olarak değerlendirmekte ve gelecekte hisse senedi fiyatlarının yükseleceği beklentisine girmektedirler.
3. Bu tür uygulamalar şirketin temettü ödeme oranını artırabilmektedir, aynı zamanda hem nakit hem de hisse senedi olarak temettü verilmesi durumlarında, dağıtılan hisse senetlerinden temettü ödenmekte ve böylece şirketin temettü ödeme oranı artmaktadır (Gündüz, 2002 : 6).

Hisse senetlerinin bölünmesi şeklindeki temettü dağıtımı, bedelsiz şeklinde yapılan temettü ödemesine benzer bir etkiye sahiptir. Hisse senedi bölünmesinin

firmanın varlık, borç ve öz sermaye yapısını değiştirmemesine rağmen, bazı durumlarda firmanın hisse senetlerinin piyasa fiyatlarını arttırıcı yönde bir etkisi olabilir. Bunun nedeni, firmanın gelecekteki nakit akımlarında bir düzelme beklediği zamanlarda hisse senedi bölünmesine başvurmaları ve yatırımcıların firmanın gelecek dönemlerdeki kazançlarında bir artış olacağı beklentisine sahip olmalarıdır (Aslanoğlu, 1996 : 59).

3.3.4. şirketlerin kendi hisse senetlerini satın almaları

Muntazaman yapılan temettü ödemelerinin aksine hisse senetlerinin geri satın alınması döngüsellik gösterir. Firmalar tarafından temettü ödemeleri, “kalıcı” olan faaliyetlerden elde edilen fazla nakit akışlarından, hisse senetlerinin geri satın alınması ise “geçici” faaliyetlerden elde edilen nakit akışlarıyla yapılır. Ayrıca, hisse geri satın alımlarında bulunan firmalar daha fazla düzensiz nakit akışlarına sahiptirler. Sonuç olarak, şirketler hisse senedi geri satın alımlarını, hisse senedi piyasasının zayıf performans gösterdiği zamanları takiben yaparlar ve piyasanın iyi performans gösterdiği zamanları takiben de temettüleri artırırılar (Jagannathan, Stephens ve Weisbach, 2000 : 355).

Hisse senedi geri satın alımlarının belli başlı iki finansman şekli bulunmaktadır:

- 1- Firmanın hissedarlarına dağıtmak için nakde sahip olduğu ve bu nakdi nakit temettü olarak dağıtmak yerine kendi hisse senetlerini geri satın almak suretiyle kullandığı durumlar,
- 2- Firmanın sermaye yapısının çok fazla öz sermaye ağırlıklı olduğuna inandığı ve dolayısıyla borç olarak hisse senetlerini geri satın aldığı durumlar.

Anonim ortaklıkların kendi hisse senetlerini geri satın almalarının nedenleri:

- Geri satın alımların temettü dağıtımlarına nazaran vergi avantajı,
- Borç/öz sermaye oranının ayarlanmasında geçiş mekanizması olarak geri satın alımlar,
- Geri satın alımların firmanın ele geçirilme tehditlerine karşı kullanılması,
- Serbest nakit akımlarının değerlendirilmesi,

- Kazanç elde edilmesi,
- Nakit akım sinyali,
- Piyasadaki düşük değerleme,
- Sermaye piyasası için fon tahsisinin sağlanmasıdır.

Hisse senedi geri satın alımlarına ilişkin olarak finans literatüründe çeşitli varsayımlar bulunmaktadır. Bireysel vergi tasarrufu varsayımı; ortaklık tarafından hissedarlara dağıtılan temettü üzerindeki vergi yükümlülüğünün en aza indirildiğini ve geri satın almanın temettü dağıtımından farklı olarak vergi avantajı sağladığını vurgulamaktadır. Uyarı varsayımı; geri satın alım öncesindeki hisse senedi değerinden daha yüksek bir fiyattan geri satın alınmasıyla yöneticilerin ortaklığın değerinin olduğundan düşük olduğu yönünde bir uyarı yapabileceğini ileri sürmektedir. İçeriden öğrenenlerin ticareti için kullanılma varsayımı; yöneticilerin hisse senetlerinin gerçek değerinden daha düşük bir fiyatla satın alınacağına ilişkin olarak hissedarlara nazaran çok daha fazla bilgiye sahip olabileceklerini ve bu bilgiden menfaat temin edebileceklerini savunmaktadır. Aracılık varsayımı; geri satın alımlar, hissedarların ve yöneticilerin menfaatlerini bir araya getirerek hisse senedi değerini yükseltmektedir. Ortaklığın ele geçirilmesinin önlenmesi varsayımı; göre, geri satın alımlar, ortaklığın ele geçirilmesi için mevcut ya da muhtemel bir aleni pay teklifine karşı konulması için taktik planlardır. Serbest nakit akımları varsayımı; firmalar, azalan firma değerini tekrar yükseltmek için geri satın alım işlemini kullanarak serbest nakit akımlarının azalmasını sağlayabileceklerdir.

Halka açık anonim ortaklıkların kendi hisse senetlerini geri satın almaları, ülkemiz hukukunda, TTK'nun 329. maddesindeki hüküm nedeniyle, belli başlı istisnalar dışında yasaklanmıştır. Ülkemizin de dahil olduğu Kıta Avrupa'sı hukuk sisteminde, hisse senedi geri satın alımlarına ilişkin olarak genel olarak yasaklama, istisnai olarak cevaz verme şeklinde bir düzenleme yapılmış, ABD'nin de dahil olduğu Anglo-Amerikan hukuk sisteminde ise genel olarak cevaz verme ve istisnai olarak da yasaklama şeklinde bir düzenleme benimsenmiştir. Kıta Avrupa'sı hukukunun egemen olduğu Avrupa Birliği hukukunda da -temel kural olarak yasaklama, istisnai olarak cevaz verme- şeklinde bir düzenleme yer almaktadır. ABD'nde hisse senedi geri satın alımları, sunduğu vergi avantajının da etkisiyle

ortaklıkların hissedarlarına dağıttıkları temettüye alternatif olarak kullanılmakta ve hisse senedi geri satın alım programları olağan bir uygulama şeklinde gerçekleşmektedir. Bir firma tarafından geri satın alınan hisse senetleri “*hazine hisse (TreasuryStock)*” olarak adlandırılır. Geri satın alım neticesinde, dolaşımdaki hisse senedi sayısı azalırken, firma değerinde azalma olmamaktadır. Bu nedenle geriye kalan hisse senetlerinin hisse senedi başına kârında (EPS) artış olmaktadır. Hisse senedi geri satın alımları genel olarak üç türde yapılmaktadır. Açık piyasada gerçekleştirilen geri satın alımlarda, ortaklıklar, aylar ve hatta yıllar süren dönemlerde, birçok alım işlemi yapmak suretiyle ikincil piyasada hisse senetlerini geri satın almaktadırlar. Sabit fiyatlı geri satın alımlarda ise, ortaklık, belirli sayıda hisse senedi için, belirli bir sürede -genel olarak üç haftada-, tüm hissedarlara doğrudan geri satın alma teklifi yapmaktadır. Ortaklık, geri satın alıma başlamadan önce “*geri satın alma fiyatını*” ilan etmektedir. Hisse senedi geri satın alımlarının bir diğer türü olan Dutch-Auction olarak ifade edilen yöntemde ise, ortaklık, belirli bir aralıkta hissedarların hisse senetlerini satma isteğinde oldukları fiyatı belirlemek için hissedarlara çağrıda bulunmaktadır. Bundan sonra ortaklık, belirlenen geri satın alma fiyatına eşit ya da ondan daha düşük fiyat veren hissedarlardan alım yapacaktır. Geri satın alma fiyatı tüm hissedarlar için aynıdır.

Geri satın alımlar, ortaklığın “*borç/öz sermaye oranının*” ayarlanmasında kullanılabilirler. Temettüler ve geri satın alımlar öz sermayeyi emmektedir. Ancak temettülerin hep aynı oranda kalması ya da artırılması beklentisi firmanın mali yapısını zorlarken geri satın alımlarda bu etki görülmemektedir. Geri satın alımlarda, geri satın alımı yapılan hisse senedi tutarının büyük olması, kaldıraç oranını yükseltici etki yapmaktadır.

Ortaklığın karşı karşıya bulunduğu saldırgan ele geçirme teklifine karşı hisse senetlerinin geri satın alınması mümkündür. Bu türden işlemlere “*greenmail işlemler*” denilmektedir. Hedef firmanın greenmail yoluyla geri satın alıma gitmesi, ele geçirme maliyetini temettülerle karşılaştırıldığında önemli ölçüde artırmaktadır. Çünkü, hedef firma ortakları aynı tutarlı teklif durumunda geri satın alımı tercih edeceklerdir. Bu durum, düşman ele geçirme teklifinde fiyatın yükseltilmesini gerektirecektir.

Ortaklığın sahip olduğu serbest nakit akımlarının değerlendirilmesi amacıyla da hisse senedi geri satın alımı yapılması mümkündür. Hisse senedi geri satın alımları dolaşımdaki hisse senedi sayısını azaltarak hisse başına kazancın yükselmesini sağlamaktadır. Geri satın alımlar, firma yönetimince bilinen ancak hissedarlarca henüz bilinmeyen nakit akımları mevcut olduğuna ilişkin uyarı görevi de görmektedir. Hisse senetlerinin geri satın alınmasına ilişkin bir ilan yapan firma yönetiminin, firmanın gelecekteki nakit akımları ya da kazançlarına ilişkin olarak olumlu bilgilere sahip olduğu kabul edilmektedir.

Ortaklıkların geri satın alım yapmalarının bir diğer nedeni ise, firma yönetimince, ortaklığın piyasada oluşan hisse senedi fiyatlarının gerçek değerinin altında olduğuna ilişkin bir uyarı fonksiyonu bulunmasıdır. Ortaklığın geri satın alım yapması, yönetimin hisse senetlerine güvendiğini göstermektedir. Geri satın alımlar yoluyla, sermaye piyasasında verimli alanlarda kullanılmayan fonların hissedarlarca verimli alanlara yönlendirilmesi de mümkün olmaktadır.

Geri satın alımlar, hisse senedi opsiyonlarından kaynaklanan yükümlülüklerin yerine getirilmesi amacıyla yapılabilir. Önceden belirlenmiş bir fiyattan hisse senedi satın alım hakkı veren hisse senedi opsiyonları temettü dağıtımları yerine geri satın alımlar sonrasında daha değerli olacaktır.

Çalışanların hisse senedi sahipliği, hisse senedi ile değiştirilebilir tahviller ve hisse senedi varantlarından kaynaklanan yükümlülüklerin yerine getirilmesi amacıyla hisse senedi geri satın alımı yapılması mümkündür.

Geri satın alımların hissedar ve yönetim açısından çeşitli avantajları bulunmaktadır. Hissedarlar açısından geri satın alımların en önemli avantajı, geri satın alım ilanlarının genellikle yatırımcılar tarafından olumlu sinyaller olarak görülmesidir. Çünkü geri satın alım genellikle yönetimin firmanın hisselerinin düşük değerlendirildiği inancı ile motive edilmektedir. Hissedarlar, varsa, nakit ihtiyaçlarını geri satın alım sırasında elde edecekleri fonlarla giderebilirler. Geri satın alımların yönetim açısından avantajları ise, geri satın alımların firmanın sermaye yapısında büyük çaplı değişimler yapmak için ve hisse senedi opsiyonları, çalışanların hisse senedi sahipliği, hisse senetleri ile değiştirilebilir tahviller ya da hisse senedi varantları enstrümanları kullanıldığında, yükümlülüklerin yerine getirilmesi için gerekli hisse senetlerini temin etmek için kullanılabilmesidir. Geri satın alımların

avantajları bulunmasına rağmen, hissedar ve yönetim açısından çeşitli dezavantajları da bulunmaktadır. Hissedarlar açısından geri satın almaların dezavantajları, hissedarların nakit temettü dağıtımlarına daha olumlu bakmaları ve geri satın almaların nakit temettü dağıtımları karşısında güvenli olmadığını düşünebilmeleridir. Hissedarların, geri satın almanın bütün sonuçlarından tam olarak haberdar olmamaları mümkündür.

Bir şirketin kendi hisse senetlerini piyasadan geri satın alması temettü dağıtımının bir diğer yöntemidir. Şirket kazancını etkilememek şartıyla, hisse senetlerinin geri satın alınması, piyasadaki hisse senedi sayısını azaltacak ve dolayısıyla hisse senedi başına düşen kâr artmış olacaktır. Hisse başına kârın artması, hisse senedi fiyatlarını yükseltecek ve böylece nakit temettü yerine sermaye kazancı veya değer artışı elde edilecektir. Hisse senetlerinin geri satın alınması nedeniyle oluşan değer artışının vergisinin temettü olarak ödeme yapıldığında ortaya çıkan gelir vergisinden daha düşük olması geri satın alma işlemini daha cazip kılmaktadır. Çünkü hisse senedi sahipleri aynı gelir düzeyinde daha az vergi ödeyecektir. Geri satın alma işleminde hisse senedi sahibi seçme hakkına sahiptir. Ayrıca geri satın alma işlemi sonucunda piyasadaki tikanıklığa yol açan fazlalık hisse senetleri ortadan kaldırılır. Fakat, hisse senedi sahipleri nakit temettü ödemelerini daha güvenilir bulmaktadırlar. Şirketler tarafından yapılan nakit temettü ödemelerinin bir alternatifi olarak da, kendi hisse senetlerini almaları görülmektedir. Şirketler tarafından kendi hisse senetlerinin satın alınması sonucunda piyasadaki hisse senedi miktarı azaltılmakta, bu işlem sonucunda da şirketin net kârında meydana gelen artış nedeniyle pay başına elde edilen gelir artmaktadır. Her bir paya düşen gelirin artması sonucunda da, senet değerinde bir artış ortaya çıkmaktadır.

Şirketlerin kendi hisse senetlerini geri almaları yatırımcılara iki ayrı avantaj sağlamaktadır. Bunlardan ilki, yatırımcılar tarafından hisse senetlerinin satılması sonucunda elde edilecek gelirin, sermaye kazancı niteliğinde olması nedeniyle vergilendirilmesinin bu çerçevede yapılmasıdır. Bu da yatırımcıların, sadece senetlerini satmaları durumunda vergi ödemelerini, ayrıca sermaye kazancının kâr payı kazancından daha düşük vergilendirilmesi durumunda da, vergi avantajı elde etmelerini sağlamaktadır. Firma hisse senetlerini geri satın alırken hissedarların satmak ya da satmamak konusunda seçimlik bir hakkı bulunmaktadır. Ancak bu

durum temettü dağıtımında geçerli değildir. Çünkü, hissedarların yapılan bu temettü dağıtımını kabul etmek zorunluluğu ve bundan doğacak vergiyi ödemek yükümlülüğü bulunmaktadır. Nakit ihtiyacı olan hissedarlar geri satın alıma dahil olabilirken böyle bir ihtiyaç içinde olmayan hissedarlar ise mevcut hisse senetlerini muhafaza etmek yoluna gidebilirler.

Sağlanan diğer avantaj da, şirketlerin hisse senetlerini geri alma talebi ile yatırımcılara gitmeleri durumunda, yatırımcıların hisse senetlerini satarak geliri hemen elde etme veya hisse senetlerini ellerinde tutarak fiyat artışından yararlanma konusunda bir tercihte bulunabilmeleridir (Haholu, 2000 : s. 32).

3.4.Türkiye’de Temettü Politikasının Önemi

Bir ülke ekonomisinin belirli bir canlılık kazanması ve sanayileşme sürecinde alınan yol, o ülkede gelir açığı olan ekonomik birimlerin sayıca artmasına neden olur ve aynı zamanda açığın büyümesi sonucunu getirir. Sanayileşmiş tarım ve ticaret ekonomilerinde firmaların fon gereksinimleri sınırlıdır ve bu gereksinme genellikle girişimci tarafından sağlanan öz kaynak fonları ile karşılanır veya para pazarından sağlanan kısa süreli fonlar yeterli olabilir. Fakat ekonomik gelişme ilerledikçe bir taraftan yatırımcı ekonomik ünitelerin (firmaların) boyutları büyür ve buna bağlı olarak fon gereksinimleri için kısa süreli kaynaklar ve girişimcilerin kendi öz kaynakları yetersiz hale gelir, diğer taraftan ise kişisel gelirin artması sonucu kişilerin bir dönemde elde ettikleri gelirler o dönem harcamalarının üzerinde oluşmaya başlar (Ercan ve Üreten, 2000 : 1).

Tasarrufların oluşturduğu fon fazlaları, çoğunlukla tasarruflar tarafından reel yatırımlara tahsis edilemeyeceği, diğer bir deyimle, bu tasarruf üniteleri kendileri girişimci-yatırımcılar olarak ekonomik girişimde bulunmayacakları için, finansal pazarlara akabilecek bir fon birikimi oluşur. Finansal piyasalar, bütün kurumları ve araçları ile birlikte serbest pazar ekonomisinde, fon sunu ve isteminin karşılaşması ve fon akışının gerçekleşmesinde hayati bir rol oynamaktadır (Sarıkamış, 1998 : 20).

Finansal pazarlarda, sermaye piyasası aracı olan hisse senetlerinin bir ülkenin ekonomik gelişiminde çok büyük katkıları vardır. Hisse senetleri piyasaları yolu ile şirketler önemli tutarda öz kaynak sağlarken, ülkeler de yurt dışı piyasalardan döviz sağlarlar. Hisse senetleri ihraç eden şirketler, yeni ortaklar bularak şirketlerine öz kaynak sağlamaktadır. Öz kaynak yolu ile sağlanan finansmanın en önemli katkısı, şirketin finansman riski ile ilgilidir. Öz kaynak yolu ile sağlanan sermayeye şirketin ödemesi gereken sabit bir faiz veya yükümlülük olmaması, ana paraların geri ödenme zorunluluğu bulunmaması şirkete bir risk yüklemeyecektir. Buna karşılık borçlanma yolu ile sağlanan kaynaklar işletmelerin finansman riskini artırmaktadır. Diğer taraftan tüm ülkeler hisse senedi yolu ile uluslar arası sermayeyi ülkelerine çekmek için çaba göstermektedir. Bir çok gelişmekte olan ülke sermaye pazarlarında istikrarı sağlayarak her yıl milyarlarca dolar tutarında ülkelerine döviz girişi sağlamaktadır. Son yıllarda yapılan araştırmalar sonucunda ortaya konulan genel eğilimler neticesinde; bireysel yatırımcıların, tasarruflarını yatırımlara dönüştürmedeki başlıca amaçlarının tasarruflarını enflasyona karşı korumak olduğu, hisse senedine ilişkin en önemli sorun olarak fiyat istikrarsızlığının görüldüğü, kâr payı dağıtımlarının istikrarlı olmasının, kâr payı karşılığında hisse senedi verilmesinin ve yılda birkaç defa nakit kâr payı dağıtılmasının talep edildiği anlaşılmaktadır. Benzer şekilde, bu uygulama ile birlikte belirli dönemlerde belirli giderleri olan kurumsal yatırımcılar ile düzenli gelir elde etme talebi olan bireysel yatırımcılar tarafından hisse senedine daha fazla talep olacağı düşünülebilir. Böylece, hisse senetleri küçük tasarruf sahipleri ile işletmeleri bir araya getirerek sermayeyi tabana yayarken, işletmeler açısından da hızlı bir kalkınma için gerekli, risksiz sermaye birikimini sağlar (Karan, 2001 : 304).

Gelişmekte olan ülkelerin en büyük sorunlarından birisi de öngördükleri kalkınma hızını sağlayacak yatırım hedeflerini gerçekleştirmektir. Yatırım hedeflerinin gerçekleşmesi ise tasarruf seviyesi ile belirlenmektedir. Yatırım tasarruf dengesi olarak tanımlanan bu ilişkinin önemi ülkemiz için de geçerlidir. Planlı dönemin başladığı 1960'lardan bu yana ekonomi politikası içinde hedef alınan kalkınma hızını gerçekleştirmesi için gerekli görülen yatırım düzeyine ulaşabilmek amacıyla özel ve kamu tasarruflarını artırmaya yönelik büyük çabalar harcanmıştır. Ancak kamunun tasarruf yaratmadığı gözlenmektedir. Bunun sonucu olarak tasarruf

yaratma olanağı sadece özel kişilerde bulunmaktadır. Özel sektördeki tasarrufları kaynakları itibariyle iki bölümde toplamak mümkündür. Firma dışı tasarruflar ve firma içi tasarruflar özel sektördeki tasarrufları oluşturmaktadır. Makro düzeydeki kalkınma hedeflerini mikro seviyede oluşturma durumunda olan firmaların, firma dışı tasarrufları yanında firma içi tasarruflarını da arttırmaya çalışarak tasarruf yatırım dengesinin kurulmasına yardımcı olmaları gerekmektedir. Firma yöneticileri kârın dağıtılmayarak yatırımlara dönüştürülmesi kararı ile yatırımcıları cezp edecek yüksek temettü dağıtımını kararı arasında seçim yapmak zorunda kalacaklardır (Aslanoğlu:1996,112). Bir yandan düşük maliyetli olması nedeni ile sermaye yapısında dağıtılmayan kâr oranını artırarak ortalama sermaye maliyetini düşürmek öte yandan temettü olarak dağıtıldığı taktirde genellikle tüketime gidecek fonları dağıtmayıp yatırıma yöneltmekle makro ekonomik hedeflerin gerçekleşmesine ve tasarruf yatırım dengesinin kurulmasına yardımcı olmak, temettü politikasının makro seviyedeki önemini ortaya koymaktadır.

3.4.1. Türkiye’de temettü politikasına ilişkin yasal düzenlemeler

Anonim şirketlerde kâr dağıtımını konusu, özellikle 1.1.1986’dan itibaren büyük bir önem kazanmıştır. Bu tarihten önceki uygulama biçimine göre, dağıtılan kâr payının gayrisafi tutarının belli bir miktarı aşması halinde, bu kâr payını elde eden gerçek kişiler de, yıllık gelir vergisi beyannamesi veriyorlar ve GVK’nın 103. maddesinde yer alan vergi tarifesi üzerinden hesaplanan vergiyi, vergi alacağını (dağıtılan kârın 1/3’ünü) mahsup ettikten sonra ödüyorlardı. 1986 yılından önceki uygulama biçimine göre, dağıtılan kâr payının gayrisafi tutarının üç milyon lirayı aşması (yani safi tutarının 2.250.000 lirayı aşması) halinde, bu kâr payını elde eden ortaklar da, şirketin ödediği kurumlar vergisinin dışında ayrıca gelir vergisi de ödüyorlar, böylelikle, toplam vergi yükü %65 civarında olabiliyordu (Kızılot ve Eyübgiller, 2000 : 1011).

1986 – 1994 dönemine ilişkin uygulamada ise 3239 sayılı Kanunla yapılan değişikliklerle, bu konuda iki önemli düzenleme yapılmıştır. Bunlardan birincisi, kurumlar vergisi oranının %40’dan, %46’ya yükseltilmesi, ikincisi de, kâr payını elde eden kişilerin, bunu beyan etmelerine ilişkin zorunluluğun kaldırılmasıdır.

Yapılan düzenlemelere göre, örneğin; 1986 yılı içinde, 5 milyar lira kâr payı alan kişi, bu gelirini beyan etmeyecek ve vergi de ödemeyecektir. Bilindiği gibi ülkemizde anonim şirketlerin %95'i aile şirkettir. Durum böyle olunca, geçmiş yıllarda ikinci bir vergi ödemekten kaçınmak amacıyla kâr dağıtımından kaçınılmış, dağıtılmayan kârlar kurum bünyesinde olağanüstü ihtiyatlar adı altında yer almıştır. 1.1.1986'dan itibaren anonim şirketler, yalnızca 1985 yılı kârını değil, daha önceki yıllara ait kârları, hatta ihtiyatları dağıtmaya başlamışlardır. Bu nedenle kâr dağıtımı oldukça yaygın bir uygulama şekline dönüşmüştür. Özellikle banka mevduat faizi gelirlerinin, anonim şirketlerde %46, gerçek kişilerde ise %5 oranında vergilendirilmesi, kâr dağıtımını etkileyen ayrı bir faktör olmuştur.

1995 – 1998 dönemine ilişkin uygulamada ise Gelir Vergisi Kanununun 86. maddesinde 3946 sayılı Kanunla yapılan değişiklikle, söz konusu payların 1.1.1995 tarihinden itibaren elde edilen brüt tutarı (1/3 vergi alacağı dahil) 450 milyon lirayı aşması halinde, bu tarih itibariyle (yani 1996 yılı mart ayında) beyan edilmesi gerekmiştir. Burada kurumlar vergisi oranının da, 1.1.1994 yılından itibaren elde edilecek gelirler için %25 olarak yeniden belirlemiştir. Ancak bu %25'in dışında, halka açık olmayan şirketler için %20, açık olanlar için de %10 stopaj zorunluluğu getirilmiştir. Kuşkusuz, bu kurumlar vergisi ve stopajın tutarı üzerinden ayrıca %10'da fon kesintisi hesaplanacaktır. Buna göre, halka açık olmayan şirketlerde, vergi ve fon paylarının toplam oranı %44 olmaktadır.

1999 yılından itibaren Gelir Vergisi Kanunu'nun 94. maddesinin 6/b bendinde, 4369 Sayılı Kanun'la yapılan değişiklikle "Kurumlar vergisinden istisna kazançlara isabet eden kısım düşüldükten sonra 75. maddenin ikinci fıkrasının 1, 2 ve 3 numaralı bentlerinde yazılı kâr paylarından" stopaj yapılması hükme bağlanmıştır. Gelir Vergisi Kanunu'nun 75. maddesinde yazılı menkul sermaye iratları elde etmeye bağlı olduğundan tam mükellef kurumların ortaklara kâr paylarını dağıtması halinde stopaj uygulanacaktır. Stopaj oranı halka açık şirketlerde %5, diğerlerinde %15'dir. Yani stopaj uygulaması kurum kazancının dağıtılmasına bağlı hale getirilmiştir. Ayrıca parantez içi hüküm ile kârın sermayeye ilavesi stopaj uygulaması açısından kâr dağıtımını sayılmıştır. Bu nedenle, kârını sermayeye ekleyen kurumlar, kâr dağıtımına bağlı stopaj yapmayacaklardır (Kızılot ve Eyübgiller, 2000 : 1012).

Tablo 3.1: Tam Mükellef Gerçek Kişilere Ait Tasarruf Araçlarının 2005 Yılı Vergisi

Gelirin Türü	Stopaj Oranı (%)	2006'da Beyana Tabi Olma Durumu	Açıklama
TL Mevduat Faizi	18-7	Tabi Değil	Tutarı ne olursa olsun beyan yok
Repo	22	Tabi Değil	Tutarı ne olursa olsun beyan yok
Döviz Tevdiat Hesabı Faizi	24-18	Tabi Değil	Tutarı ne olursa olsun beyan yok
Offshore Hesapların yada yurt dışı hesapların faizi	Yok	Tabi	800 YTL'yi aşması durumunda tamamı beyan edilir. YTL cinsinden olanlara enflasyon indirimi uygulanır
Alacak Faizi	Yok	Tabi	800 YTL'yi aşması durumunda tamamı beyan edilir. YTL cinsinden olanlara enflasyon indirimi uygulanır
A tipi fon kâr payı	Sıfır	Tabi Değil	Tutarı ne olursa olsun beyan yok
B tipi fon kâr payı (1)	10	Tabi Değil	Tutarı ne olursa olsun beyan yok
A.Ş. Hisse senedi ve Ltd. Şirket Kâr payı (2)	10	Yarısı beyana tabi	Gayri safi tutarının yarısı 15.000 YTL'yi aştığında
Hisse senedi alım-satım kazancı (3)	Yok	Duruma Göre Beyana Tabi	Borsada 3 ay içinde diğerleri 1 yıl içinde satılırsa beyana tabi. Bu süreler geçerse tabi değil. (13.000YTL istisna var.)
Hazine Bonosu (HB)-Devlet Tahvili (DT) Faizi (4)	Sıfır	Duruma Göre Beyana Tabi	25 Temmuz 2001'den sonra ihraç edilenlerde enflasyon indirimi ve 174.033YTL istisna düşüldükten sonra kalan kısım 15.000YTL'yi aşarsa
Eurobond faiz geliri (5)	Yok	Duruma Göre Beyana Tabi	25 Temmuz 2001'den sonra ihraç edilenlerde, 174.033YTL'yi aşan kısım beyana tabi
HB-DT alım-satım kazancı (6)	Yok	Duruma Göre Beyana Tabi	25 Temmuz 2001'den sonra ihraç edilenlerde, 174.033YTL'yi aşan kısım beyana tabi
Eurobond alım-satım kazancı (5)	Yok	Duruma Göre Beyana Tabi	25 Temmuz 2001'den sonra ihraç edilenlerde, 174.033YTL istisna var. Kazanç; alış bedelinin YTL karşılığının TEFE'ye endekslenen tutarı ile satış bedelinin YTL karşılığının kıyaslanması şeklinde bulunur.
Özel Sektör Tahvil ve Bonolarının Faizi	10	Duruma göre beyana tabi	Enflasyon indirimi uygulandıktan sonra kalan tutar 15.000YTL'yi aşıyorsa beyan edilecek

(1) %10'luk Stopaj, ödeme anında değil fon veya ortaklık bünyesinde yapıyor (GVK. MD. 94/b-a-ii). (2) Gelirin yarısı beyan edilir, ancak tamamı üzerinden yapılan stopaj, hesaplanan gelir vergisinden mahsup edilir. (3) Hisse senedinin elden çıkarıldığı ay hariç, maliyet bedeli her ay TEFE oranında arttırılır. (4) 2004 yılı HB ve DT gelirlerinde beyan sınırı 303.000 YTL idi. 2005 yılı beyan sınırı, enflasyon indirim oranının netleştiği, Kasım 2005'te belli olacak. Ancak 300.000YTL civarında olacağını söyleyebiliriz. (5) Eurobond faiz gelirleri ve alım-satım kazancının 174.033YTL'lik istisnadan yararlanabileceği konusunda, Maliye Bakanlığının 11.12.2001 tarih ve 66321 Sayılı özeldesidir. (6) HB-DT'nin elden çıkarıldığı ay hariç maliyet bedeli her ay TEFE oranında arttırılır.

Kaynak: Kızılot , 2005 :10

Tablo 3.1’de tam mükellef gerçek kişilere ait tasarruf araçlarının 2005 yılı vergisi görülmektedir. Anonim Şirketlerin Hisse senetlerinin kâr payı stopaj oranı %10 ve gayri safi tutarının yarısı 15.000 YTL’yi aştığında 2006 yılında yarısı beyana tabidir.

Tablo 3.2’den de görüldüğü üzere Sermaye Piyasası Kanunu halka açık şirketlerde hisse senetleri sahiplerine dağıtılan kârlara ilişkin düzenlemeyi halka açık olmayan anonim şirketlere göre farklılaştırmıştır.

Anonim şirketlerde kâr dağıtım kararı şirket genel kuruluna verilmiştir. Borsada işlem gören halka açık şirketlerde, genel kurul isterse kâr dağıtımını yapmama kararı alabilir. Ancak, borsada işlem görmeyen halka açık şirketler net kârlardan vergi ve benzeri düşülmek suretiyle bulunan dağıtılabilir kârın en az yarısını dağıtmak zorundadır. Yasada bu hükmün konulmasının temel nedeni halka açık olup da borsada işlem görmeyen hisse senetlerinin likit olmamasıdır. Bu nedenlerle mağdur olan ortaklar en azından bir temettü gelirine sahip kılınarak hisse senedi yatırımları az da olsa cazip kılınmaya çalışılmıştır (Karan, 2001 : 73).

Tablo 3.2: Halka Açık Anonim Şirketlerle Halka Açık Olmayan Anonim Şirketlerin Kâr Dağıtımını İlgili Mevzuatın Karşılaştırılması

<u>Halka Açık Olmayan Şirketlerde Anonim Şirketlerde Kâr Dağıtımını</u>	<u>Sermaye Piyasası Kanunu’na Tabi Anonim Şirketlerde Kârın Dağıtımını</u>
Hisse senetlerine ilişkin kâr payları (temettü) hesap dönemi sonu itibarıyla mevcut payların tümüne, bunların ihraç ve iktisap tarihleri dikkate alınmaksızın eşit olarak dağıtılır.	Halka açık anonim ortaklıkların birinci temettü tutarı, hesap dönemi net karından vergi ve benzerleri düşülmek suretiyle bulunan dağıtılabilir kârın yarısından az olamaz.
Anonim şirketlerde bilanço kârının dağıtım konusunda Türk Ticaret Kanunu bazı esaslar koymuş; Sermaye Piyasası Kanunu ise halka açık şirketlerde kâr dağıtımında ortaklar lehine bazı yeni hükümler getirmiştir.	Hisse senetleri Borsa’da işlem görenler, birinci temettü nakden ve/veya hisse senedi biçiminde dağıtmak veya dağıtmamak konusunda serbesttirler. Kurul, bu ortaklardan gerekli gördüklerine birinci temettünün nakden dağıtılması zorunluluğu getirilebilir.
Her iki kanuna göre de kâr dağıtılması için önce bilançoda kâr oluşması gerekir. Genel Kurul karar verirse, her iki halde de şirketler bilançoda kâr gözükmeseyse bile birikmiş ihtiyatlardan temettü dağıtabilirler.	Temettü dağıtımını ortaklıklarca, hesap dönemini izleyen 5’nci ayın sonuna kadar tamamlamak zorundadır. Temettü dağıtımına ilişkin bilgiler bu işlemlerin tamamlanmasından itibaren 1 ay içinde Kurul’a ulaştırılır.

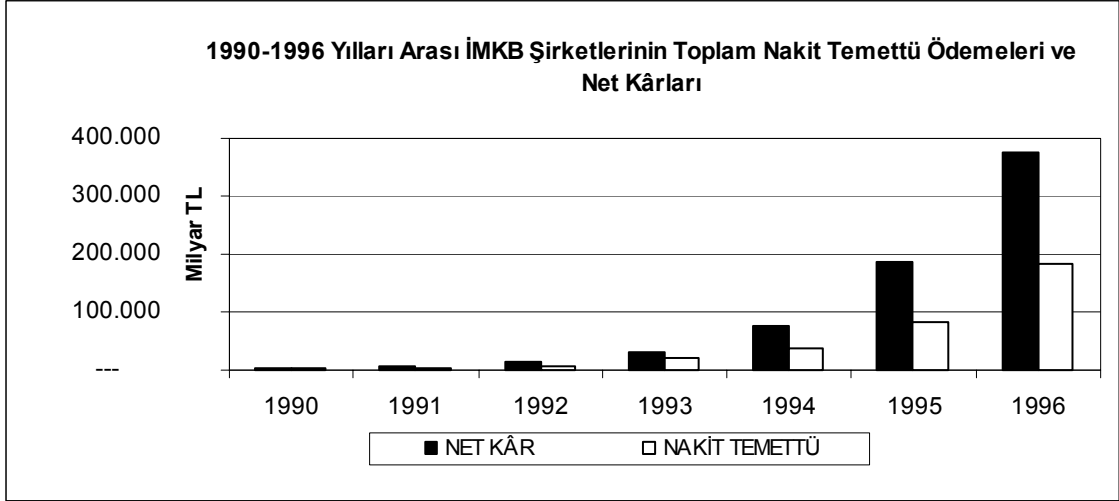
Kaynak: Karan, 2001 : 74

3.4.2. Türkiye’de temettü politikası uygulamaları

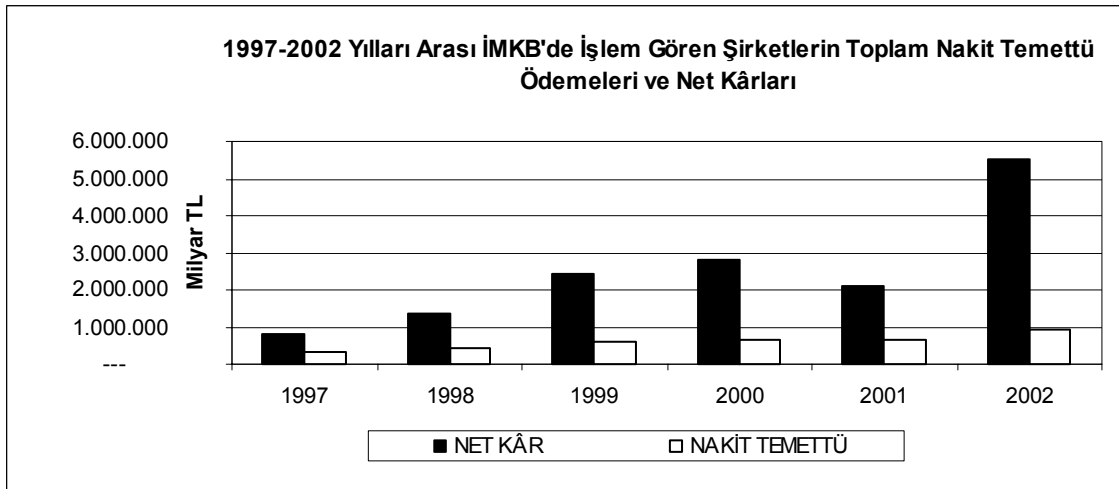
Gelişmekte olan ülkelerdeki şirketlerin temettü politikaları, gelişmiş ülkelerdeki şirketler tarafından büyük ölçüde kabul edilmiş temettü politikalarından önemli ölçüde farklılık gösterir. Gelişmiş ülkelerdeki sabit temettü politikalarının aksine, gelişmekte olan bir ülke borsası olan IMKB’de şirketlerin düzensiz nakit temettü politikası uyguladıkları görülmektedir. Bunun ana sebebi, nakit temettü miktarını belirleyen ilgili yıla ait şirket kazançlarıdır (Adaoğlu, 2000 : 253).

Hisse senetlerinin piyasa değeri, şirketin performansının ölçülmesinde önemli bir ölçü olarak kullanılmaktadır. Bu nedenle firmalar hisse senedi piyasasını çok yakından inceleyerek hisse senetlerinin prim yapmasını sağlamaya çalışırlar. Bunu sağlamanın yolu, hisse senetlerinin değerini etkileyen faktörlerin tespiti ve gerekli önlemleri alma ile mümkün olabilir. Postal (1988), Türkiye’de temettü politikasının hisse senetleri üzerine etkisi hakkında yaptığı çalışmada, hisse senetleri fiyatlarını etkileyen iki önemli etken tespit etmiştir. Bu etkenler temettü dağıtım miktarı ve hisse senedi başına düşen brüt kârdır. İncelediği 12 şirket içinden bazı şirketlerin, yüksek miktarda temettü dağıtmalarına karşın bunun hisse senetleri fiyatlarında bir etki yaratmadığı görülürken, diğer bazı şirketlerin dağıttığı temettü miktarı oranında hisse senetleri değer kazanmaktadır. Temettü dağıtım miktarının hisse senedini etkilemediği şirketlerde bu etkiyi hisse başına düşen kâr yaratmaktadır (Postal, 1988 : 87).

Şekil 3.1: 1990 - 1996 Yılları Arasında İMKB’de İşlem Gören Şirketlerin Toplam Nakit Temettü Ödemeleri ve Net Kârları



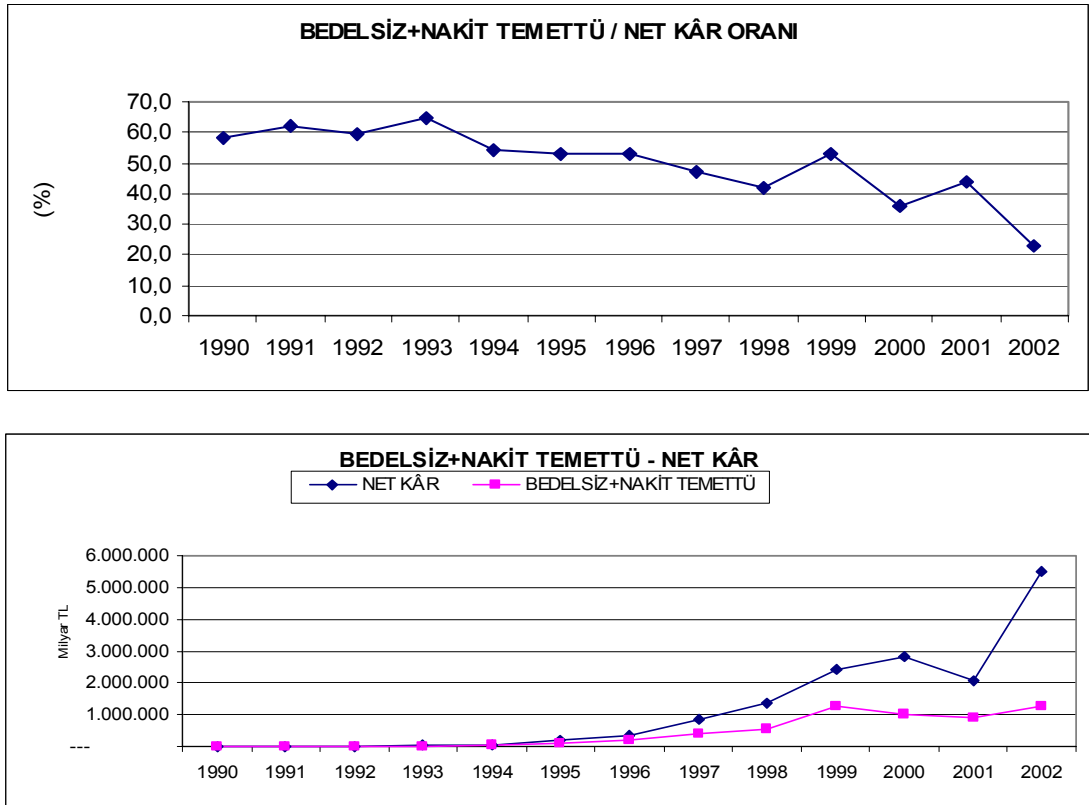
Şekil 3.2: 1997 - 2002 Yılları Arasında İMKB’de İşlem Gören Şirketlerin Toplam Nakit Temettü Ödemeleri ve Net Kârları



Şekil 3.1’de 1990-1996 ve Şekil 3.2’de 1997-2002 yıllarındaki İMKB’de işlem gören şirketlerin nakit temettü ödemeleri ve net kârları görülmektedir. Bu tablolardan şirketlerin yıllar itibariyle net kârlarının artış gösterdiği, net kârlarına bağlı olarak nakit temettü ödemesinde buldukları fakat net kârlarında meydana gelen değişikliklerin nakit temettü ödemelerini ne ölçüde etkilediği tam olarak anlaşılamamaktadır. Bu nedenle, şirketlerin nakit temettü / net kâr oranlarına bakmak daha anlamlı olacaktır. Şekil 3.3’de 1990-2002 yıllarında İMKB’de işlem gören şirketlerin sırasıyla toplam nakit temettü / toplam net kâr oranı, nakit temettü ile net kâr ilişkisi, toplam bedelsiz temettü / net kâr oranı, bedelsiz temettü ile net kâr

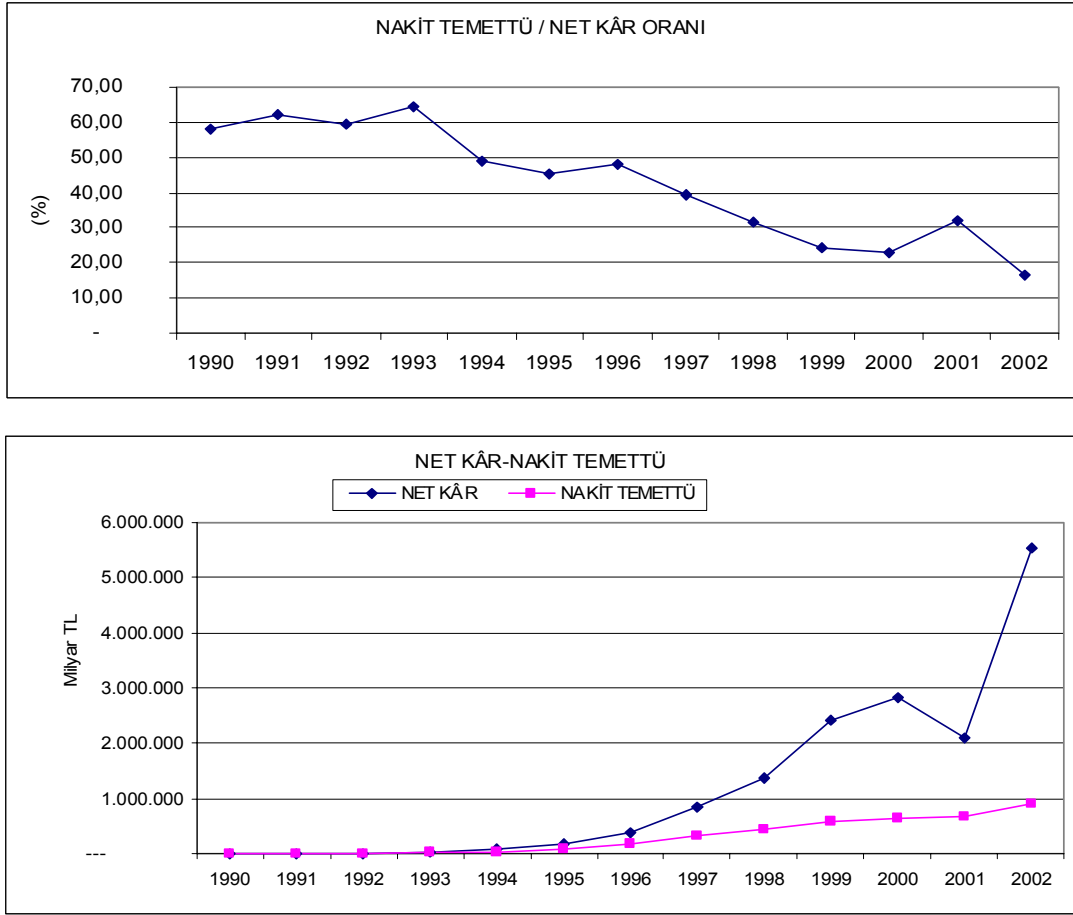
arasındaki ilişkisi, nakit ile bedelsiz temettü toplamı / net kâr oranı ve nakit ile bedelsiz temettünün net kâr ilişkisini göstermektedir.

Şekil 3.3: İMKB’de 1990-2002 Arasında İşlem Gören Şirketlerin Toplam Nakit + Bedelsiz Temettü / Net Kâr Oranı ve Toplam Nakit + Bedelsiz Temettü Ödemeleri- Net Kârları



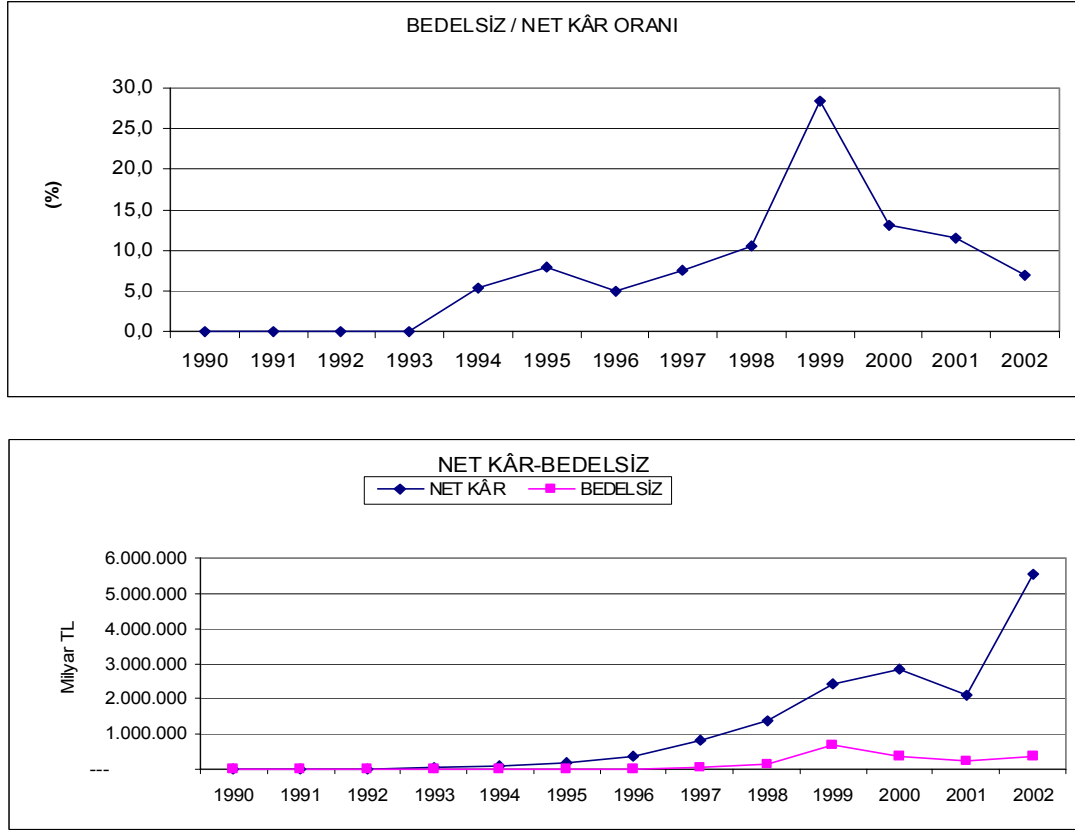
Şekil 3.3’de görüldüğü gibi ödenen nakit temettü ve bedelsiz temettü toplamının net kâra oranı yıllar itibariyle azalmaktadır. 1990 – 2002 yılları arasındaki ortalama nakit + bedelsiz / net kâr oranı % 50’dir. Ödenen nakit + bedelsiz temettü miktarı net kârı izleyen bir eğilimdedir. 2001 yılındaki ekonomik krizin etkisiyle şirket kârlılıkları dolayısıyla ödenen nakit ve bedelsiz temettü miktarlarında da azalma olduğu görülmektedir.

Şekil 3.4: İMKB’de 1990-2002 Arasında İşlem Gören Şirketlerin Toplam Nakit Temettü/Net Kâr Oranı ve Toplam Nakit Temettü Ödemeleri-Net Kârları



Şekil 3.4’de 1990-2002 yılları arasında İMKB’de işlem gören şirketlerin dağıtılan nakit temettü / net kâr oranlarının azaldığı görülmektedir. 1990-2002 yılları arasında ortalama dağıtılan nakit temettü / net kâr oranı % 43’tür. Net kâr – Nakit temettü tablosundan da görüleceği gibi şirketlerin net kârlılığı azalsa bile (2001 krizinde şirket kârlılıklarının önemli ölçüde azaldığı şekilde açıkça görülmektedir.), şirketler belirli bir tutarda nakit temettü ödemesinde bulunmaktadır.

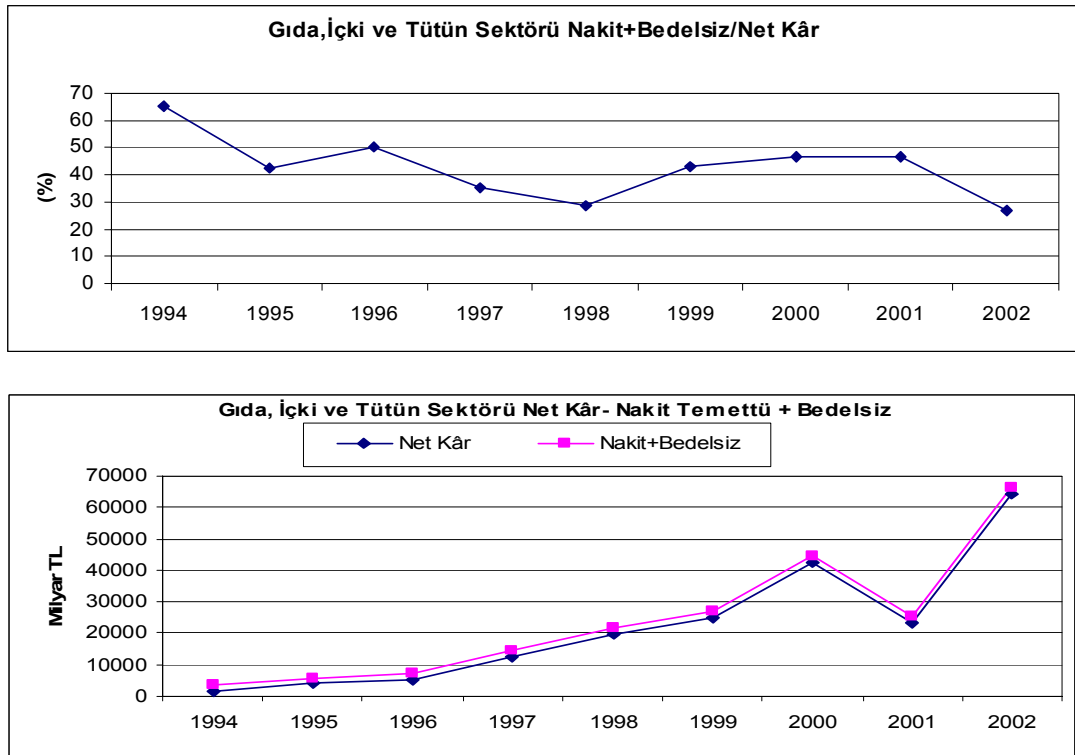
Şekil 3.5: İMKB’de 1990-2002 Arasında İşlem Gören Şirketlerin Toplam Bedelsiz/Net Kâr Oranı ve Toplam Bedelsiz Temettü Ödemeleri- Net Kârları



Şekil 3.5’de görüldüğü gibi 1999 yılında bedelsiz olarak dağıtılan temettü ödeme oranındaki artışın sebebi ise kârın sermayeye ilave için 1999 ve sonraki yılların kârı hedef alınmasıdır. Çünkü 1999 başından itibaren normal kurum kazançlarının nakden dağıtımına bağlı olarak stopaj doğmakta fakat aynı kâr sermayeye ilave edilirse stopaj doğmamakta, hatta yakın geçmişte çıkan bir yargı kararı uyarınca kârın sermayeye ilavesi sonucu elde edilen bedelsiz hisseler temettü geliri sayılmamaktadır. (231 no.lu GVK Genel Tebliği ve bunu iptal eden, Danıştay 4. Dairesinin 6.12.2000 tarih ve E.2000 / 1307, K.2000/5053 sayılı Kararı). 1990 – 2002 yılları arasındaki bedelsiz / net kâr oranı % 7,4’dir. Ülkemizde 1994 öncesinde anonim ortaklıkların ayırmış oldukları yedek akçeleri sermayelerine ekleyerek ortaklarına hisse senedi vermeleri halinde sermaye eklenen ihtiyat ve provizyonların ayrıldıkları tarihe göre ek bir vergi yükü doğurmaları söz konusu iken, Kurumlar Vergisi Kanunu’nun konuyu düzenleyen geçici 13 ncü maddesi 1/1/1994 tarihinden

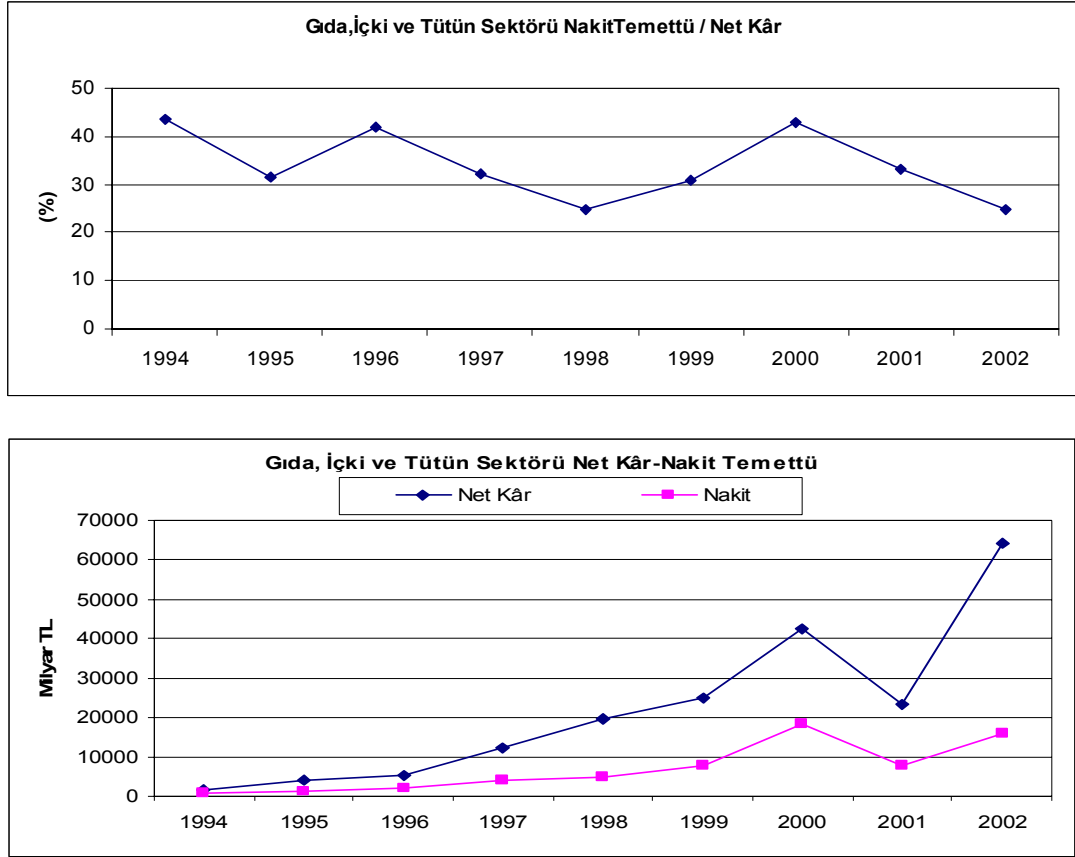
itibaren geçerli olmak üzere 3946 sayılı yasa ile yürürlükten kaldırıldığından, bu tür bir işlem kurum açısından ek bir vergi yükü getirmemektedir. Şirketler, 1994'ten itibaren bedelsiz temettü ödemeye başlamışlardır.

Şekil 3.6: İMKB'de 1994-2002 Arasında Gıda, İçki ve Tütün Sektöründe İşlem Gören Şirketlerin Toplam Nakit+Bedelsiz Temettü/Net Kâr Oranı ve Toplam Nakit+Bedelsiz Temettü Ödemeleri- Net Kârları



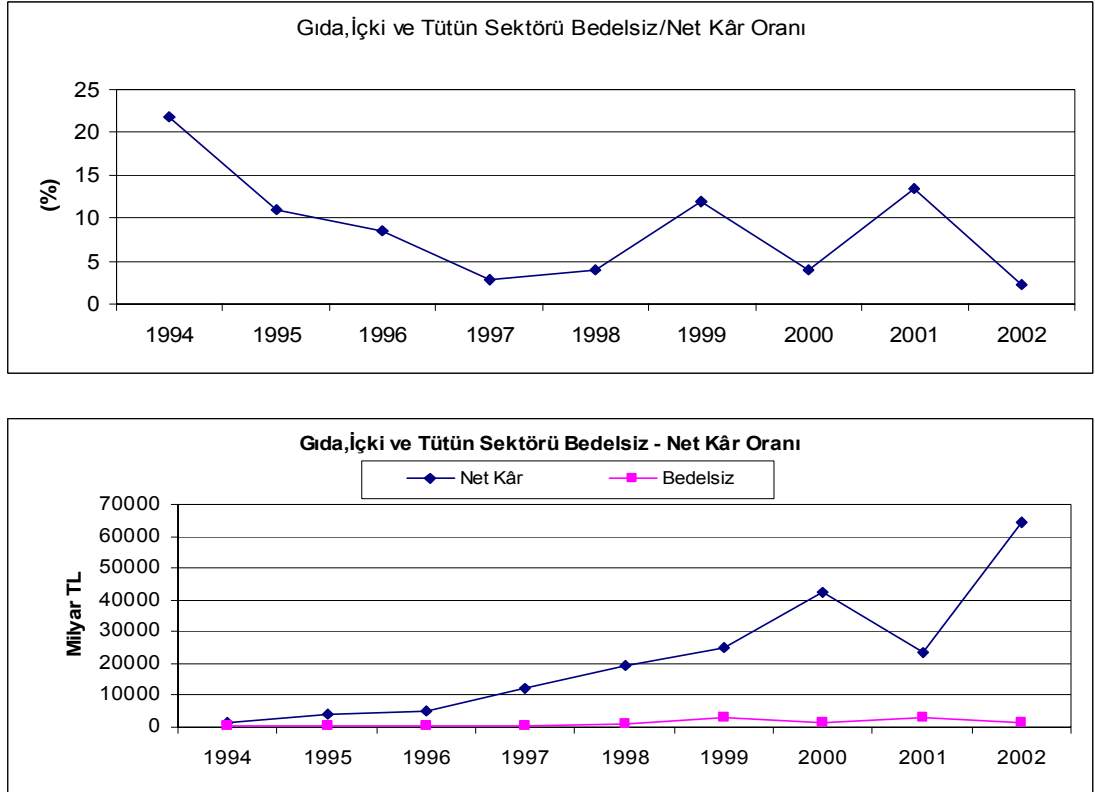
Şekil 3.6'da Gıda, İçki ve Tütün Sektöründe İşlem Gören Şirketlerin nakit + bedelsiz / net kâr oranları ve nakit + bedelsiz temettü ödemeleri - net kâr ilişkisi gösterilmiştir. 1994 – 2002 yılları arasında ortalama nakit + bedelsiz / net kâr oranı % 42,9'dur. Ödenen nakit temettü ve bedelsiz temettü toplam miktarları - net kârlar ile çok yakın bir eğilim içerisindedir.

Şekil 3.7: İMKB’de 1994 - 2002 Arasında Gıda, İçki ve Tütün Sektöründe İşlem Gören Şirketlerin Toplam Nakit Temettü/Net Kâr Oranı ve Toplam Nakit Temettü Ödemeleri - Net Kârları



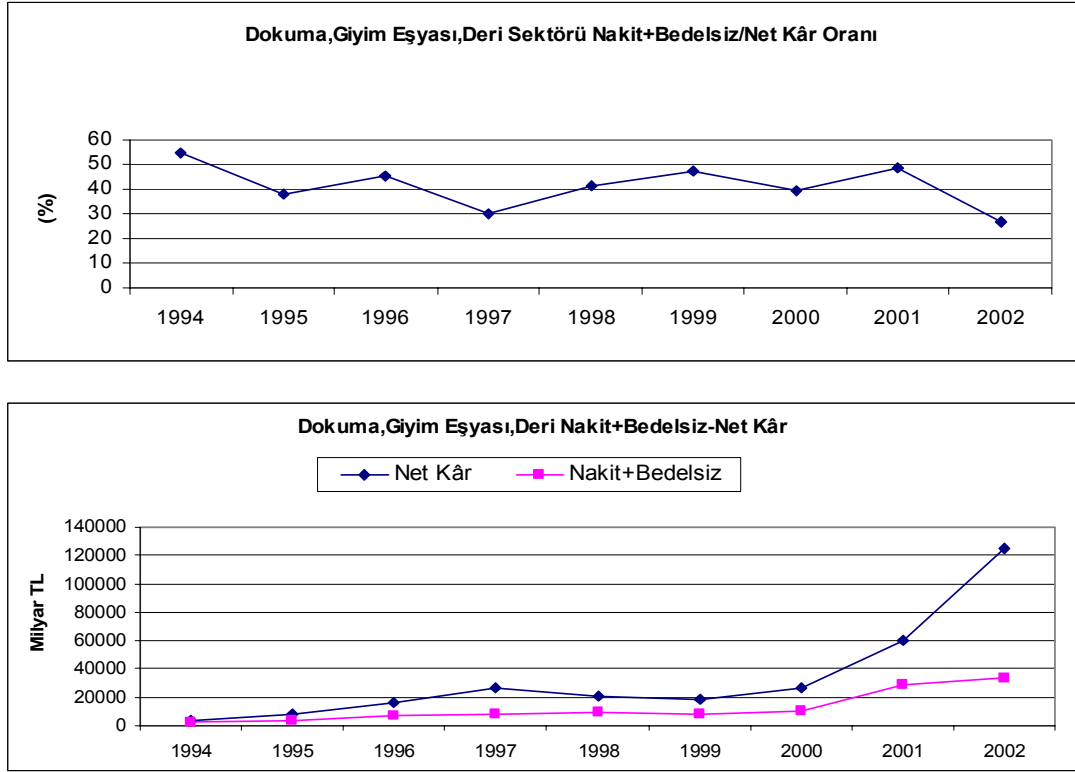
Sektörel olarak İMKB incelenecek olursa; Şekil 3.7’de 1994 – 2002 tarihleri arasında Gıda, İçki ve Tütün sektöründe işlem gören şirketlerin nakit temettü / net kâr oranları ve ödenen nakit temettü miktarları – net kârları gösterilmiştir. 1994 – 2002 yılları arasında gıda, içki ve tütün sektöründe işlem gören şirketlerin ortalama nakit temettü / net kâr oranı % 34’tür.

Şekil 3.8: IMKB’de 1994-2002 Arasında Gıda, İçki ve Tütün Sektöründe İşlem Gören Şirketlerin Toplam Bedelsiz Temettü/Net Kâr Oranı ve Toplam Bedelsiz Temettü Ödemeleri- Net Kârları



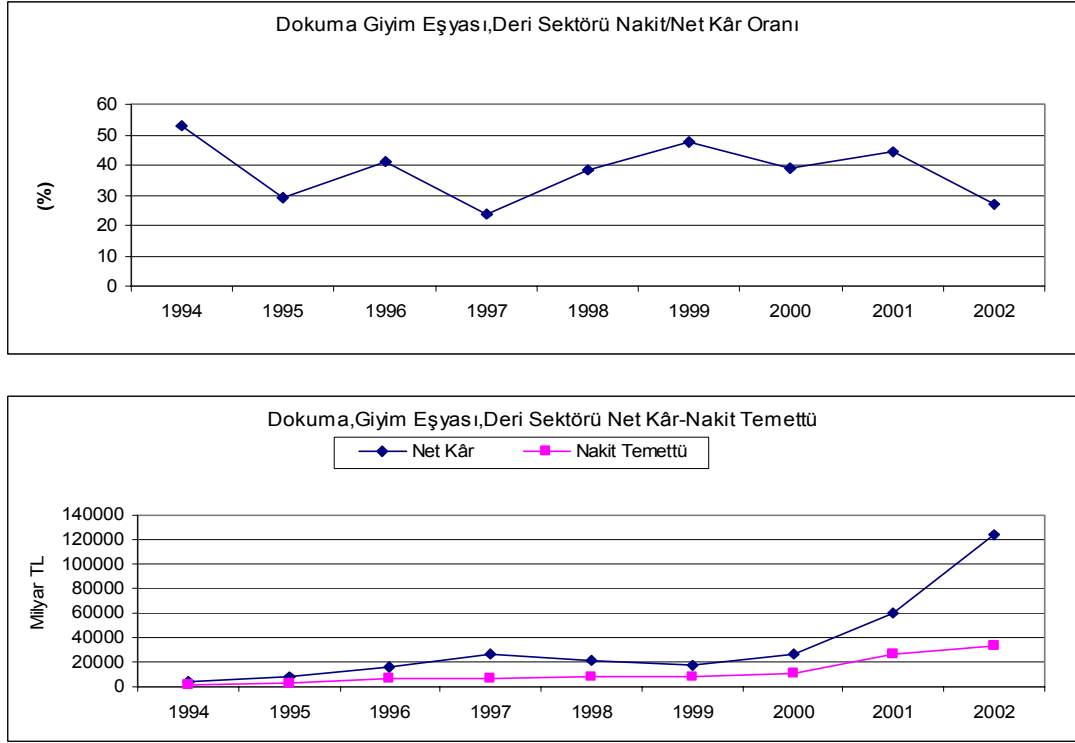
Şekil 3.8’de 1994 – 2002 yılları arasında Gıda, İçki ve Tütün sektöründe işlem gören şirketlerin bedelsiz / net kâr oranları ve ödenen bedelsiz temettü miktarları – net kâr ilişkisi görülmektedir. Ortalama bedelsiz / net kâr oranı %8,9’dur. Bedelsiz temettü ödemesi Gıda, İçki ve Tütün sektöründe net kârı izleyen bir eğilim içerisinde değildir. 1999 ve 2001 yıllarında bedelsiz temettü ödeme oranının artmasının nedenlerinden en önemlisi ekonomik kriz dönemlerinde şirketlerin kârlarını dağıtmayarak sermayeye ilave etmeleri olabilir.

Şekil 3.9: İMKB’de 1994-2002 Arasında Dokuma, Giyim Eşyası, Deri Sektöründe İşlem Gören Şirketlerin Toplam Nakit + Bedelsiz Temettü / Net Kâr Oranı ve Toplam Nakit + Bedelsiz Temettü Ödemeleri- Net Kârları



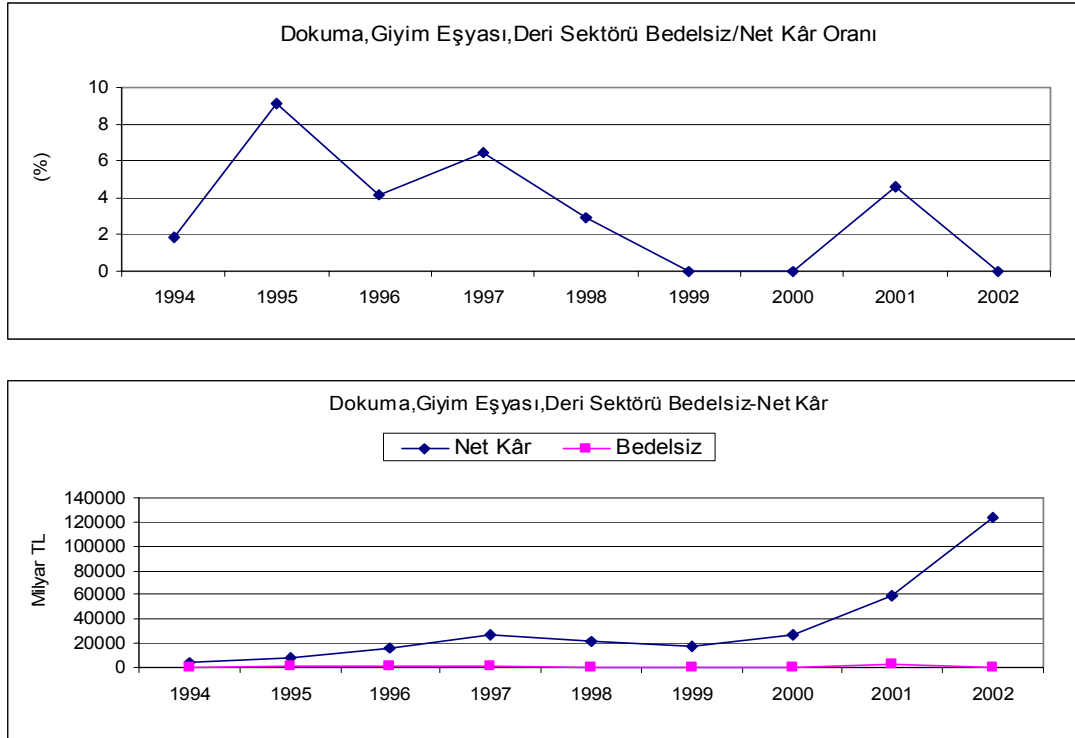
Şekil 3.9’da Dokuma, Giyim Eşyası, Deri Sektöründe İşlem Gören Şirketlerin nakit + bedelsiz / net kâr oranları ve nakit + bedelsiz temettü ödemeleri - net kâr ilişkisi gösterilmiştir. 1994 – 2002 yılları arasında ortalama nakit + bedelsiz / net kâr oranı % 41,3’tür. Ödenen nakit temettü ve bedelsiz temettü toplam miktarları - net kârlar ile çok yakın bir ilişki içerisindedir.

Şekil 3.10: İMKB’de 1994-2002 Arasında Dokuma, Giyim Eşyası, Deri Sektöründe İşlem Gören Şirketlerin Toplam Nakit Temettü/Net Kâr Oranı ve Toplam Nakit Temettü Ödemeleri- Net Kârları



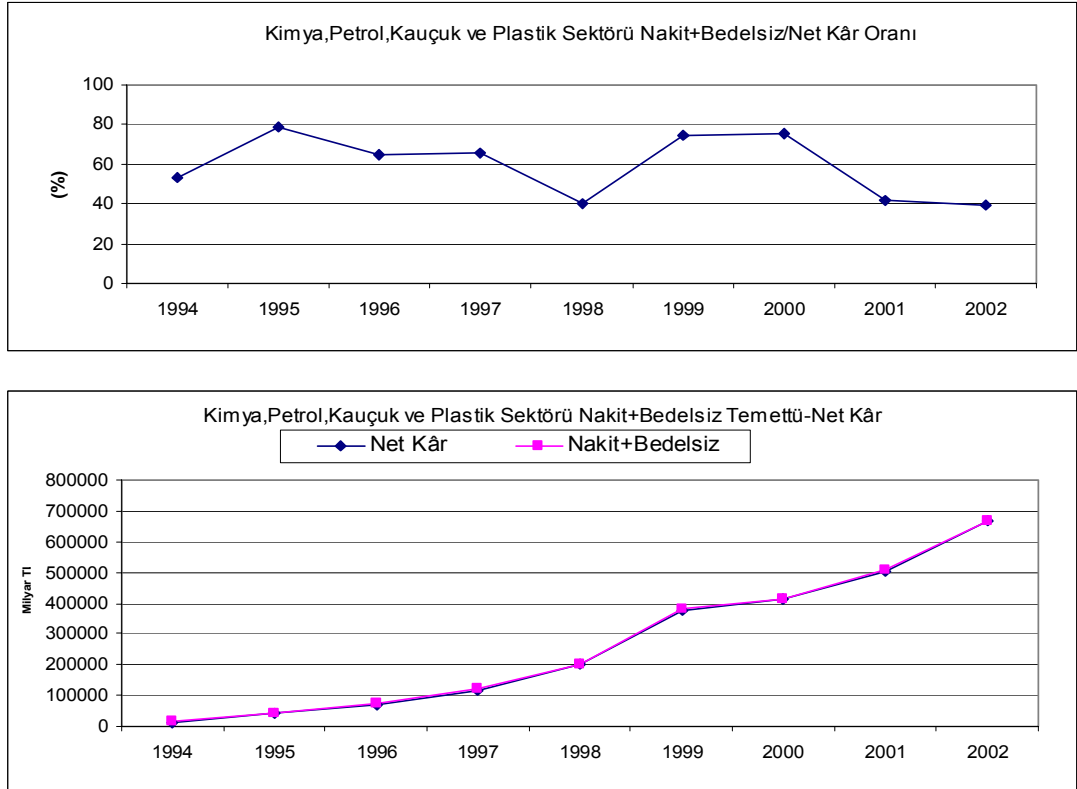
Şekil 3.10’da 1994 – 2002 tarihleri arasında Dokuma, Giyim Eşyası, Deri Sektöründe işlem gören şirketlerin nakit temettü / net kâr oranları ve ödenen nakit temettü miktarları – net kârları gösterilmiştir. 1994 – 2002 yılları arasında dokuma, giyim eşyası, deri sektöründe işlem gören şirketlerin ortalama nakit temettü / net kâr oranı % 38’dir.

Şekil 3.11: İMKB'de 1994-2002 Arasında Dokuma, Giyim Eşyası, Deri Sektöründe İşlem Gören Şirketlerin Toplam Bedelsiz Temettü/Net Kâr Oranı ve Toplam Bedelsiz Temettü Ödemeleri- Net Kârları



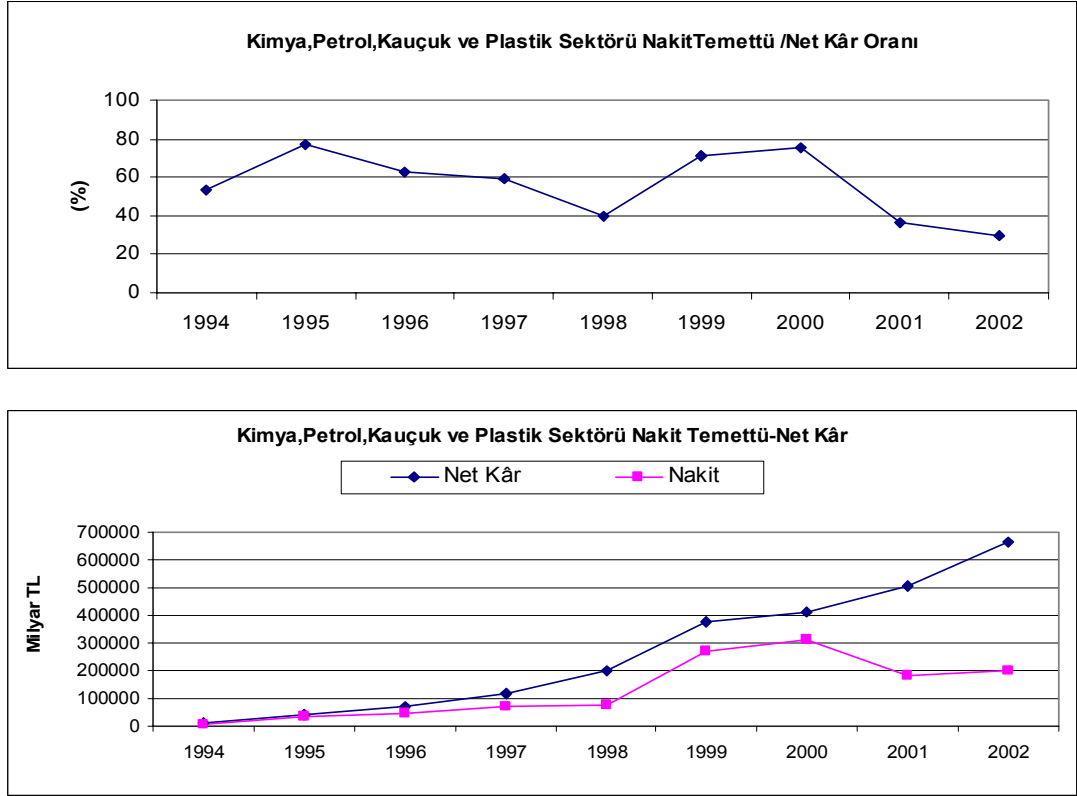
Şekil 3.11'de 1994 – 2002 tarihleri arasında Dokuma, Giyim Eşyası, Deri Sektöründe işlem gören şirketlerin bedelsiz / net kâr oranları ve ödenen bedelsiz temettü miktarı – net kâr ilişkisi görülmektedir. Ortalama bedelsiz / net kâr oranı % 3,2'dir. Dokuma, giyim eşyası, deri sektöründe 1999, 2000 ve 2002 yıllarında bedelsiz temettü ödemesi yapılmamıştır.

Şekil 3.12: İMKB’de 1994-2002 Arasında Kimya,Petrol,Kauçuk ve Plastik Sektöründe İşlem Gören Şirketlerin Toplam Nakit+Bedelsiz Temettü/Net Kâr Oranı ve Toplam Nakit+Bedelsiz Temettü Ödemeleri- Net Kârları



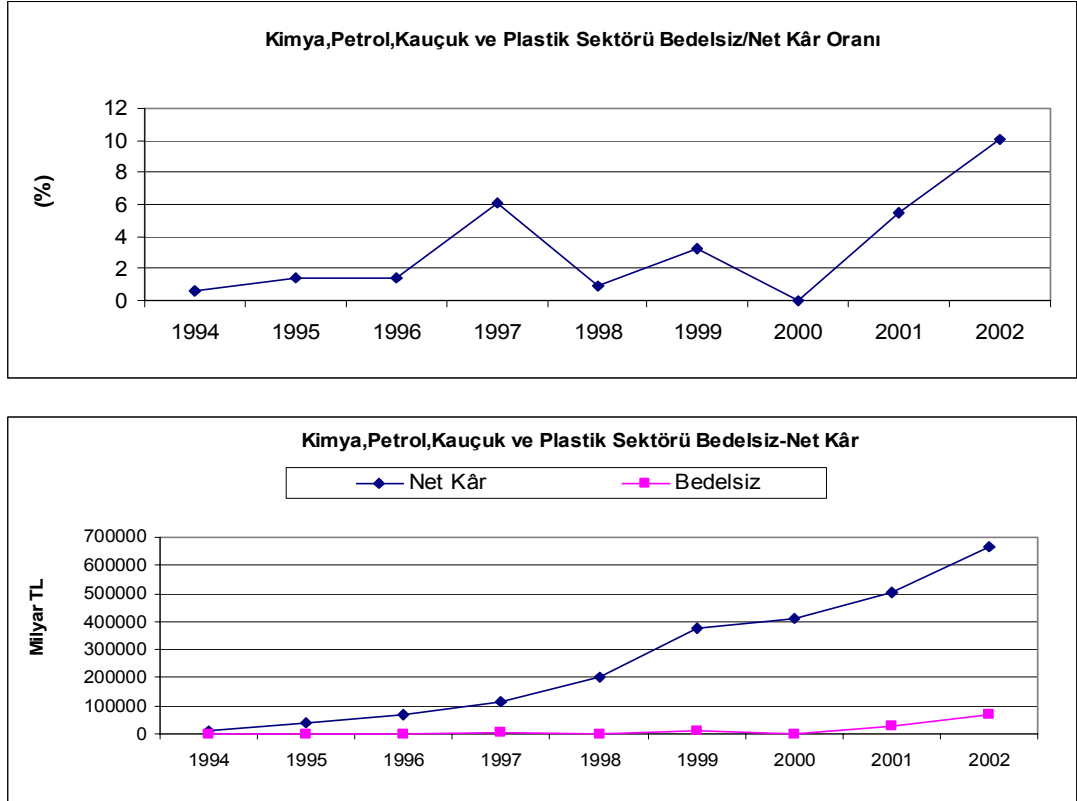
Şekil 3.12’de Kimya,Petrol,Kauçuk ve Plastik Sektöründe İşlem Gören Şirketlerin nakit + bedelsiz / net kâr oranları ve nakit + bedelsiz temettü ödemeleri - net kâr ilişkisi gösterilmiştir. 1994 – 2002 yılları arasında ortalama nakit + bedelsiz / net kâr oranı % 59,4’tür. Ödenen nakit temettü ve bedelsiz temettü toplam miktarları - net kârlar ile çok yakın bir eğilim içerisindedir.

Şekil 3.13: İMKB’de 1994-2002 Arasında Kimya,Petrol,Kauçuk ve Plastik Sektöründe İşlem Gören Şirketlerin Toplam Nakit Temettü/Net Kâr Oranı ve Toplam Nakit Temettü Ödemeleri- Net Kârları



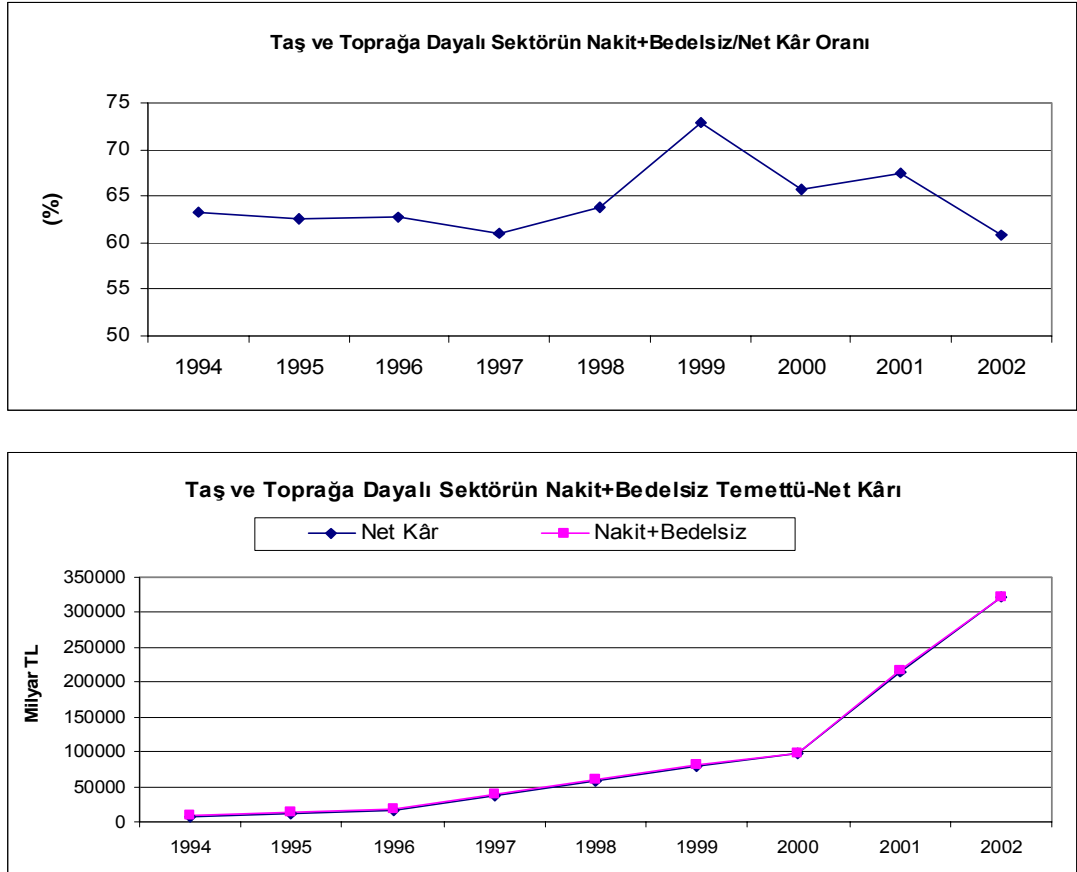
Şekil 3.13’de 1994 – 2002 tarihleri arasında Kimya,Petrol,Kauçuk ve Plastik Sektöründe işlem gören şirketlerin nakit temettü / net kâr oranları ve ödenen nakit temettü miktarları – net kârları gösterilmiştir. 1994 – 2002 yılları arasında Kimya,Petrol,Kauçuk ve Plastik sektöründe işlem gören şirketlerin ortalama nakit temettü / net kâr oranı % 56,1’dir.

Şekil 3.14: İMKB’de 1994-2002 Arasında Kimya,Petrol,Kauçuk ve Plastik Sektöründe İşlem Gören Şirketlerin Toplam Bedelsiz Temettü/Net Kâr Oranı ve Toplam Bedelsiz Temettü Ödemeleri- Net Kârları



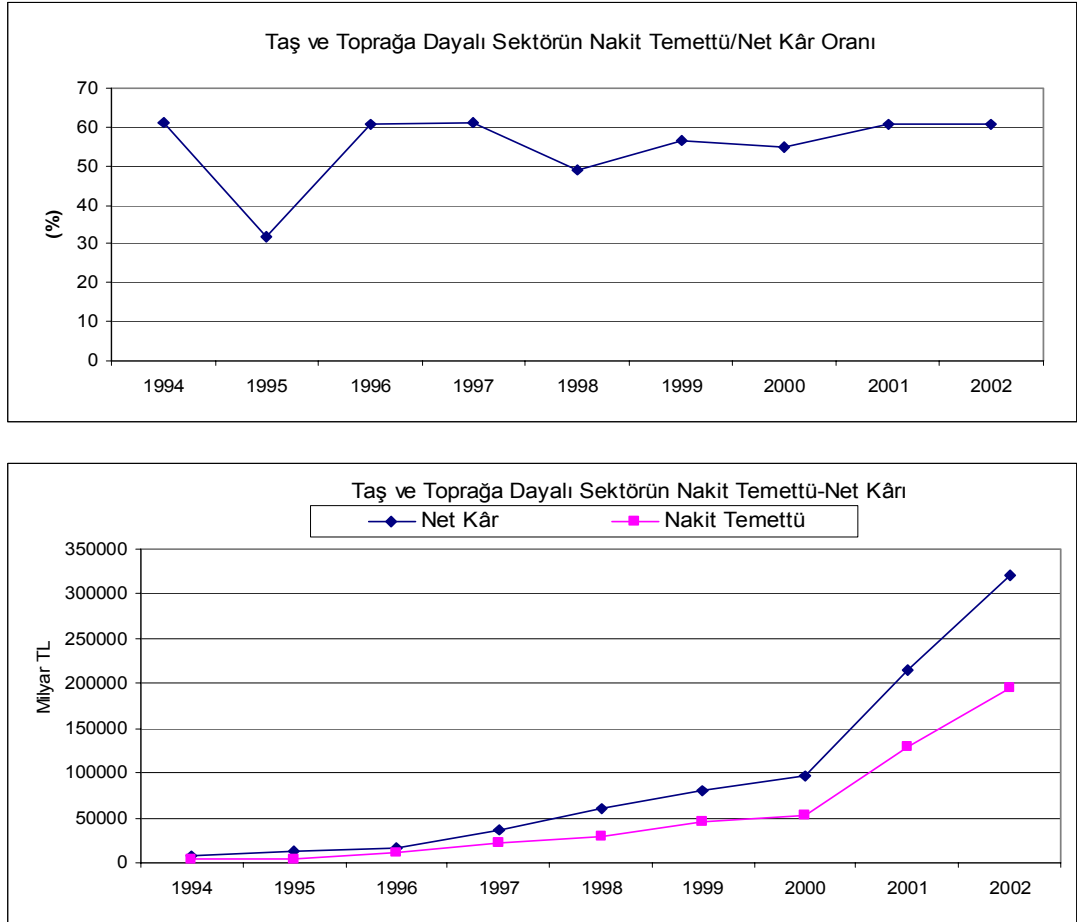
Şekil 3.14’de 1994 – 2002 tarihleri arasında Kimya,Petrol,Kauçuk ve Plastik Sektöründe işlem gören şirketlerin bedelsiz / net kâr oranları ve ödenen bedelsiz temettü miktarı – net kâr ilişkisi görülmektedir. Ortalama bedelsiz / net kâr oranı % 3,3’tür. Kimya,Petrol,Kauçuk ve Plastik sektöründe 2000 yılında bedelsiz temettü ödemesi yapılmamıştır.

Şekil 3.15: İMKB’de 1994-2002 Arasında Taş ve Toprağa Dayalı Sektörde İşlem Gören Şirketlerin Toplam Nakit+Bedelsiz Temettü/Net Kâr Oranı ve Toplam Nakit+Bedelsiz Temettü Ödemeleri- Net Kârları



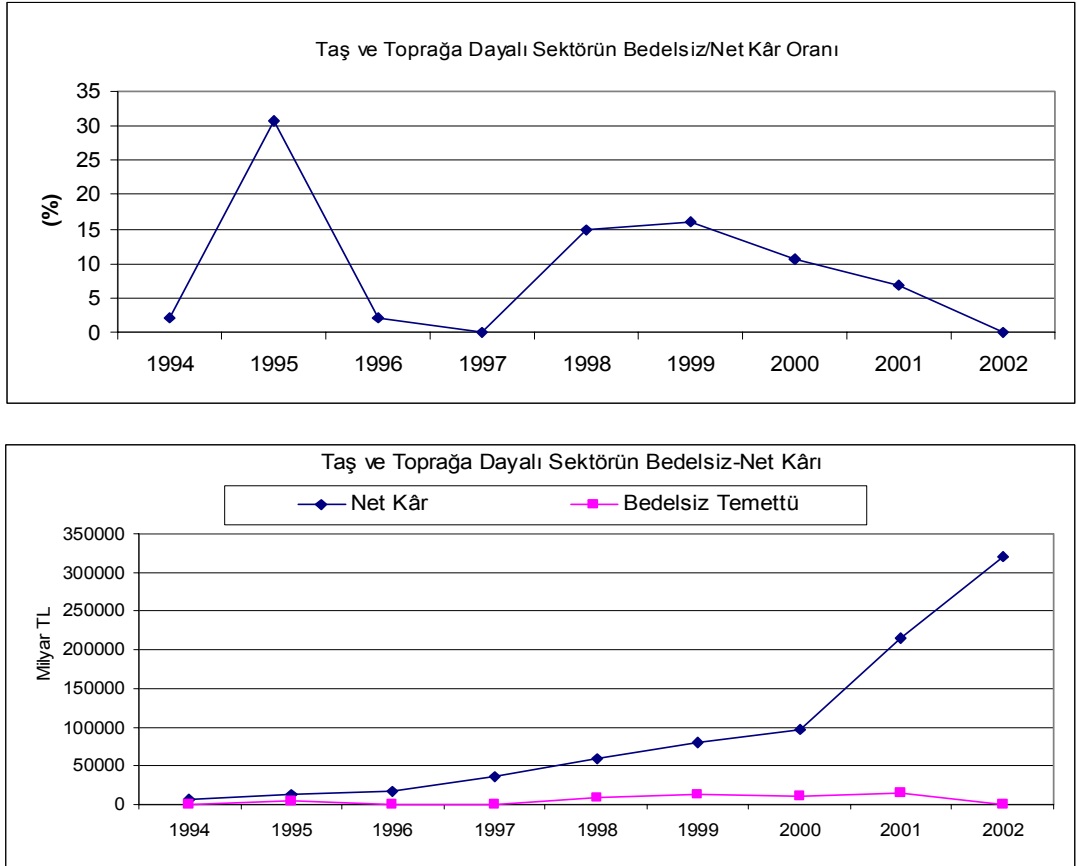
Şekil 3.15’de Taş ve Toprağa Dayalı Sektörde İşlem Gören Şirketlerin nakit + bedelsiz / net kâr oranları ve nakit + bedelsiz temettü ödemeleri - net kâr ilişkisi gösterilmiştir. 1994 – 2002 yılları arasında ortalama nakit + bedelsiz / net kâr oranı % 64,5’tir. Ödenen nakit temettü ve bedelsiz temettü toplam miktarları - net kârlar ile çok yakın bir eğilim içerisindedir.

Şekil 3.16: İMKB’de 1994-2002 Arasında Taş ve Toprağa Dayalı Sektörde İşlem Gören Şirketlerin Toplam Nakit Temettü/Net Kâr Oranı ve Toplam Nakit Temettü Ödemeleri- Net Kârları



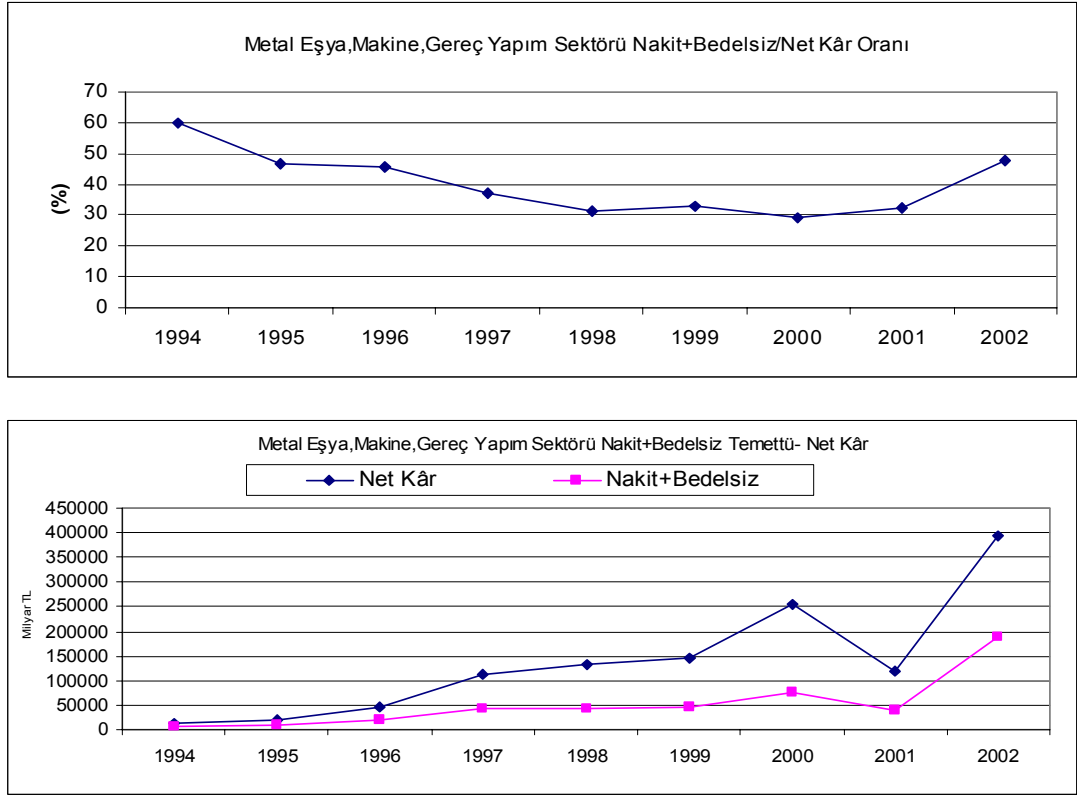
Şekil 3.16’da 1994 – 2002 tarihleri arasında Taş ve Toprağa Dayalı Sektörde işlem gören şirketlerin nakit temettü / net kâr oranları ve ödenen nakit temettü miktarları – net kârları gösterilmiştir. 1994 – 2002 yılları arasında taş ve toprağa dayalı sektöründe işlem gören şirketlerin ortalama nakit temettü / net kâr oranı % 55,2’dir. Taş ve Toprağa Dayalı Sektör düzenli olarak nakit temettü ödemesi yapan bir sektördür.

Şekil 3.17: İMKB’de 1994-2002 Arasında Taş ve Toprağa Dayalı Sektörde İşlem Gören Şirketlerin Toplam Bedelsiz Temettü/Net Kâr Oranı ve Toplam Bedelsiz Temettü Ödemeleri- Net Kârları



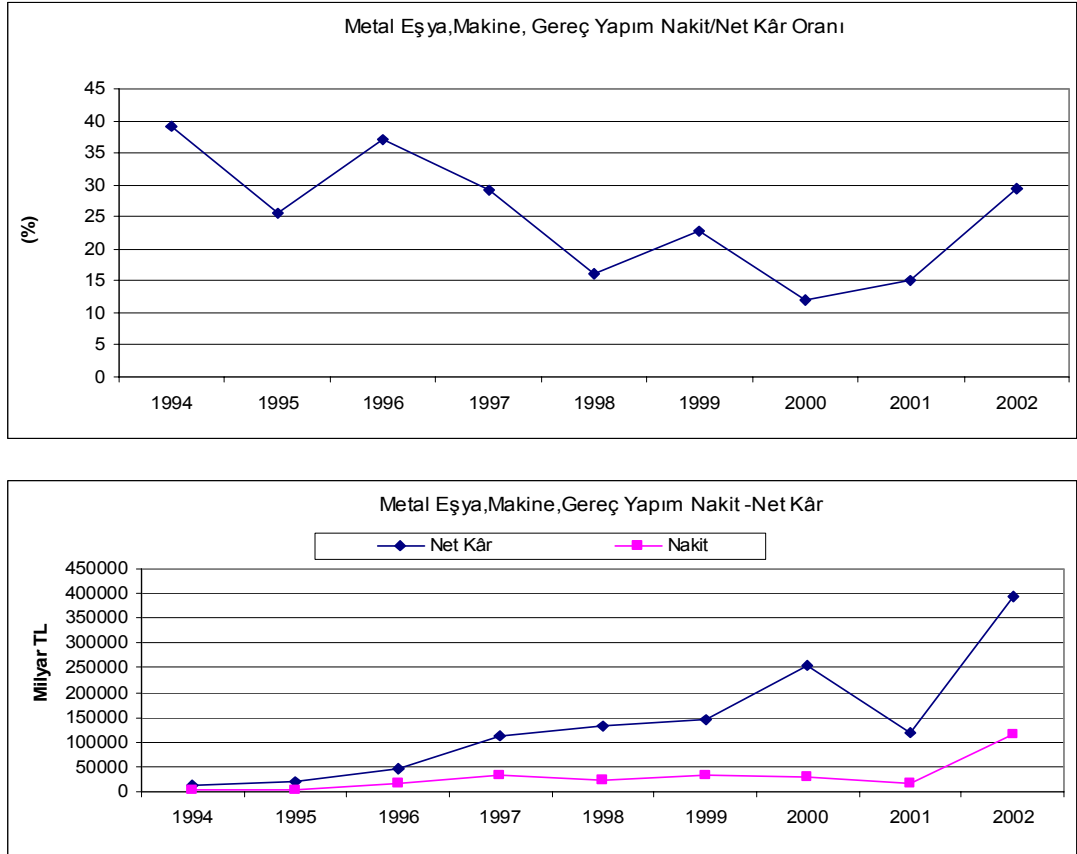
Şekil 3.17’de 1994 – 2002 tarihleri arasında Taş ve Toprağa Dayalı Sektörde işlem gören şirketlerin bedelsiz / net kâr oranları ve ödenen bedelsiz temettü miktarı – net kâr ilişkisi görülmektedir. Ortalama bedelsiz / net kâr oranı % 9,3’tür. Taş ve Toprağa Dayalı Sektörde 1997 ve 2002 yıllarında bedelsiz temettü ödemesi yapılmamıştır.

Şekil 3.18: İMKB’de 1994-2002 Arasında Metal Eşya, Makine, Gereç Yapım Sektöründe İşlem Gören Şirketlerin Toplam Nakit+Bedelsiz Temettü/Net Kâr Oranı ve Toplam Nakit+Bedelsiz Temettü Ödemeleri- Net Kârları



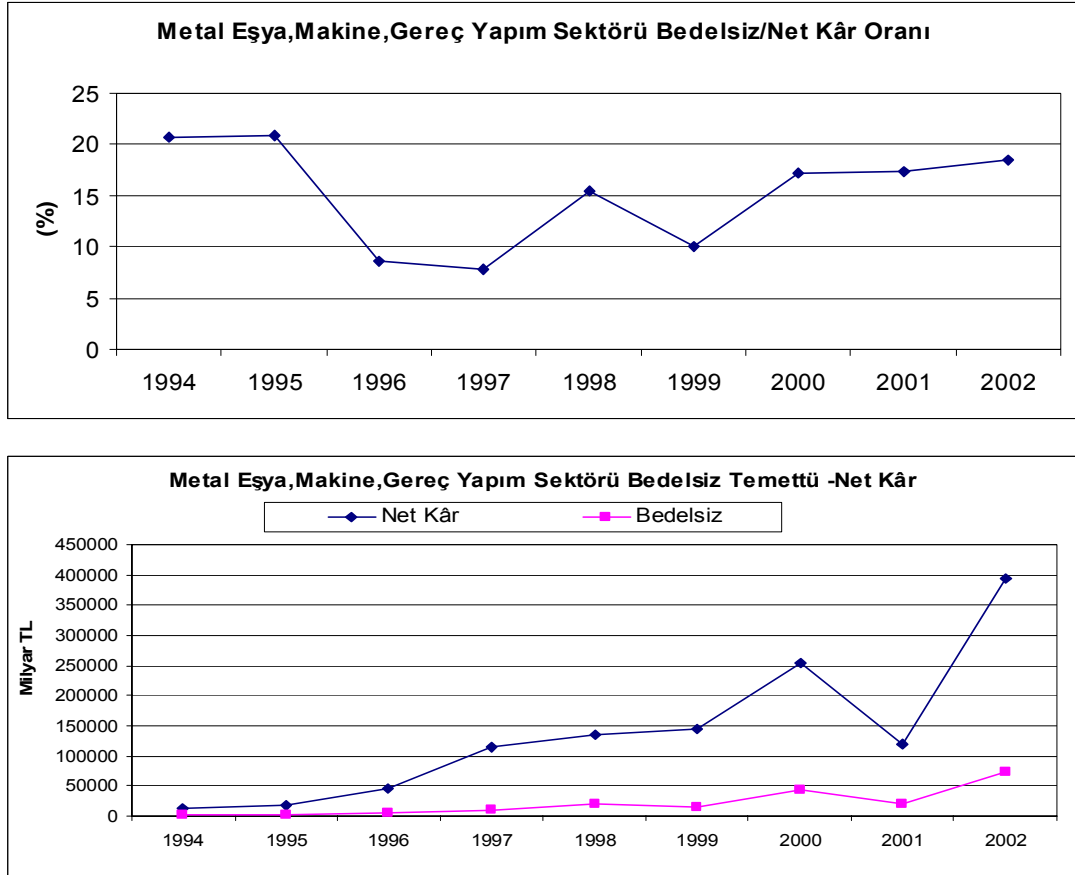
Şekil 3.18’de Taş ve Toprağa Dayalı Sektörde İşlem Gören Şirketlerin nakit + bedelsiz / net kâr oranları ve nakit + bedelsiz temettü ödemeleri - net kâr ilişkisi gösterilmiştir. 1994 – 2002 yılları arasında ortalama nakit + bedelsiz / net kâr oranı % 40,3’tür.

Şekil 3.19: İMKB’de 1994-2002 Arasında Metal Eşya, Makine, Gereç Yapım Sektöründe İşlem Gören Şirketlerin Toplam Nakit Temettü/Net Kâr Oranı ve Toplam Nakit Temettü Ödemeleri- Net Kârları



Şekil 3.19’da 1994 – 2002 tarihleri arasında Metal Eşya, Makine, Gereç Yapım Sektöründe işlem gören şirketlerin nakit temettü / net kâr oranları ve ödenen nakit temettü miktarları – net kârları gösterilmiştir. 1994 – 2002 yılları arasında taş ve toprağa dayalı sektörde işlem gören şirketlerin ortalama nakit temettü / net kâr oranı %25,2’dir.

Şekil 3.20: İMKB’de 1994-2002 Arasında Metal Eşya, Makine, Gereç Yapım Sektöründe İşlem Gören Şirketlerin Toplam Bedelsiz Temettü/Net Kâr Oranı ve Toplam Bedelsiz Temettü Ödemeleri- Net Kârları



Şekil 3.20’de 1994 – 2002 tarihleri arasında Metal Eşya, Makine, Gereç Yapım Sektöründe işlem gören şirketlerin bedelsiz / net kâr oranları ve ödenen bedelsiz temettü miktarı – net kâr ilişkisi görülmektedir. Ortalama bedelsiz / net kâr oranı % 15,2’dir.

Dördüncü Bölüm
İMKB'DE AMPİRİK BİR ÇALIŞMA

4.1. Araştırmanın Metodolojisi

Araştırma 1990 – 2002 yılları arasındaki dönemi kapsamaktadır. Bu dönemde yıllar itibariyle İMKB'de nakit temettü ödemesinde bulunan şirketlerin düzeltme hızları ve hedeflenen temettü ödeme oranlarının değişimi incelenmiştir. Ayrıca 1990 -2002 yılları arasında, analiz için yeterli veri elde edilmektedir. Tablo 4.1'de yıllar itibariyle analize tabi tutulan hisse senetleri sayıları yer almaktadır. Bu veriler İMKB'den elde edilmiştir.

Tablo 4.1: Analize Tabi Tutulan Dönemlerdeki Hisse Senetleri Sayısı

İMKB-100	
Dönemsel Regresyon Örneklem Sayısı	
1990-1991	70
1991-1992	71
1992-1993	87
1993-1994	96
1994-1995	90
1995-1996	91
1996-1997	103
1997-1998	79
1998-1999	52
1999-2000	55
2000-2001	46
2001-2002	48

Lintner'in çalışmasında kullandığı çoklu regresyon modeli kullanılmıştır.

Model,

$$\Delta D_{it} = A_i + C_i \cdot (r_i E_{it} - D_{i(t-1)}) + \varepsilon_{it} \quad \text{ve} \quad \Delta D_{it} = D_t - D_{t-1} \text{ 'dir.}$$

ΔD_{it} = i firması için t-1 döneminden t dönemine kadar hisse başına temettüdeki değişim

A_i = i firması için sabit terim

C_i = i firması için düzeltme katsayısının hızı

r_i = i firması için hedeflenen temettü ödeme oranı

E_{it} = i firması için t dönemindeki hisse başına net kâr

$D_{i(t-1)}$ = i firması için bir önceki dönem ödenen hisse başına temettü

ε_{it} = t döneminde i firması için hata terimi

Modelde ΔD_{it} yerine, $D_t - D_{t-1}$ yazılırsa Eşitlik (8)'e dönüşür.

$$D_t - D_{t-1} = A_i + C_i [r_i \cdot E_{it} - D_{i(t-1)}] + \varepsilon_{it} \quad (8)$$

Eşitlik(8) yeniden düzenlenirse Eşitlik (9)'a dönüşür.

$$D_t = A_i + C_i \cdot r_i \cdot E_{it} + (1 - C_i) \cdot D_{t-1} + \varepsilon_{it} \quad (9)$$

Eşitlik (9)'da $b = C_i \cdot r_i$ ve $d = 1 - C_i$ olarak ifade edilirse, Eşitlik (9), Eşitlik (10)'a dönüşür.

$$D_t = A_i + b \cdot E_{it} + d \cdot D_{i(t-1)} + \varepsilon_{it} \quad (10)$$

Yeni bir düzenleme ile $A_i = \alpha_i$, $b = \beta_1$ ve $d = \beta_2$ olarak yazıldığında Eşitlik (11) gibi ifade edilebilir.

$$D_t = \alpha_i + \beta_1 \cdot E_{it} + \beta_2 \cdot D_{i(t-1)} + \varepsilon_{it} \quad (11)$$

Burada, $\beta_1 = C_i \cdot r_i$ ve $\beta_2 = 1 - C_i$ 'dir.

4.2. İMKB-100 Şirketlerinin Düzeltme Hızları ve Hedeflenen Temettü Ödeme Oranları

Verilerin doğrusallığını test etmek için Durbin-Watson testi yapılmıştır. Durbin-Watson istatistik değeri 1,5 değerinden küçük ise seride pozitif otokorelasyon; 2,5 değerinden büyük ise seride negatif korelasyon olurken bu istatistik değeri 1,5 ile 2,5 arasında bir değer alıyorsa, yani 2'ye yakın ise seride önemli bir otokorelasyon yoktur (Kadılar , 102 ; 2005). Tablo 4.2'den de görüldüğü üzere İMKB-100'de Durbin-Watson testi yapıldığında seride otokorelasyonun olmadığı görülmektedir.

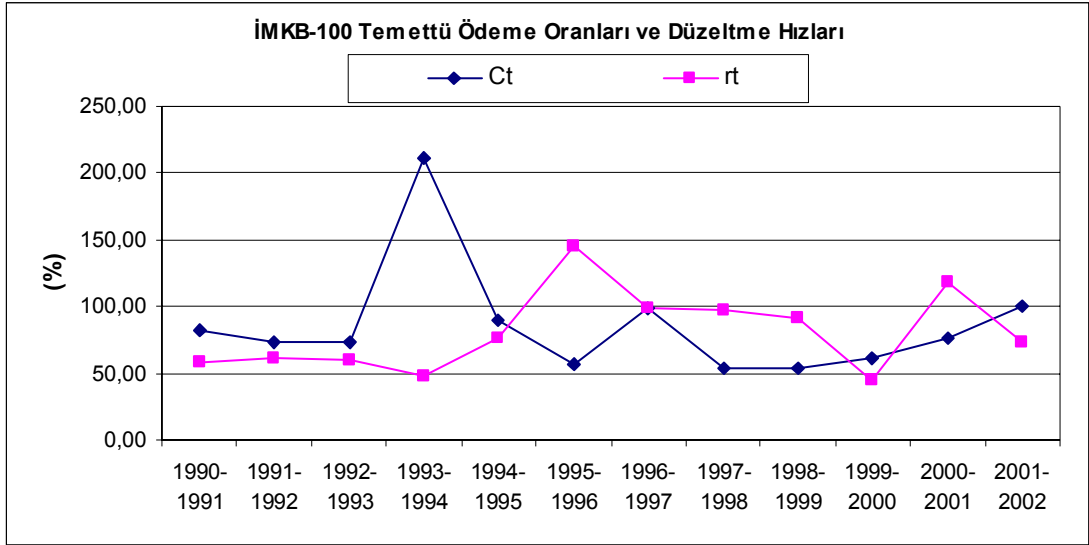
Tablo 4.2: İMKB-100 Şirketlerinin Düzeltme Hızları ve Hedeflenen Temettü Ödeme Oranları

dönem	İMKB-100						Durbin-Watson
	α	β_1	β_2	R^2	C_t	r_t	
1990-1991	17,262	0,477	0,179	0,958	0,821	0,580999	1,702
t-sta	(0,915)	(21,023)	(10,825)				
1991-1992	26,827	0,448	0,27	0,956	0,73	0,613699	1,965
t-sta	(1,009)	(24,595)	(5,622)				
1992-1993	108,192	0,443	0,265	0,953	0,735	0,602721	1,927
t-sta	(2,834)	(26,163)	(8,82)				
1993-1994	325,896	1,018	-1,109	0,944	2,109	0,482693	1,818
t-sta	(1,657)	(29,912)	(-6,036)				
1994-1995	-338,435	0,688	0,098	0,932	0,902	0,762749	1,917
t-sta	(-4,142)	(15,316)	(6,026)				
1995-1996	-749,752	0,822	0,432	0,985	0,568	1,447183	2,216
t-sta	(-9,428)	(20,55)	(4,186)				
1996-1997	-1,015	0,968	0,018	0,98	0,982	0,985743	1,907
t-sta	(-6,926)	(58,819)	(1,032)				
1997-1998	-614,657	0,52	0,468	0,994	0,532	0,977444	1,988
t-sta	(-5,285)	(11,853)	(8,632)				
1998-1999	-381,69	0,493	0,462	0,998	0,538	0,916357	2,035
t-sta	(-3,135)	(6,858)	(4,993)				
1999-2000	4,153	0,275	0,383	0,999	0,617	0,445705	1,643
t-sta	(0,099)	(10,82)	(10,915)				
2000-2001	-726,225	0,9	0,243	1	0,757	1,188904	2,223
t-sta	(-4,314)	(23,046)	(1,188)				
2001-2002	-399,341	0,738	0,002	0,862	0,998	0,739479	1,415
t-sta	(-1,802)	(17,246)	(0,533)				

Tablo 4.2’de dönemlere ait düzeltme hızları ve temettü ödeme oranları verilmektedir. 1990-1991 dönemine bakıldığında düzeltme hızı %82,1 ve temettü ödeme oranı %58,09’dur. 1991-1992 döneminde artan şirket kârlılıklarıyla birlikte düzeltme hızı %73 ve temettü ödeme oranı %63 olarak hesaplanmıştır. 1992-1993 döneminde düzeltme hızı %73 ve temettü ödeme oranı %60’tır. 1991-1992 ve 1992-1993 dönemlerindeki düzeltme katsayıları, temettü ödeme oranları birbirlerine çok yakındır. Ancak 1993-1994 dönemindeki düzeltme hızı %210 ve temettü ödeme oranı %48’dir. 1994 dönemindeki ekonomik krizin olumsuz etkisine rağmen, 1993-1994 dönemindeki düzeltme hızındaki çok büyük artışın sebebi 1994 sonrası dönemde temettü üzerinden alınacak vergidir. Şirketler vergi vermemek için temettü oranları düşmesine rağmen nakit temettünün düzeltme hızını arttırmıştır. 1994-1995 dönemindeki düzeltme hızı %90 ve temettü ödeme oranı %76’dır. 1995-1996 dönemindeki düzeltme hızı %57 ve temettü ödeme oranı %145’tir. Bu dönemde hedeflenen temettü ödemesindeki artışın sebebi şirketlerin kârlılıklarındaki artış ve dağıtılmayan kârlarından yaptıkları temettü ödemeleridir. 1996-1997 dönemindeki düzeltme katsayısı hızı %98 ve hedeflenen temettü ödeme oranı %99’dur. 1997-1998 dönemindeki düzeltme hızı %53 ve temettü ödeme oranı %98’dir. 1997-1998 dönemindeki temettü ödeme oranı, 1996-1997 dönemindeki temettü ödeme oranından önemli ölçüde farklı değildir. Fakat 1997-1998 dönemindeki düzeltme hızı 1996-1997 döneminden farklıdır. 1998’deki ekonomik krizde şirketler düzeltme hızlarını düşürmüşlerdir. 1998-1999 dönemindeki düzeltme katsayısı hızı %54 ve hedeflenen temettü ödeme oranı %92’dir. 1999-2000 dönemindeki düzeltme hızı %62 ve temettü ödeme oranı %45’tir. Şirketlerin 1998-1999 ve 1999-2000 dönemlerinde net kârlılıkları artmıştır. Şirketler artan kârlılıklarına rağmen temettü ödeme oranlarını azalttıkları görülmektedir. Bu dönemlerde şirketlerin kârlarını dağıtmayarak oto finansman yapmışlardır ve dağıtmadıkları kârlarını yatırıma dönüştürmüşlerdir. 2000-2001 dönemindeki düzeltme hızı %76 ve temettü ödeme oranı %118’dir. 2000-2001 döneminde şirketlerin ekonomik krize rağmen yüksek temettü ödeme oranına sahip olmalarının nedeni şirketlerin temettü dağıtarak piyasa değerlerini korumak istemeleridir. 2001-2002 dönemindeki düzeltme hızı %100 ve temettü ödeme oranı %74’tür. 2001-2002 dönemindeki düzeltme hızındaki artışın sebebi ekonomik durumdaki düzelmedir. Fakat, 2001-2002 dönemindeki temettü

ödeme oranı, şirketlerin muhtemel yatırım fırsatlarına sahip olacaklarını düşünmelerini ve dağıtılmayan kârlarını yatırım fırsatlarında kullanmak üzere arttırdıklarını göstermektedir.

Şekil 4.1: İMKB-100 Temettü Ödeme Oranları ve Düzeltme Hızları



Şekil 4.1’de İMKB-100’deki şirketlerin temettü ödeme oranları ve düzeltme hızları görülmektedir. Düzeltme hızlarının arttığı dönemlerde temettü ödeme oranı azalmaktadır.

4.3 İmalat Sanayinin Düzeltme Hızları ve Hedeflenen Temettü Ödeme Oranları

Tablo 4.3: İmalat Sanayinin Düzeltme Hızları ve Hedeflenen Temettü Ödeme Oranları

imalat sanayi						
dönem	α	β_1	β_2	R^2	C_t	r_t
1990-1991	10,594	0,715	0,351	0,962	0,649	1,101695
t-sta	(0,6)	(22,472)	(11,048)			
1991-1992	49,046	0,841	0,193	0,957	0,807	1,042131
t-sta	(1,315)	(20,353)	(4,665)			
1992-1993	125,609	0,889	0,084	0,942	0,916	0,970524
t-sta	(2,397)	(18,492)	(2,124)			
1993-1994	309,578	1,153	-0,214	0,962	1,214	0,949753
t-sta	(3,907)	(26,907)	(-5,003)			
1994-1995	-116,329	0,801	0,005	0,641	0,995	0,805025
t-sta	(-0,934)	(10,492)	(0,072)			
1995-1996	-197,342	0,801	0,225	0,894	0,775	1,033548
t-sta	(-2,786)	(16,553)	(4,64)			
1996-1997	-54,301	0,911	0,075	0,856	0,925	0,984865
t-sta	(-0,503)	(19,537)	(1,612)			
1997-1998	-24,618	0,762	0,051	0,591	0,949	0,80295
t-sta	(-0,178)	(8,716)	(0,588)			
1998-1999	116,849	0,881	-0,043	0,748	1,043	0,844679
t-sta	(1,142)	(10,041)	(-0,489)			
1999-2000	-32,616	0,7	0,299	0,996	0,701	0,998573
t-sta	(-0,635)	(8,528)	(3,644)			
2000-2001	-274,032	0,662	0,29	0,785	0,71	0,932394
t-sta	(-1,886)	(6,012)	(2,636)			
2001-2002	-846,496	0,216	0,776	0,959	0,224	0,964286
t-sta	(-4,937)	(2,302)	(8,287)			

Tablo 4.3’de dönemler itibariyle İMKB imalat sanayinin düzeltme hızları ve temettü ödeme oranları görülmektedir. 1990-1991 dönemindeki düzeltme hızı %65 ve temettü ödeme oranı %110’tir. 1991-1992 döneminde imalat sanayide işlem gören şirketlerin kârlılıklarında meydana gelen artış ile düzeltme hızı %81’dir. Fakat temettü ödeme oranının %104’e düştüğü görülmektedir. 1992-1993 döneminde düzeltme hızı %92 ve temettü oranı %97’dir. İmalat sanayinin 1993-1994 dönemi İMKB-100’deki aynı dönem ile benzer davranışı göstermektedir. 1993-1994 döneminde imalat sanayinde düzeltme hızı %121. Ancak, 1993-1994 dönemindeki

temettü ödeme oranı %95'dir ve düzeltme hızındaki artışın sebebi 1994 yılından sonra temettü üzerinden alınmaya başlanan temettü geliri vergisidir. Vergi uygulamasının başladığı 1994-1995 dönemindeki düzeltme hızı %96'e düşmüştür ve temettü ödeme oranı %81'dir. 1995-1996 dönemindeki düzeltme hızı %78 ve temettü ödeme oranı %103'tür. 1996-1997 dönemindeki düzeltme hızı %93 ve temettü ödeme oranı %98'dir. 1995 ile 1997 arasındaki dönem şirket kârlılıklarının arttığı dönemdir. 1997-1998 döneminde düzeltme hızı %95 ve temettü ödeme oranı %80'dir. 1998 krizinin etkisiyle imalat sanayinin temettü ödeme oranı düşmüştür. 1998-1999 döneminde düzeltme hızı %104 ve temettü ödeme oranı %84'tür. 1999-2000 dönemindeki düzeltme hızı %70 ve temettü ödeme oranı %100'dür. İmalat sanayinde bulunan şirketler şirket kârlılıklarının büyük miktarlarını dağıtan şirketlerdir ve 1999-2000 dönemindeki borsada yaşanan olumlu gelişmeler yatırımcıların elde ettikleri temettülere de yansımıştır. 2000-2001 döneminde düzeltme hızı %71 ve temettü ödeme oranı %93'tür. Düzeltme hızındaki ve temettü ödeme oranındaki düşüşün sebebi 2001 yılındaki ekonomik krizin etkisidir. 2001-2002 dönemindeki düzeltme hızı %22 ve temettü ödeme oranı %96'dır ve bu dönemdeki düzeltme hızındaki düşüş dikkat çekicidir. Büyük bir ekonomik krizin içinden çıkmış olan şirketler bu dönemde şirket kârlılıklarını arttırmaya başladılar ve bu nedenle gelecek dönemlerde yapacakları yatırımları finanse etmek amacıyla mevcut kârlarını dağıtmayarak yapacakları yatırımları finanse etmek için kullandıkları düşünülmektedir.

4.4. Finansal Kurumların Düzeltme Hızları ve Hedeflenen Temettü Ödeme Oranları

Tablo 4.4’de 1990-2002 dönemleri arasındaki düzeltme hızları ve temettü ödeme oranları görülmektedir. İMKB’de işlem gören finansal şirketlerden temettü ödemesinde bulunanların sayılarının regresyon yapmak için yetersizdir.

Tablo 4.4: Finansal Kurumların Düzeltme Hızları ve Hedeflenen Temettü Ödeme Oranları

Finansal Kurumlar						
dönem	α	β_1	β_2	R^2	C_t	r_t
1990-1991	71,132	0,117	0,153	0,754	*	0,138135
t-sta	(0,95)	(0,713)	(0,23)			
1991-1992	-18,806	0,771	0,195	0,845	0,805	0,957764
t-sta	(-0,324)	(4,82)	(1,217)			
1992-1993	24,744	0,776	0,227	0,886	0,773	1,003881
t-sta	(0,44)	(6,472)	(1,897)			
1993-1994	90,732	0,737	-0,044	0,549	1,044	0,705939
t-sta	(0,749)	(4,376)	(-0,261)			
1994-1995	225,222	0,502	0,046	0,26	0,954	0,526205
t-sta	(1,684)	(2,31)	(0,21)			
1995-1996	37,129	0,409	0,511	0,658	0,489	0,836401
t-sta	(0,26)	(2,112)	(2,638)			
1996-1997	386,644	0,071	0,165	0,037	*	0,08503
t-sta	(2,415)	(0,319)	(0,736)			
1997-1998	-126,215	0,606	0,39	0,614	0,61	0,993443
t-sta	(-0,98)	(3,443)	(2,22)			
1998-1999	148,286	0,025	0,301	0,086	*	0,035765
t-sta	(0,431)	(0,05)	(0,596)			
1999-2000	-320,42	0,587	0,54	0,729	0,46	1,276087
t-sta	(-1,488)	(2,229)	(2,052)			
2000-2001	234,094	0,002	0,874	0,766	*	0,015873
t-sta	(0,71)	(0,006)	(2,539)			
2001-2002	78,637	0,522	0,537	0,453	*	1,12743
t-sta	(0,968)	(0,98)	(1,009)			

* Bu dönemlerde yeterli veri elde edilememiştir ve düzeltme hızları bulunamamıştır.

1991-1992 dönemindeki düzeltme hızı %81 ve temettü ödeme oranı %96’dır. 1992-1993 dönemindeki düzeltme hızı %77 ve temettü ödeme oranı %100’dür ve 1992-1993 döneminde temettü ödeme oranı artarken, temettü düzeltme hızı düşmüştür. 1993-1994 döneminde, 1994 ekonomik krizin etkisi ve vergi etkisi görülmektedir. 1993-1994 döneminde düzeltme hızı %104 ve temettü ödeme oranı

%71'dir ve bu dönemde temettü ödeme oranı düşmesine rağmen düzeltme hızı artmıştır. 1995-1996 döneminde artan şirket kârlılıklarıyla birlikte temettü oranı da artmıştır ve temettü ödeme oranı %84'tür. Ancak 1995-1996 dönemindeki düzeltme hızı %50'dir. Bu dönemde şirketler dağıtılmayan kârlarını arttırmışlardır. 1997-1998 dönemindeki düzeltme hızı %61 ve temettü ödeme oranı %99'dur. 1998 ekonomik krizine rağmen şirketler temettü ödeme oranlarını ve düzeltme hızlarını arttırmışlardır. Finansal kurumlardaki şirketler piyasa değerlerini korumak için temettü ödeme oranlarını ve düzeltme hızını arttırmışlardır. 1999-2000 dönemindeki düzeltme hızı %46 ve temettü ödeme oranı %127'dir. Genelde finansal şirketlerin kârlılıklarının arttığı dönemlerde temettü ödeme oranlarını arttırdıkları ve düzeltme hızlarını düşürdüğü görülmektedir.

SONUÇ

Tasarruf sahiplerinin anonim ortaklıklarda pay sahibi olmaları sonucunda elde ettikleri en önemli haklardan bir tanesi, ortaklığın elde ettiği safi kârdan pay alma hakkıdır. Hisse senedi sahiplerinin bu haklarına istinaden elde edecekleri kâr payı tutarı, şirketlerin oluşturdukları temettü politikaları çerçevesinde belirlenmektedir. Temettü politikası Teorilerinde, şirketlerin izledikleri temettü politikalarının şirket değeri üzerindeki etkisine ilişkin birçok çalışma yapılmış olmasına rağmen, bu konuda bir görüş birliği sağlanamamıştır. Uygulamada şirketlerin temettü politikalarının oluşumunda ise, temettü politikalarının şirket değeri üzerindeki etkisine ilişkin teorik yaklaşımlar göz önüne alınmakla birlikte, yasal sınırlamalar, vergi düzenlemeleri, yatırım olanakları, likidite durumu, finansman olanakları ve karların istikrarı gibi unsurlar etkin olmaktadır.

Çalışmanın amacı, İMKB’de işlem gören ve nakit temettü ödemesinde bulunan şirketlerin 1990-2002 dönemine ait veriler kullanılarak, İMKB’de temettü ödeme oranları ve düzeltme hızları davranışını incelemektir.

Çalışma dört bölümden oluşmaktadır. Birinci bölümde, finansal piyasalar, Türkiye’de menkul kıymetler piyasasının gelişimi, hisse senedi kavramı, kâr-temettü ilişkisi, firma değeri ve temettü politikasının şirketler için önemi anlatılmaktadır.

İkinci bölümde, temettü politikası teorileri mükemmel piyasalarda temettü politikası ve mükemmel olmayan piyasalarda temettü politikaları gibi kavramlar, temettü politikasının şirket değeri üzerine olan etkileri irdelenmektedir.

Üçüncü bölümde, temettü politikasını etkileyen temel unsurlar verilerek; temettü dağıtım politikaları, temettü ödeme yöntemleri detaylı bir biçimde incelenmektedir. Ortaya çıkan genel sonuçlar, Türkiye’deki temettü politikasının önemiyle ilişkilendirilmektedir.

Dördüncü bölümde ise, İMKB’de işlem gören ve temettü ödemesinde bulunan şirketlerin nakit temettü ödemeleri İMKB-100, imalat sanayi ve finansal kurumlar ayrımına tabi tutulmuş ve nakit temettü ödeme oranları ve temettü dağıtım hızları analiz edilmektedir.

1990-2002 dönemi ayrı ayrı 12 aylık dönemler itibariyle incelendiğinde yasal düzenlemelerin ve ekonomik krizlerin İMKB’de, imalat sanayinde ve finansal kurumların temettü ödemelerinde etkisinin olduğu görülmektedir. 1986 – 1994 döneminde 3239 sayılı Kanunla yapılan değişikliklerle, iki önemli düzenleme yapılmıştır. Bunlardan birincisi, kurumlar vergisi oranının %40’dan, %46’ya yükseltilmesi, ikincisi de, kâr payı elde eden kişilerin, beyan zorunluluklarının kaldırılmasıdır. Özellikle 1990-1994 döneminde temettü üzerinden vergi ödenmemesi nedeniyle firmalar nakit temettü ödemesine öncelik vermişlerdir ve 1995-2002 döneminde nakit yerine bedelsiz temettü ödemelerini artırmaları vergi etkisinin bir sonucudur. Ülkemizde 1994 öncesinde anonim ortaklıkların ayırmış oldukları yedek akçeleri sermayelerine ekleyerek ortaklarına hisse senedi vermeleri halinde sermaye eklenen ihtiyat ve provizyonların ayrıldıkları tarihe göre ek bir vergi yükü doğurmaları söz konusu iken, Kurumlar Vergisi Kanunu’nun konuyu düzenleyen geçici 13 ncü maddesi 1/1/1994 tarihinden itibaren geçerli olmak üzere 3946 sayılı yasa ile yürürlükten kaldırıldığından, bu tür bir işlem kurum açısından ek bir vergi yükü getirmemektedir. Şirketler, 1994’ten itibaren bedelsiz temettü ödemeye başlamışlardır. Ayrıca 1994, 1998 ve 2001 ekonomik krizlerinde şirketlerin temettü ödeme oranları ile düzeltme katsayısı hızları büyüme dönemindeki hedeflenen temettü ödeme oranları ve düzeltme katsayılarından farklıdır. Hedeflenen temettü oranı ile düzeltme katsayısı arasındaki ilişki İMKB-100’de ekonomik krizlerin büyüklüğüyle ilgilidir. 1994 krizinde İMKB şirketlerinin net kârlılıklarının azaldığı ve dolayısıyla temettü ödeme oranlarının da düştüğü gözlenmiştir. Ancak bu dönemde düzeltme katsayısı hızları artmıştır. Bunun nedeni 1994 sonrası temettü üzerinden vergi alınmasıdır. 1998 ekonomik krizinde ise şirketler düzeltme katsayısı hızlarını düşürmüşlerdir. 1999 dönemindeki bedelsiz hisse senedindeki artışın sebebi ise vergi tercihidir. Çünkü 1999 başından itibaren normal kurum kazançlarının nakden dağıtımına bağlı olarak stopaj doğmakta fakat aynı kâr sermayeye ilave edilirse stopaj doğmamakta, hatta yakın geçmişte çıkan bir yargı kararı uyarınca kârın sermayeye ilavesi sonucu elde edilen bedelsiz hisseler temettü geliri sayılmamaktadır. Bu dönemde şirket kârları dağıtılmayarak oto finansmana gidilmiştir. 2001 krizinde İMKB’deki şirketler temettü ödeme oranlarını artırarak piyasa değerlerini korumak istedikleri düşünülmektedir.

İmalat sanayi, İMKB’de en fazla nakit temettü ödemesinde bulunan şirketlere sahiptir. Dolayısıyla İMKB’yi etkileyen unsurlar imalat sanayinde de vardır. 1994 döneminde, imalat sanayindeki şirketler düzeltme katsayısı hızlarını 1994 sonrası dönemdeki vergi etkisi nedeniyle arttırmışlardır. 1998 döneminde imalat sanayinde hedeflenen temettü ödeme oranı düşmüştür. 2001 krizinde imalat sanayinde büyüme dönemlerine göre düzeltme katsayısı ve hedeflenen temettü ödeme oranları büyük bir değişiklik göstermemiştir.

Finansal kurumlar, krizlerden en fazla etkilenen sektördür. 1994 döneminde düzeltme katsayısı hızı artmıştır. Finansal kurumlar 1998 döneminde oto finansman yapmışlardır. 2001’de hedeflenen temettü ödeme oranı çok düşüktür (%1,6). Temettü politikası tespit edilirken sadece firma kârının ne kadarının dağıtılması gerektiği şeklinde ifade edilen kâr dağıtım oranının saptanması yeterli olmamaktadır. Kâr dağıtımının düzenliliği, firmaların izledikleri kâr dağıtım politikaları, kâr dağıtım şekilleri, vergi etkisi, hukuki sınırlamalar, likidite, ekonomik faktörler ve belirsizlik gibi diğer temettü oluşumunu etkileyen unsurların da göz önüne alınması gerekir. Finansman kaynaklarının yeterli olmaması nedeniyle, firmalar temettü dağıtımıyla verdikleri fonları bedelli sermaye artırımını yaparak dağıttıklarını geri almaktadırlar. Türkiye’de uzun dönemler varlığını sürdüren yüksek enflasyon olgusu sebebiyle, firmaların dağıttıkları fonlarını bedelli sermaye artırımını yoluyla geri alma yöntemine başvurmalarına neden olmaktadır.

Lintner yaptığı çalışmada, modeldeki sabit (A_i) değerlerini yüksek ve pozitif olarak bulmuştur. Sabit (A_i) değerleri yüksek ve pozitif olarak bulunan firmalarda firma yöneticilerinin kârlardaki düşümlere rağmen bilinçli olarak temettüleri azaltmaktan kaçındıklarını ve yöneticilerin belirli bir temettü ödeme oranını korumak istediklerini göstermektedirler.

İMKB’de işlem görmekte olan firmaların sabit (A_i) değerleri dönemler itibariyle değişiklik göstermekte, negatif değerler almaktadır. Firmaların, düzeltme hızlarını ve nakit temettü ödeme oranlarındaki değişimlere bakıldığında kâr dağıtımlarında bir istikrarın olmadığı görülmektedir. İMKB’nin belirli bir temettü ödeme oranı yoktur. Ancak, değişim hızları ve temettü ödeme arasında belirli bir oranı koruma isteğinin var olduğu görülmektedir.

Sonuç olarak, yapılan analizlerde dönemler itibariyle sabit bir temettü ödeme oranının mevcut olmadığı tespit edilmiştir. Temettü politikalarını etkileyen genel ekonomik belirsizlik, vergi, yasal düzenlemeler gibi unsurların düzeltme hızları üzerinde etkili olduğu sonucuna varılmıştır.

KAYNAKLAR

Adaoğlu C., (1999), Dividend Policy Of The Corporations Trading in The Istanbul Stock Exchange: An Empirical Analysis, PH.D. Thesis, Çukurova university, Adana.

Adaoğlu C., (2000), Instability in the dividend policy of the Istanbul Stock Exchange (ISE) corporations: evidence from an emerging market, *Emerging Markets Review*, Vol: 1.

Akgüç Ö., (1998), *Finansal Yönetim*, Avcıol Basım Yayın, İstanbul.

Ambarish R.,vd., (1987), Efficient Signalling with Dividends and Investments, *The Journal of Finance*, Vol: XLII, No:2.

Ang J. S., (1987), *Do Dividends Matter? A Review of Corporate Dividend Theories and Evidence*, Monograph Series in Finance and Economics, Salomon Brothers Center For The Study Of Financial Institutions, Monograph 1987-2.

Aslanoğlu S., (1996), *Temettü Politikasının Firma Değerine Etkisi ve İMKB'ye Kayıtlı Firmalar Üzerine Bir İnceleme*, (Basılmamış Yüksek Lisans Tezi), Kırıkkale Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, Kırıkkale.

Aygören H., (2001), *Teknik Analiz ve İstanbul Menkul Kıymetler Piyasasında İşlem Gören Bazı Hisse Senetlerine Farklı Yatırım Yöntemlerinin Uygulanması*, (Basılmamış Doktora Tezi), Adnan Menderes Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, Aydın.

Battacharya S., (1982), Dividend Policy and Valuation: Theory and Tests, N. H. Hakansson, To Pay or Not to Pay Dividend, *The Journal of Finance*, Vol: XXXVII, NO:2.

Bolak M., (2001), *Sermaye Piyasası Menkul Kıymetler ve Portföy Analizi*, İstanbul : Beta Kitabevi, 4.Baskı.

Brigham, E. F. , (1992), *Fundamental of Financial Management*, 6th. Ed. Chicago, Dryden Press, Çev: Özdemir A. ve Sarıaslan H., (1999) *Finansal Yönetimin Temelleri*, Ankara, Ankara Üni. Rektörlük Yay.No:213.

Ceylan A. ve Korkmaz T., (2000), *Sermaye Piyasası ve Menkul Değer Analizi*, Bursa : Ekin Kitabevi.

Ercan M. K. ve Ban Ü., (2005), *Değere Dayalı İşletme Finansı Finansal Yönetim*, Ankara: Gazi Kitabevi, 1.Baskı.

Ercan M. K. ve Üreten A., (2000), *Firma Değerinin Tespiti ve Yönetimi*, Ankara : Gazi Kitabevi, Birinci Baskı.

Ercan M. K.,vd., (2003), *Değere Dayalı Yönetim ve Entelektüel Sermaye*, Ankara : Gazi Kitabevi, 1. Baskı.

Fama E. F. & French K. R., (2001), Disappearing dividends: changing firm characteristics or lower propensity to pay?, *Journal of Financial Economics*, Vol: 60, pp. 3-43.

- Fama E. F. vd., (1969), The Adjustment of Stock Prices to New Information, *International Economic Review*, Vol: 10, No:1.
- Fama E. F., (1974), The Empirical Relationships Between the Dividend and Investment Decisions of Firms, *The American Economic Review*, Vol:64, No:3.
- Feldstein M. ve Green J., (1983), Why Do Companies Pay Dividends?, *The American Economic Review*, Vol:73, No:1.
- Gündüz L., (2002), Beykent Üniversitesi, [http://www.beyu.edu.tr / ~lokman / iy1_week14.pdf](http://www.beyu.edu.tr/~lokman/iy1_week14.pdf), Erişim Tarihi:01.03.05
- Haholu B. M., (2000), Anonim Ortaklıkların Kendi Hisse Senetlerini Satın Alması (Stock Repurchase), Sermaye Piyasası Kurulu Ortaklıklar Finansmanı Dairesi, Yeterlilik Etüdü, Ankara, [http:// www.spk.gov.tr / yayinlar / yayinlar.htm?tur=kye](http://www.spk.gov.tr/yayinlar/yayinlar.htm?tur=kye) , Erişim Tarihi:01.03.05.
- <http://www.oncumenkul.com.tr/yatirimci.asp>, Erişim Tarihi:01.03.05.
- Jagannathan M. vd., (2000), Financial flexibility and the choice between dividends and stock repurchases, *Journal of Financial Economics*, Vol: 57, pp. 355-384.
- Kadılar, C., (2005), *SPSS Uygulamalı Zaman Serileri Analizine Giriş*, Bizim Büro Basımevi:Ankara, Karan M. B.,(2001), *Yatırım Analizi ve Portföy Yönetimi*, Ankara : Gazi Kitabevi, 1.Baskı.
- Karlı M., (2004), *Sermaye Piyasası Borsa Menkul Kıymetler*, İstanbul : Alfa Kitabevi, 5. Basım.
- Kızılot Ş. ve Eyüpgiller S., (2000), *Şirketler Muhasebesi Vergilendirilmesi Hukuku ve Mevzuatı*, Yaklaşım Yayınları.
- Kızılot Ş., (2005), Tasarruf Araçlarının Vergisinde Son Durum Ne?, *Hürriyet Gazetesi*, 22 Haziran.
- Kolb R. W. ve Rodriguez R. J., (1996), *Finansal Yönetim*, Sermaye Piyasası Kurulu, Yayın No:35.
- Korgun A., (1999), Bir Temettü Politikası Olarak Temettü Avansı; Teorisi ve Türkiye'ye İlişkin Uygulama Önerileri, T.C. Başbakanlık Sermaye Piyasası Kurulu Denetleme, Rapor Sayısı: XIV-12/6-4, 04.10.1999, Araştırma Raporu (Yeterlilik Etüdü), <http://www.spk.gov.tr/yayinlar/yayinlar.htm?tur=kye> , Erişim Tarihi:01.03.05.
- Lakonishok J. & Lev B.,(1987), Stock Splits and Stock Dividends: WHY, Who, and When, *The Journal of Finance*, VOL: XLII, NO: 4.
- Lease R. C.,vd., (2000), *Dividend Policy Its Impact On Firm Value*, Harvard Business School Press.
- Meder H., (2000), *Firma Değeri ve Denizli'de İki Firma Üzerine Bir Uygulama*, (Basılmamış Doktora Tezi), Adnan Menderes Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, Aydın.
- Miller M. H. & Modigliani F., (1961), Dividend Policy, Growth, and The Valuation of Shares, *The Journal of Business*, Vol: XXXIV, No:4.

- Miller M. H. & Rock K., (1985), Dividend Policy under Asymmetric Information, *The Journal of Finance*, Vol: XL, No: 4.
- Miller M. H. & Scholes M. S., (1978), Dividend and Taxes, *Journal of Financial Economics*, Vol: 6.
- Moyer R.C. vd., (1992), *Contemporary Financial Management*, West Publishing Company, Fifth Edition.
- Pinches G.E., (1992), *Essentials of Financial Management*, Harpers Collins Publishers, 4th Edition.
- Postal G., (1988), *Türkiye’de Hisse Senedi Piyasasının Değerlendirilmesinde Temettü Dağıtım Politikalarının Rolü ve Etkileri*, (Basılmamış Yüksek Lisans Tezi), Dokuz Eylül Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, İzmir.
- Sarıkamış C., (1998), *Sermaye Pazarları*, İstanbul : Alfa Kitabevi, 3. Basım.
- Sarıtaş H., (2001), *Yatırım Fonlarının Performans Değerlemesi: Alternatif Bir Yatırım Aracı Olarak Endeks Fonları*, (Basılmamış Doktora Tezi), Dokuz Eylül Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, İzmir.
- Sermaye Piyasası Kurulu , Faaliyet Raporu 2003, [http://www.spk.gov.tr/yayinlar/faaliyetraporu/2003_faaliyet_raporu_\(25052004\).pdf](http://www.spk.gov.tr/yayinlar/faaliyetraporu/2003_faaliyet_raporu_(25052004).pdf) , Erişim Tarihi: 05.03.05.
- Sermaye Piyasası Kurulu, Halka Açık Anonim Ortaklıkların Yükümlülükleri ve Yükümlülükten Doğan Muafiyet Şartları,<http://www.spk.gov.tr/ofd/yukumlulukler.htm> , Erişim Tarihi: 09.10.04.
- Sermaye Piyasası Kurulu, Yatırım Yaparken, [http://www.spk.gov.tr /yatirimcikosesi /ykosesi.htm?tur=yy](http://www.spk.gov.tr/yatirimcikosesi/ykosesi.htm?tur=yy), Erişim Tarihi:01.03.05
- Tebliğ 27, Seri IV, Sermaye Piyasası Kanununa Tabi Olan Halka Açık Anonim Ortaklıkların Temettü ve Temettü Avansı Dağıtımında Uyacakları Esaslar Hakkında Tebliğde Değişiklik Yapılmasına Dair Tebliğ 27, Seri IV <http://www.spk.gov.tr>, Erişim Tarihi:01.03.05.
- Tercan A. H., (1998), *Temettü Politikaları*, (Basılmamış Yüksek Lisans Tezi), Marmara Üniversitesi, Bankacılık ve Sigortacılık Enstitüsü, İstanbul.
- Türkiye Sermaye Piyasası Aracı Kuruluşları Birliği, Sermaye Piyasası Faaliyetleri İleri Düzey Lisansı Eğitimi, İlgili Vergi Mevzuatı, Kasım 2004, http://www.tspakb.org.tr/index_tur.htm , Erişim Tarihi:01.03.05.
- Ünsal N., (1998), *İşletmelerde Temettü Politikasının Firma Değeri Üzerine Etkisi ve bir Uygulama*, (Basılmamış Yüksek Lisans Tezi), Niğde Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, Niğde.

EKLER

EK 1: Temettümlerin Vergi ile İlişkisini Araştıran Çalışmaların Özeti

<u>Çalışmayı Yapan</u>	<u>Açıklanan Parametre</u>	<u>Çalışılan Yerin Dönemi</u>	<u>Temel Bulgular</u>	<u>Hipotezlerle İlgili Sonuçlarla</u>
Black ve Scholes (1974)	Vergi öncesi ve sonrası Yüksek getirili hisse senetlerinin (riske göre düzeltilmiş getiri oranlarının) düşük getirili hisse senetleriyle karşılaştırılması	1947 - 1966	Vergi Öncesi ve Sonrası Getirilerinin Kullanılması Sonucunda İstatistikî Olarak Temettü Getiri Katsayısı Önemlidir	Yatırımcılar, Nakit Temettü Almaktan Kaçınmazlar
Litzenberger ve Ramaswamy (1979)	Ex-Dividend Ayları Süresince Riske Göre Düzeltilmiş Getiri Oranlarının Ex-Dividend Dışında Kalan Aylar Süresince Düzeltilmiş Getiri Oranlarıyla Karşılaştırılması	1936 – 1977	Pozitif ve İstatistikî Olarak Temettü Getiri Katsayısı Önemlidir	Yatırımcılar Nakit Temettülerden Hoşlanmazlar ve Nakit Temettüleri Almak için Bir Karşılık İsterler
Blume (1980)	Temettü Getiri Katsayısı	1936 - 1976	Pozitif ve İstatistikî Olarak Temettü Getiri Katsayısı Anlamlıdır	Yatırımcılar Nakit Temettülerden Hoşlanmazlar ve Nakit Temettüleri Almak için Bir Karşılık İsterler
Gordon ve Bradford (1980)	Temettü Getiri Katsayısı	1926 – 1978	Pozitif ve İstatistikî Olarak Temettü Getiri Katsayısı Anlamlıdır	Yatırımcılar Nakit Temettülerden Hoşlanmazlar ve Nakit Temettüleri Almak için Bir Karşılık İsterler
Litzenberger ve Ramaswamy (1982)	Farklı Temettü Getirili Hisse senetleri için Temettü Getiri Katsayısı	1936 – 1977	Düşük Temettü Getirili Hisse Senetleri için Daha Yüksek Temettü Getiri Katsayısı	Bulgular, vergi ler, müşteri etkisini teşvik etmektedir şeklinde yorumlanır
Miller ve Scholes (1982)	Farklı Temettü Getirili Hisse senetleri için Temettü Getiri Katsayısı	1940 – 1978	Negatif ve Pozitif Temettü Getiri Katsayısı Önemli ve Düşük Getirili Hisse Senetleri için Daha Yüksek Katsayıdır	Vergi Etkisi Hipotezi bağımsızdır Şeklinde Yorumlanır

Kaynak: Lease R., John K., Kalay A., U. Loewenstein ve Sarig O. H., Dividend Policy Its Impact On Firm Value, Harvard Business School Press, 2000, pp 70.

EK 1: Temettüilerin Vergi ile İlişkisini Araştıran Çalışmaların Özeti

<u>Çalışmayı Yapan</u>	<u>Açıklanan Parametre</u>	<u>Çalışılan Yerin Dönemi</u>	<u>Temel Bulgular</u>	<u>Hipotezlerle İlgili Sonuçlarla</u>
Kalay ve Michaely (1993)	Vergi öncesi ve sonrası Yüksek getirili hisse senetlerinin (riske göre düzeltilmiş getiri oranlarının) düşük getirili hisse senetleriyle karşılaştırılması	1936 – 1988	Yüksek Getirili Hisse Senetlerinin Riskine Göre Düzeltilmiş Getiri Oranları, Düşük Getirili Hisse Senetlerinin Riskine göre Düzeltilmiş Getiri Oranlarından Farklı Değildir	Veri, sadece zaman serisi olarak getiri değişimlerini gösterir ve Vergi Etkisi Hipotezi'nden bağımsızdır
Elton ve Gruber (1970)	Ex-Dividend Fiyat Azalmasının Hisse Başına Temettü ile Karşılaştırılması	1967	Ex-Dividend Günündeki Fiyat Düşüşü Hisse Başına Temettüden Daha azdır ve Yüksek Getirili Hisse Senetlerinde Düşüş Daha Fazladır	Elde Edilen Temettüden Ödenen Ceza Olarak Yorumlanır
Kalay (1982a)	Ex-Dividend Fiyat Azalmasının Hisse Başına Temettü ile Karşılaştırılması	1967	Ex-Dividend Günündeki Fiyat Düşüşü Hisse Başına Temettüden Daha azdır ve Yüksek Getirili Hisse Senetlerinde Düşüş Daha Fazladır	Kısa Dönemli İşlemler Fiyat Düşüşleri ile Vergi Arasındaki İlişkiyi Ortadan Kaldırır
Eades, Hess ve Kim (1984)	Vergilendirilenler ve vergilendirilmeyen Dağıtımlar için Ex-Dividend Günündeki Getiri Oranları	1962 - 1980	Hem Vergilendirilenler Hem de Vergilendirilmeyen Dağıtımlar için Ex-Dividend Süresince Yüksek Getiri Vardır	Sonuçlar, Ex-Dividend Günü Hisse Başına Fiyat Davranışının Vergi Temelli Yaklaşımına Ait Şüpheleri Ortadan Kaldırıyor

Kaynak: Lease R., John K., Kalay A., U. Loewenstein ve Sarig O. H., Dividend Policy Its Impact On Firm Value, Harvard Business School Press, 2000, pp 71.

EK 2: Seçilmiş Temettü Sinyal Modellerinin Özeti

<u>Çalışmayı Yapan</u>	<u>Sinyal(ler)</u>	<u>Temel Ampirik Bulgular</u>
John ve Williams (1985)	Nakit Temettümler	Temettü artışları, hisse fiyatının artmasına neden olur. Hisse fiyatının bu tepkisi, daha fazla dış finanslama ve temettünün sermaye kazancıdan daha fazla vergilendirilmesi sonucunda daha büyük olabilir.
Bhattacharya (1979)	Nakit Temettümler	Temettü artışlarının duyuru etkisi pozitifdir. Temettü ödeme oranları, temettü ile sermaye kazancına uygulanan farklı vergilerin daha büyük olması ve daha yüksek dış finanslama maliyeti sonucunda daha düşüktür.
Miller ve Rock (1985)	Nakit Temettümler (Net Dış Finanslama)	Temettü artışlarının duyuru etkisi pozitifdir. Dış finanslama artışının duyuru etkisi negatiftir.
Ambarish, John ve Williams (1987)	Nakit Temettümler ve Yatırımlar	Temettü artışlarının (büyüyen şirketler ve olgun şirketler için farklıdır) ve hisse senedi geri satın alımlarının duyuru etkileri pozitifdir. Özsermaye ihracının duyuru etkisi büyüyen firmalar için pozitif, olgunlaşmış şirketler için negatiftir.
John ve Mishra (1990)	Yatırımlar ve İçeriden Öğrenenlerin Ticareti (insider trading)	Sermaye harcamaları ilanlarının duyuru etkisi büyüyen firmalar için pozitif ve olgunlaşmış firmalar için negatiftir. Duyuru etkisi insider'ların satın alımları için pozitif, satışları için negatiftir.
John ve Lang (1991)	Temettü Başlangıçları ve İçeriden Öğrenenlerin Ticareti (insider trading)	Temettü dağıtımının kabul edilmesinin duyuru etkisi, dağıtımın kabul edilmesiyle aynı anda gerçekleşen içeriden öğrenenlerin alışları için pozitif, satışları için de negatiftir.

Kaynak: Lease R., John K., Kalay A., U. Loewenstein ve Sang O. H., Dividend Policy Its Impact On Firm Value, Harvard Business School Press, 2000, pp 115.

EK 3: Temettü Duyurularının Etkileri ile İlgili Yapılan Çalışmaların Özetleri

<u>Çalışmayı Yapan</u>	<u>Duyuru Çesitleri</u>	<u>Çalışılan Verinin Dönemi</u>	<u>Örnek Büyüklüğü</u>	<u>Duyuru Etkisi İki Günlük Aşırı Getiri (%)</u>	<u>Sonuçlar ile Desteklenen Hipotezler (Çalışmayı Yapanın Yorumu)</u>
Pettit (1972)	Temettü Değişiklikleri	1967-1969	135	Artışlar:+0.935 Azalışlar:-3.69	Temettü değişim duyuruları önemli bilgiler içerir. Piyasa, bilginin hisse fiyatlarına dahil edilmesinde etkindir.
Ahorony ve Swary (1980)	Temettü Değişiklikleri	1963-1976	149	Kâr Duyurularının önce ilan edildiği ve bunu takiben de temettü duyurularının olduğu zaman: sırasıyla temettü artışları +0.72 ve +1.03'dir. Temettü azalışları için sırasıyla -3.76 ve -2.82'dir.	Üç ayda bir ödenen nakit temettü değişimleri, üç aylık kâr rakamlarından sağlanan bilginin dışında bilgi verir.
Asquith ve Mullins (1983)	Temettü Başlangıçları	1964-1980	168	+3.7	Bir temettü politikasının başlaması piyasa için pozitif bilgi içerir.
Kalay ve Lowenstein (1986)	Temettü Duyurularının Önce veya Sonra Olması	1981	Önce:72 Sonra:76	Önce:+0.331 Sonra:-0.124	Piyasa, geciktirilen temettü duyurularını negatif bilgi içeriyor gibi yorumlar.
Healy ve Palepu (1988)	Temettü Başlangıçları Temettü Dahil Etmeyenler	1969-1980	Başlangıçlar:131 Dahil Edilmeyenler:172	Başlangıçlar:+3.9 Dahil Edilmeyenler:-9.5	Hisse fiyatları, temettü başlangıçlarına bağlı olarak artar. Hisse fiyatları, dahil edilmeyen temettü'lere bağlı olarak azalır. Bir şirketin kazanç performansını, ya bir temettü başlangıcıyla ya da bir temettü ödenmemesi sebebiyle önemli ölçüde değiştirir.

EK 3: Temettü Duyurularının Etkileri ile İlgili Yapılan Çalışmaların Özetleri

<u>Çalışmayı Yapan</u>	<u>Duyuru Çesitleri</u>	<u>Çalışılan Verinin Dönemi</u>	<u>Örnek Büyüklüğü</u>	<u>Duyuru Etkisi İki Günlük Aşırı Getiri (%)</u>	<u>Sonuçlar ile Desteklenen Hipotezler (Çalışmayı Yapanın Yorumu)</u>
Lang ve Litzenberger (1989)	Temettü Başlangıçları	1979 – 1984	429	$Q > 1.0$ için ortalama günlük anormal getiri = +0.3 $Q < 1.0$ için ortalama günlük anormal getiri = +1.1	Q 'su 1.0 dan daha küçük olan şirketler için ortalama getiri, Q 'su 1.0'dan fazla olan şirketlerden daha büyüktür (üç katı). Temettü değişiklikleri, aşırı yatırım yapan şirketlerin yatırım politikalarıyla ilgili bilgilerin sinyalidir.
John ve Lang (1991)	Temettü Başlangıçları	1975 – 1985	265	Bütün şirketler, +3.23 İçeriden öğrenenlerin satış yapan grubu için, geriye kalan gruptan 2.2 daha düşük	Temettü başlangıçlarının duyuru etkisi, içeriden öğrenenlerin satışlarıyla beraber 2.2 oranında diğerlerine göre daha düşüktür. İçeriden öğrenenlerin ticareti, temettü artışlarıyla ortaklaşa bir sinyal olduğunun kanıtıdır.
Dyl ve Weigand (1998)	Temettü Başlangıçları	1972 – 1993	240	Varyans düşüşü: 0.001329'dan 0.001138'e Betanın düşüşü: 1.397'den 1.218'e	Temettü başlangıçları, şirketin daha düşük riskli (varyans ve beta) olduğu hakkında bilgi içerir. Risk, temettü başlangıcını takip eden yıl daha düşüktür.
Lipson, Macquieira ve Megginson (1998)	Temettü Başlangıçları	1980 – 1990	1628 İlk Halka Arzlar (IPOs) 114 Başlangıç	+ 1.53	Temettü başlangıçları, sonradan ortaya çıkan sürpriz kazançlarla ilişkilidir.
Benartzi, Michaely ve Thaler (1997)	Temettü Artışları Temettü Azalışları	1979 - 1991	1025	Artışlar = + 0.81 Azalışlar = - 2.53	Hisse fiyatı, temettü artışları ile artar ve temettü azalışları ile azalır. Temettü değişikliklerinin, şirketin gelecek kazançları hakkında herhangi bir bilgi içerdiğinin kanıtı yoktur.

EK 4: Kâr Dağıtım Tablosu Örneği

.....ANONİM ŞİRKETİ
/...../200...
KÂR DAĞITIM TABLOSU
 (.....YTL.)

A. DÖNEM KÂRININ DAĞITIMI

1. DÖNEM KÂRI
2. ÖDENECEK VERGİ VE YASAL YÜKÜMLÜLÜKLER (-)
 - Kurumlar Vergisi (Gelir Vergisi)
 - Gelir Vergisi Kesintisi
 - Diğer Vergi Yasal Yükümlülükler

NET DÖNEM KÂRI

3. GEÇMİŞ DÖNEMLER ZARARI (-)
4. I. TERTİP YASAL YEDEK AKÇE (-)
5. İŞLETMEDE BIRAKILMASI VE TASARRUFU ZORUNLU YASAL FONLAR (-)
 - Finansman Fonu (Cari dönem ve önceki dönem)
 - Yenileme Fonu
 - Diğer

DAĞITILABİLİR DÖNEM KÂRI

6. ORTAKLARA BİRİNCİ TEMETTÜ (-)
 - Adi Hisse Senedi Sahiplerine
 - İmtiyazlı Hisse Senedi Sahiplerine
7. PERSONELE TEMETTÜ (-)
8. YÖNETİM KURULUNA TEMETTÜ (-)
9. ORTAKLARA İKİNCİ TEMETTÜ (-)
 - Adi Hisse Senedi Sahiplerine
 - İmtiyazlı Hisse Senedi Sahiplerine
10. İKİNCİ TERTİP YASAL YEDEK AKÇE (-)
11. STATÜ YEDEKLERİ (-)
12. OLAĞA ÜSTÜ YEDEKLER (DAĞITILMAMIŞ KÂRLAR)
13. DİĞER YEDEKLER (-)
14. ÖZEL FONLAR (-)

B. YEDEKLERDEN DAĞITIM

1. DAĞITILAN YEDEKLER
2. II. TERTİP YASAL YEDEKLER (-)
3. ORTAKLARA PAY (-)
 - Adi Hisse Senedi Sahiplerine
 - İmtiyazlı Hisse Senedi Sahiplerine
4. PERSONELE PAY (-)
5. YÖNETİM KURULUNA PAY (-)

C. HİSSE BAŞINA KÂR

1. Adi Hisse Senedi Sahiplerine (YTL %)
2. İmtiyazlı Hisse Senedi Sahiplerine (YTL %)

D. HİSSE BAŞINA TEMETTÜ

1. Adi Hisse senedi Sahiplerine (YTL %)
2. İmtiyazlı Hisse Senedi Sahiplerine (YTL %)

EK 5: Sektörlerin 1994 – 2002 yılları arasındaki nakit temettü / net kâr oranları

(%)	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002
İMKB	49,1	45,1	48,2	40	31,4	24,3	30	32	16,3
Gıda,İçki ve Tütün Sektörü	43,6	31,5	42	32,3	24,7	31	43	33,3	24,8
Dokuma,Giyim Eşyası ve Deri Sektörü	53	29	40,8	23,6	38,2	47,5	39,1	44,1	26,9
Kimya,Petrol,Kauçuk ve Plastik Sektörü	53	77,2	62,9	59,6	39,6	71,4	75,5	36,4	29,7
Taş ve Toprağa Dayalı Sektör	61,3	31,7	60,7	61,1	49	56,8	55	60,6	60,9
Metal Eşya,Makine ve Gereç Yapım Sektörü	39,1	25,7	37,2	29,1	16,1	22,8	12	15,1	29,3