



KÂR PAYI VE FİRMA DEĞERİ İLİŞKİSİ

çizgi e-Kitap
KUTUPHANASI



Dr. Fettah KABA

Bu kitap İşletme Ana Bilim Dalı'nda hazırlanmış olan Sakârya Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü tarafından onaylanan "Kâr Payı Dağıtımının Firma Değeri Üzerine Etkisi ve Bir Uygulama" adlı tezden üretilmiştir.

KÂR PAYI VE FİRMA DEĞERİ İLİŞKİSİ

Dr. Fettah KABA

Çizgi Kitabevi Yayınları (e-kitap)

©Çizgi Kitabevi

Aralık 2024

ISBN: 978-625-396-420-7

Yayıncı Sertifika No: 52493

KÜTÜPHANE BİLGİ KÂRTI

- Cataloging in Publication Data (CIP) -

KABA, Fettah

KÂR PAYI VE FİRMA DEĞERİ İLİŞKİSİ

ÇİZGİ KİTABEVİ

Sahibiata Mah.	Konevi Mh.	Siyavuşpaşa Mh.
M. Muzaffer Cad. No:41/1	Larende Cad. No:20/A	Gül Sk. No: 15 B
Meram/ Konya	Meram/ Konya	Bahçelievler/ İstanbul
(0332) 353 62 65	(0332) 353 62 66	(0212) 514 82 93

www.cizgikitabevi.com

   / cizgikitabevi

İçindekiler

GİRİŞ	7
BÖLÜM 1: PAY SENEDİ, TÜRLERİ, PAY SENEDİ DEĞER VE FİYAT KAVRAMLARI VE PAY SENEDİ DEĞERİNİ ETKİLEYEN FAKTÖRLER	9
1.1. Pay Senedi Kavramı Ve Tanımı.....	9
1.2. Pay Senedi Türleri	9
1.2.1. Hamiline ve Nama Yazılı Pay Senetleri.....	10
1.2.2. Adi ve İmtiyazlı Pay Senetleri.....	11
1.2.3. Bedelli ve Bedelsiz Pay Senetleri	12
1.2.4. Primli ve Primsiz Pay Senetleri	13
1.3. Pay Senedi Sahibinin Hakları Ve Yükümlülükleri.....	13
1.3.1. Kâr Payı Hakkı	13
1.3.2. Şirket Yönetimine Katılma Hakkı	14
1.3.3. Oy Hakkı	14
1.3.4. Rüçhan Hakkı.....	15
1.3.5. Bilgi Alma Hakkı	15
1.3.6. Tasfiye Bakiyesine Katılma Hakkı	15
1.3.7. Sır Saklama Borcu.....	16
1.3.8. Sermaye Borcu.....	16
1.4. Pay Senedi Değer Ve Fiyat Tanımları.....	17
1.4.1. Pay Senedi Değer Tanımları	17
1.4.2. Pay Senedi Fiyat Tanımları	20
1.5. Pay Senedi Çıkâracak Kuruluşlar.....	21
1.5.1. Anonim Şirketler.....	22
1.5.2. Sermayesi Paylara Bölünmüş Komandit Şirket	23
1.5.3. Özel Kanunlarla Kurulmuş Kuruluşlar	24
1.6. Pay Senedi Değerini Etkileyen Faktörler	24
1.6.1. Firma Dışı Faktörler.....	24
1.6.2. Firma İle İlgili Faktörler.....	28
1.7. Pay Senedi Değeri İle Firma Değeri Arasındaki İlişki	37

BÖLÜM 2: KÂR DAĞITIM POLİTİKALARI VE KÂR DAĞITIM POLİTİKASININ FİRMA DEĞERİ AÇISINDAN İNCELENMESİ	39
2.1. <i>Kâr Dağıtım Politikaları</i>	39
2.1.1. Sabit Oranda Kâr Dağıtımı	40
2.1.2. Sabit Miktarda Kâr Dağıtımı	41
2.1.3. Sabit Miktarda Kâr Dağıtımı ve Eklèmeler	43
2.1.4. Her Yıl Artan Kâr Dağıtım Politikaları.....	43
2.1.5. Artık Kâr Dağıtım Politikası.....	44
2.1.6. Optimal Kâr Dağıtım Politikası.....	44
2.1.7. Kâr Payı Avansı Ödemeleri	45
2.2. <i>Kâr Dağıtım Politikalarının Firma Değerlemesi Açısından İncelenmesi</i>	45
2.2.1. Kâr Dağıtım Politikasının Firma Değeri Üzerine Etkisi Olduğu Görüşü	47
2.2.2. Kâr Dağıtım Politikasının Firma Değeri Üzerinde Herhangi Bir Etkisinin Olmadığı Görüşü.....	53
BÖLÜM 3: KÂR PAYI ÖDEME ŞEKİLLERİ VE KÂR DAĞITIM POLİTİKALARINI ETKİLEYEN FAKTÖRLER	61
3.1. <i>Kâr Payı Ödeme Şekilleri</i>	61
3.1.1. Nakit Olarak Yapılan Kâr Payı Ödeme Şekli	62
3.1.2. Pay Senedi Şeklinde Yapılan Kâr Payı Ödeme Şekli	63
3.1.3. Melez Kâr Payı Ödemeleri.....	65
3.1.4. Pay Senetlerinin Nominal Değerlerinin Azaltılması ve Sayısının Artırılması Yoluyla Kâr Dağıtımı	65
3.1.5. Firmanın Kendi Pay Senetlerini Satın Alma Yoluyla Kâr Dağıtımı.....	66
3.1.6. Diğer Kâr Dağıtım Şekilleri.....	67
3.2. <i>Firmaların Kâr Dağıtım Politikalarını Etkileyen Unsurlar</i>	69
3.2.1. Firma İle İlgili Unsurlar	69
3.2.2. Yasal Düzenlemeler.....	78
3.3. <i>Önceki Çalışmaların İncelenmesi</i>	79
SONUÇ VE ÖNERİLER	86
KAYNAKÇA	90

GİRİŞ

Şirket sahipleri firmalarının piyasadaki değerini yükseltmek istemektedir. Firmalar tanınırlığını arttırmak ve piyasada bir fiyat oluşmasını sağlamak için borsaya açılmaktadır. Bunun için özellikle son yıllarda borsaya kote olan şirket sayılarında artış gözlerden kaçmamaktadır. Şirketin yatırımcıları ilgisini arttırmak isteyen firma sahipleri elde edilen kazançtan pay sahiplerine kâr payı dağıtımını yapmaktadır. Kâr payı dağıtımını firma değeri üzerine olumlu etkisi görüşü dikkate alındığında şirket yöneticilerinin kâr payı dağıtım politikalarını iyi belirlemeleri gerekmektedir.

Bir şirketin pay senedine yatırım yapan yatırımcılar iki türlü getiriye sahip olabilirler. Bunlardan ilki, pay sahiplerinin ellerinde bulundurdıkları pay başına aldıkları kârlardır. İkincisi de sermaye kazancı denilen pay sahiplerinin ellerinde bulundurdıkları payların piyasada fiyatlarının artması sonucunda bu pay senetlerinin alım satımından doğan kazançlardır. Yatırımcılar genellikle bu iki kazanç arasında bazı faktörleri göz önüne alarak tercih yaparlar. Ancak birçok yatırımcı yatırım yaptıkları pay senetlerinin değer artışları getirisi yanında yıllık düzenli bir kâr payı getirisi de olmasını istemektedir. Bu nedenle yatırımcılar yıllık düzenli kâr payı dağıtımını yapan şirketlerin pay senetlerini tercih etmektedirler. Bu durum da firmanın pay senetlerini piyasada aranan bir pay senedi haline getirmektedir.

Kâr payı dağıtımının pay senetlerinin değeri üzerine etkisi konusunda farklı görüşler ileri sürülmektedir. Bunlardan biri “Kâr payı dağıtımının pay senetlerinin değeri üzerine olumlu etkisi vardır” görüşü diğeri ise “Kâr payı dağıtımının

Pay senetlerinin değeri üzerine olumsuz etkisi vardır” görüştür.

Kitabın birinci bölümünde pay senedi kavramı, pay senedi türleri, pay senedi değeri ve fiyat kavramları ile pay senedinin değerini etkileyen faktörler üzerinde durulmuştur. Kitabın ikinci bölümünde kâr dağıtım politikalarına değinilmiş ve kâr dağıtım politikasını firma değerine etkisine bakış açıları incelenmiştir. Son bölümde ise kâr payı ödeme şekilleri, kâr dağıtım politikalarını etkileyen faktörlerden ve kâr payı dağıtımını firma değerine etkisi üzerine önceki çalışmalardan bahsedilmiştir.

BÖLÜM 1

PAY SENEDİ, TÜRLERİ, PAY SENEDİ DEĞER VE FİYAT KAVRAMLARI VE PAY SENEDİ DEĞERİNİ ETKİLEYEN FAKTÖRLER

1.1. Pay Senedi Kavramı ve Tanımı

Pay senetleri anonim şirketler tarafından çıkartılan ve yatırımcıya sermaye payını temsilen ortaklık hakkı ve mali haklar veren, kıymetli evrak niteliğindeki sermaye piyasası araçlarıdır. Pay senedi; satın alanla ihraç eden kuruluş arasında ortaklık bağı oluşturan ve satın alana kârdan pay alma, ihraç edene tasfiye anına kadar fonları kullanma hakkı sağlayan bir finansal varlıktır (Canbaş ve Doğukanlı,2001).

Pay senetleri şirket sermayesine katılma payını gösteren ve bu payların el değiştirmesini sağlayan menkul kıymetlerdir. Pay senetleri tahvil gibi bir borç senedi değil, bir ortaklık ve mülkiyet senedidir. Şirket yaşadığı ve kâr ettiği sürece pay senetleri sahibine gelir getirir. Pay senedinin sahibine sağladığı gelire kâr payı denir. Pay senetlerinin geliri sabit değildir. Gelir şirketin bilanço kârına ve yatırım kâarlarına bağlı olarak yıldan yıla değişir.

1.2. Pay Senedi Türleri

Pay senetleri, TTK'nın 484. maddesine göre hamiline veya nama yazılı olmak üzere ikiye ayrılır. Bu ayrımın dışında da pay senetleri, çeşitli şekillerde sınıflandırılabilir. Bu ayrımın

önemi, pay senetlerinin devir işlemlerinde ortaya çıkmaktadır. Pay senetlerinin başlıca çeşitleri aşağıdaki gibi sıralanabilir;

1.2.1. Hamiline ve Nama Yazılı Pay Senetleri

Pay senetleri, tedavül kabiliyetleri bakımından hamiline yazılı ve nama yazılı olmak üzere ikiye ayrılır (TTK m. 484).

Nama yazılı pay senetleri sahipleri ad, soyadı, yerleşim adresi, ticaret ünvanı ve pay senedi bedelinin ödenmiş miktarı pay defterine kaydedilir (TTK m. 487). Hamiline yazılı Pay senetlerinde ise, sadece bu Pay senedinin hamiline yazılı olduğu belirtilir. Paylar hamiline yazılı olması durumunda şirket yönetim kurulu, pay bedelinin tamamının ödenmesinden itibaren üç ay içerisinde pay senetlerini bastırıp pay sahiplerine dağıtması gerekmektedir (TTK m. 486). Ayrıca hisse senetleri sahiplerine datılmadan önce Merkezi Kayıt Kuruluşuna bildirilmesi kanuna bağlanmıştır.

Pay senedi ihraç eden şirketin ana sözleşmesi, ihraç edilecek pay senetlerinin hamiline veya nama yazılı olacağını belirtir. Bunların bir kısmı nama, bir kısmı da hamiline yazılı olabilir. Ne kadarının nama, ne kadarının hamiline yazılı olacağı ve bunların hangi ortaklara tahsis edileceği ana sözleşmede açıkça gösterilir (Canbaş ve Doğukanlı, 2001:24).

Hamiline yazılı paylarda devir işleminde payı devralanın Merkezi Kayıt Kuruluşuna bildirimle tamamlanır (TTK, m. 489). Nama yazılı pay senetleri ise esas mukavelede aksine hüküm olmadıkça devrolunabilir. Nama yazılı payların devri, senedin devir alana teslimi ve şirketin pay defterine kaydedilmesi ile mümkündür.

Esas sözleşmede aksine hüküm bulunmadıkça anonim ortaklıklar sisteminde asıl olan nama yazılı pay senetleridir.

Bu Pay senetlerinin ortak sayısının tespitinde, ortakların tanınması ve takibinde, mal varlığının korunmasında, ortaklığın yabancılaşmasının önlenmesinde, senedin kaybolması hâlinde, genel kurul toplantısına katılmada, vergi kaybını önlemede çeşitli yararları bulunmasına kârşılık; ortaklık payının devrindeki güçlükler, halka açılmayı engelleme, gizliliği sağlayamama bakımından sakıncaları vardır. Senedin hamili kim ise o kimsenin hak sahibi sayılacağı anlaşılan pay senetleri, hamiline yazılı pay senetleridir. Bu pay senetleri Merkezi Kayıt Kurumu tarafından hamilleri kayda alınmaktadır. Hamiline yazılı pay senetlerinin gerçek anonimliği sağlama, devir kolaylığı, sınavi mülkiyetin yaygınlaşmasına yardım etme, tasarruf sahibi açısından gizlilik temin etme gibi yararı vardır.

1.2.2. Adi ve İmtiyazlı Pay Senetleri

Pay senetleri, ana sözleşmede aksine bir hüküm yoksa sahiplerine eşit haklar sağlar. Bu tip pay senetlerine adi pay senetleri denir. Bir kısım pay senetleri ise adi pay senetlerine nazaran kâra iştirak ve genel kurulda oy kullanma bakımından ana sözleşme ile sahiplerine imtiyazlı haklar tanıyabilir. Esas sözleşme ile imtiyazlı paylara kârdan belli oranda özel temettü dağıtımını öngörülebilir; rüçhan hakkı kullanımında, oy hakkında, tasfiye sonucuna katılmada, organ üyeliklerine aday göstermede vs. bazı ayrıcalıklar tanınabilir. Ancak yatırım ortaklıkları kurucu intifa senedi, oydan yoksun Pay senedi, yönetim kurulu üyelerinin seçiminde oyda imtiyaz hakkı tanıyan pay senetleri dışında imtiyaz veren pay senedi ihraç edemez.

İmtiyazlı pay senetleri uygulamada dört ana grupta toplanabilir (Tuncer,1985:204).

- Oy hakkında ayrıcalık tanıyan pay senetleri: Söz konusu senetler daha ziyade kuruculara verilmekte ve sahibine birden fazla oy hakkı sağlamaktadır.

- Kâr payı dağıtımında ayrıcalık tanıyan pay senetleri: Kâr payı dağıtımında adi Pay senetlerinin sahip olduğu hakların yanı sıra özel menfaatler de sağlar.

- Tasfiye sırasında ayrıcalık tanıyan pay senetleri: Şirketin tasfiyesi durumunda diğer paylara göre sekil ve oran açısından imtiyaz tanıyan senetlerdir.

- Diğer konularda ayrıcalık tanıyan pay senetleri: Sermaye artırımında veya şirket yönetiminde öncelik tanıyan pay senetleridir

1.2.3. Bedelli ve Bedelsiz Pay Senetleri

Yeni taahhüt veya ödeme yolu ile çıkârılan, diğer bir deyişle bedelli artırıma konu olan paylar ya kuruluş aşamasında çıkârılır ya da sermaye artırımlarında rüçhan hakkı kullanımıyla eski ortaklar tarafından veya halka arz yoluyla üçüncü kişiler tarafından satın alınır. Bu paylar kârşılığında ortaklık dışı kaynaklardan ortaklığa ödeme yapılmış olur. Yedek akçe, dağıtılmamış kâr, yeniden değerlendirme değer artış fonu, gayrimenkul satış kazançları veya iştiraklerdeki değer artışlarının sermayeye eklenmesi nedeniyle çıkârılacak pay 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 pay senetleri eskisinin uzantısı olduğundan bedelsiz pay senetlerini edinme hakkı eski ortaklara, yani pay sahiplerine aittir.

1.2.4. Primli ve Primsiz Pay Senetleri

Türk hukuk sisteminde nominal değeri bulunmayan pay senedi ihracı söz konusu değildir. Öte yandan TTK'nın 347. maddesine göre de itibari (nominal) değerinden aşağı bir bedelle pay senedi ihraç edilememektedir. Üzerinde yazılı değer ile ihraç edilen pay senetlerine primsiz, nominal değerlerinden yüksek bir bedelle ihraç edilen pay senetlerine primli pay senedi denir. Primli pay senedi ihracı için ya esas sözleşmede hüküm bulunmalı ya da genel kurul tarafından karar alınmalıdır. Kayıtlı sermaye sisteminde ise esas sözleşme ile yetki verilmiş olmak üzere yönetim kurulu kararı ile primli pay ihraç edilebilir. Primli pay senedi ihraç edilmesi hâlinde oluşacak emisyon primleri vergiye tabi olmaktadır.

1.3. Pay Senedi Sahibinin Hakları Ve Yükümlülükleri

Anonim şirketlerde pay senetlerinin sahiplerine sağlamış olduğu haklar ve yükümlülükleri Türk Ticaret Kanunu, Sermaye Piyasası Kanunu ve şirket esas sözleşmeleriyle düzenlenmektedir.

1.3.1. Kâr Payı Hakkı

Pay sahibinin en önemli mali haklarından biridir. Kâr payı, pay sahibinin, kazanılmış haklarından olmakla birlikte sınırlandırılabilir. TTK'na göre kanuni ve ihtiyari yedek akçelerle, kanun ve esas sözleşme gereğince ayrılması gereken diğer paralar safi kârdan ayrılmadıkça kâr payı dağıtılamaz (TTK, m. 523: SPK m.19).

Kanuni ve ihtiyari yedek akçelerle, kanun ve esas sözleşme gereğince ayrılması gereken diğer paralar safi kârdan ayrıldıktan sonra kalan tutar dağıtılabilir kârdır. Firma dağıtılabilir kârı ister dağıtmayarak sermayeye ekler ve yeni yatırımlarda ya da mevcut yatırımları geliştirmede kullanabilir

isterse de pay sahiplerine kâr payı olarak dağıtabilir. Burada firma bu kârarı verirken elbette pay sahiplerinin beklentilerini de göz önünde bulundurmak zorundadır. Nitekim pay sahipleri firmaya yatırmış olduğu tasarruflarının kârşılığında dağıtılabilir kârdan pay beklemektir.

1.3.2. Şirket Yönetimine Katılma Hakkı

Şirket yönetimine katılma hakkı, pay sahiplerine yönetim kurulunu seçme ve yönetim kuruluna katılma hakkı verir. Şirket genel kurulu, şirketin ana organı olarak hemen her konuya müdahale edebilir. Ancak yönetim hakkı, genel kurulun çoğu kez adi çoğunluğu ile sağlandığından şirket sermayesini %51'ini elinde bulunduran ya da bulunduranlar yönetime sahip olabileceklerdir. Fakat sermayenin geniş bir tabana yayılması halinde, yönetim hakkı çoğu örneklerle ilginç bir görünüm almakta ve bazı şirketlerde %15'lik oy hakkı ile yönetimin ele geçirilebildiği görülmektedir. Gerek ana sözleşmeye konulacak özel hükümlerle, gerek bazı hallerde yasal müdahalelerle azınlık paylarının yönetimde seslerini duyurabilmeleri sağlanabilmektedir.

1.3.3. Oy Hakkı

Her pay senedi sahibine en az bir oy hakkı verir. Bu esasa aykırı olamamak şartıyla pay senetlerinin sahiplerine vereceği oy hakkının sayısı esas sözleşme ile tayin olunabilir (TTK, m. 434). Oy hakkı payın kanunen veya esas sözleşme ile belirlenmiş bulunan en az miktarın ödenmesiyle doğar (TTK, m. 435). İmtiyazlı pay senetlerinde oy hakkı pay başına birden fazla olması mümkündür.

Halka açık ortaklık genel kurulunda oy kullanma hakkı pay sahiplerinin herhangi bir kuruluş nezdinde depo etmesi şartına bağlanamaz. Halka açık ortaklığın genel kurulunda oy

kullanma hakkına sahip olanlar vekil tayin ederek bu hakkı kullanabilir veya MKK tarafından sağlanan elektronik ortam üzerinden de oy kullanma hakkını kendileri kullanabilir (SPK, m. 30).

1.3.4. Rüçhan Hakkı

Ortağın mevcut sermayedeki payı oranında pay alma hakkını ifade etmektedir. TTK 461'e göre her pay sahibin yeni çıkârılan payları mevcut paylarının sermayeye oranına göre alma hakkına sahiptir. Bu hak, şirketin SPK'nun belirlediği bir süre içinde pay senedi sahipleri tarafından kullanılabilir.

Rüçhan hakkı ortak yönünden kâr ve tasfiye payına katılma ya da oy hakkı gibi kazanılmış bir hak değildir. Rüçhan hakkı haklı sebepler olduğu zaman en az esas sermayenin yüzde 60'ının oyunu ile sınırlandırılabilir veya kaldırılabilir.

1.3.5. Bilgi Alma Hakkı

TTK'na göre her pay sahibi şirketin gelir tablosuyla bilançosunu isteyebilir. Ayrıci konsolide finansal tablolar, yönetim kurulunun yıllık faaliyet raporları genel kurul toplantısından önce şirket merkezinde ve şubelerinde pay sahiplerinin incelemesi için hazır bulundurulur. pay sahipleri yönetim kurulundan şirketin işleri, denetçilerden denetimin şeklini ve sonuçları hakkında bilgi isteyebilir. Bilgi verilmesi sadece şirket sırlarını açıklanacağı veya korunması gereken diğer şirket çıkârlarının tehlikeye girebilme gerekçesi ile reddedilebilir (TTK, m.437).

1.3.6. Tasfiye Bakiyesine Katılma Hakkı

Tasfiye bakiyesine katılma hakkı, tasfiye sonucunda bir artığın kalması halinde geçerlidir. Her pay senedi sahibi, bu

artıĝa payı oranında iştirak eder (TTK, m. 507). Tasfiye artıĝı olumsuz ise, ödenmeye pay ile sınırlı bir borç yaratır. Pay bedeli tamamen ödenmiş ise, borç söz konusu deĝildir. Pay senedi deĝerinde meydana gelen artış ve kullanılmaya rüçhan hakkı kuponlarının satışından saĝlanan gelir de pay senetlerinin saĝladığı diĝer mali haklar arasında sayılabilir.

1.3.7. Sır Saklama Borcu

Her pay sahibi sonradan ortaklıktan ayrılmış olsa da şirket sırlarını saklamak zorundadır. Firmaların pay senedine sahip olan kişiler firmanın finansal yapısı, yönetim durumu, üretim durumu ve çalışanlar hakkında bilgi alma hakkına sahiptirler. Ancak pay senedi sahipleri bu bilgileri firma dışında yer alan kişilere söylememekle yükümlüdürler.

1.3.8. Sermaye Borcu

Pay senetleri, elde bulunduran yatırımcıya bazı haklar saĝlamakla birlikte bazı mali sorumlulukları da beraberinde getirir. Gerek yeni kuruluşta gerekse sermaye artırımında, iştirak taahhüdünde bulunan bir ortak taahhüdünü yerine getirmekle yükümlüdür. Taahhüt ettiĝi payların apellerini şirket yönetim kurulunun tespit ettiĝi tarihlerde yatırmak zorundadır. Zamanında Apel borçlarını ödemeyenlerden temerrüt faizi talep edilebilir. Bu ortaklar ortaklıktan çıkârılabilirler, yatırdıkları miktar üzerindeki haklarını kaybedebilirler, cezai şartlara muhatap olabilirler, hatta tazminat ödemek durumunda kalabilirler.

Sermayesini tamamen ödenmiş bir şirket iflas eder veya tasfiyeye tabi tutulursa, şirketin borçlarını ödeyebilmesi için pay sahiplerinde taahhütlerinin henüz ödemedikleri kısmı talep edilebilir. Böylece, payları devralan aynı taahhütlerini de devralmış olur.

Ancak, pay senedi sahibinin mali sorumluluğu sadece pay senedi sahibi olmaktan ziyade kuruluşla veya sermaye artırımına iştirak ederken imzaladığı taahhütnameden ileri gelmektedir. Hiçbir taahhütname imzalanmadan portföy yatırımı yapan bir kimsenin sahibi bulunduğu tamamı ödenmiş pay senetlerinden dolayı herhangi bir mali sorumluluğu söz konusu değildir. Bedeli tamamen ödenmemiş nama yazılı pay senetlerinin elinde tutan kimse, pay defterine kaydedilmekle şirkete karşı geri kalan bedeli ödemekle yükümlü olur. Diğer yandan, söz konusu, mali sorumluluk da kuruluş veya sermaye artırımını dolayısıyla iktisap edilen senetlerin nominal değeri ile sınırlıdır.

1.4. Pay Senedi Değer ve Fiyat Tanımları

Pay senedi yatırımcılarının sık karşılaştıkları ve temel analiz de denen, şirketlerin ekonomik analizinin yapılmasında kullanılan bazı tanımların üzerinde durmakta yarar vardır.

1.4.1. Pay Senedi Değer Tanımları

Pay senedi değer tanımlamaları, pay senedinin verimliliğinin saptanmasında kullanılan ölçümlerde ve analizlerde ele alınan tanımlamalardır. Bunların başlıcaları aşağıdaki gibi sıralanabilir:

1.4.1.1. Defter Değeri

Bu değer şirketin bilançosundaki öz sermaye toplamının çıkartmış olduğu pay senedi sayısına bölünmesiyle bulunur. Burada öz sermaye ile; ödenmiş sermaye, ihtiyatlar toplamı, dağıtılmamış kârlar yeniden değerlendirme değer artış fonları ve

bu türdeki diğer fonlarla kârşılıklar kastedilmektedir. İşletmenin öz sermayesi ödenmiş sermayesinden yüksekse, defter değeri nominal değerden yüksek, aksi durumda yani sermayenin eksiği durumunda ise nominal değerden düşük olacaktır.

1.4.1.2. İşleyen Firma Değeri

Burada işletmenin bir bütün olarak, çalışır durumda devredilmesi halinde bulacağı değer söz konusudur. Bu değer belirlenmesinde işletmenin kazancı ile söz konusu kazanç için gerekli kazanç oranının dikkate alınması gerekir. Tasfiye değeri, piyasa değeri için alt sınırı oluştururken işleyen teşebbüs değeri de üst sınırı oluşturacaktır.

1.4.1.3. Tasfiye Değeri

Şirketin tasfiyesiyle birlikte, faaliyetle ilgili borçlar, varlıkların satışından elde edilen değerden çıkânılır. Elde edilen bu değer, pay senedi sayısına bölünmesiyle tasfiye değeri bulunmuş olmaktadır. Tasfiye değeri, piyasa için alt sınırı oluştururken, işleyen teşebbüs değeri de üst sınırı ifade eder.

Tasfiye değeri, şirketin varlıklarının nakde dönüştürülmesi sonucunda elde edilen değer, tüm borçlar ödendikten sonra pay senedi başına düşen miktardır (Sarıkamış, 1995). Tasfiye değerini hesaplarken, varlıkların pazarda bulabileceği değer belirlenmesi büyük güçlükler ortaya çıkâracaktır. Özellikle, işletmedeki yarı mamullerin, arsa, arazi gibi duran varlıkların tasfiyesinde, uygulamada farklı bilirkişilerin saptadıkları değerler arasında çok büyük farklar görülebilmektedir (Bolak, 1994).

Pay senedinin tasfiye değerini nominal değerden farklı kılan en önemli etken, varlıkların pazar değerlerinin defter değerlerinden farklı olmasıdır. Bu farklılık özellikle, maddi

sabit varlıklar ve stokların değer kazanmış olmalarından kaynaklanır. Ayrıca normalüstü enflasyon da tasfiye değerini saymaca değerinin çok üzerine çıkâabilir. Enflasyonist ortamda toplam varlıklar içinde duran varlıkların oranı yüksek olan bir ortaklığın pay senedinin tasfiye değeri, toplam varlıkları daha çok likit değerlerden oluşan bir ortaklığın pay senedinin tasfiye değerinden daha yüksektir. Keza borç/özsermaye oranının yüksek olması, enflasyonist bir ortamda tasfiye değerinin yüksek çıkmasına diğer bir neden olmaktadır. Yüksek borçluluk değeri yükseltici etkide bulunabilir. Alacakların ve borçların ise tasfiye tarihinde cari pazar faiz oranı ile iskonto edilmeleri tasfiye değeri üzerinde sırası ile olumsuz ve olumlu etkide bulunur (Sarıkamış,1995).

1.4.1.4. Net Aktif Değeri

Pay senedinin belirli bir faaliyet dönemi sonunda düzenlenen şirket bilançosundaki net aktif tutarını ifade etmektedir. Bu tanımlama genellikle bir yıldır.

1.4.1.5. Alternatif Gelir Değeri

Ortaklar tarafından oluşturulan sermayenin, şirket içinde şirket sermayesi şeklinde kullanılmayıp başka bir yatırım alanında değerlendirilmiş olması hâlinde pay senetlerine yatırılan sermaye miktarı ile elde edilebilecek alternatif gelirden bir paya düşen gelir tutarını açıklar. Türkiye'de alternatif gelir değeri belirlemesi, genellikle banka faizi, devlet tahvili gelirleri ile kârşılaştırılarak yapılmaktadır. Menkul kıymetler piyasasındaki araçlar çoğaldıkça alternatif gelir hesaplamaları da çeşitlenmiş olmaktadır.

1.4.1.6. Gerçek Değer

Gerçek değer, bir anlamda yatırımcıların, işletmenin gelecekte gelir yaratma potansiyelini ve kendilerinin bu pay senedinden bekledikleri kazanç oranını göz önüne alarak, işletmenin pay senedine biçtikleri, mevcut koşullar altında söz konusu pay senedi için normal buldukları değerdir (Bolak,1994).

Bir pay senedinin gerçek değeri, o pay senedinin ait olduğu işletmenin varlıkları, kârlılık durumu, dağıtılan kâr payları, sermaye yapısı gibi değişkenlerin belirlendiği değer olarak tanımlanır. Gerçek değer, bir anlamda yatırımcıların, işletmenin gelecekte gelir yaratma potansiyelini ve kendilerinin bu pay senedinden bekledikleri kazanç oranını göz önüne alarak işletmenin pay senedine biçtikleri, mevcut koşullar altında söz konusu pay senedi için normal buldukları değerdir.

1.4.2. Pay Senedi Fiyat Tanımları

Pay senedi fiyat kavramındaki başlıca tanımlamalar; nominal (itibari) fiyat, (emisyon) fiyatı, piyasa fiyatı ve borsa fiyatıdır.

1.4.2.1. Nominal (İtibari) Fiyat

Pay senedinin yazılı olan fiyatıdır. Toplam sermayenin miktarını belirleyebilmek bununla ilgili muhasebe kayıtlarını yapabilmek için pay senedinin ilk çıkârılışı sırasında ortaklık yönetimi tarafından verilen değerdir.

1.4.2.2. İhraç Fiyatı

Pay senetlerinin şirket tarafından çıkârılışı aşamasında satışa sunulduğu fiyattır. Türkiye'de genel olarak şirketler, çıkârdıkları yeni payları nominal fiyatla satmakla beraber

borsa değeri yüksek olan pay senedini çıkâran şirket, nominal değerin üzerinde bir emisyon fiyatı da belirleyebilir. Özellikle yeni bir sermaye artırımında rüçhan hakkının kullanılmasından sonra arta kalan bölümün halka arz edilmesinde emisyon fiyatı, normal fiyatın üzerinde saptanmaktadır.

1.4.2.3. Piyasa Fiyatı

Bir pay senedinin sermaye piyasasında alınıp satıldığı fiyat, o pay senedinin piyasa fiyatı olarak tanımlanır. Arz ve talep koşullarına göre oluşur. İşletmenin etkinliğinde herhangi bir değişme olmaksızın piyasa koşullarındaki değişmelere bağlı olarak bir pay senedinin piyasa fiyatında zaman içinde değişimler gözlenebilir. Gerçek değerinin üstünde veya altında bir fiyat oluşabilir. Eğer borsa mevcutsa borsa fiyatı ile eş anlamlı olarak kullanılan fiyattır.

1.4.2.4. Borsa Fiyatı

Borsada kota edilerek işlem görmeye başlayan şirket paylarının, sermaye piyasalarındaki arz ve talep koşullarına göre alınıp satıldığı fiyat, o pay senedinin piyasa değeri olarak tanımlanır (Ceylan,1999). Borsanın işleyişine göre fiyatlar, günlük olarak belirlenir ve açılış, kapanış, en düşük, en yüksek, ortalama günlük fiyat gibi türlere ayrılır.

1.5. Pay Senedi Çıkâracak Kuruluşlar

Pay senetleri, sadece sermaye şirketi niteliğinde olan anonim şirketler ve anonim şirket statüsünde kurulan diğer şirketler tarafından çıkârtılabilir. Ayrıca özel kanunlarla kurulan bazı kuruluşlar da pay senedi çıkârtabilir. Pay senedi ihraç edebilecek şirket ve kuruluşlar:

- Anonim Şirketler

- Sermayesi paylara bölünmüş komandit şirketler
- Özel kanunla kurulan kurumlar (TCMB, bankalar, anonim şirket şeklinde kurulmuş iktisadi devlet teşekkülleri, Kamu İktisadi Teşekkülleri (KİT), bağlı ortaklıklar, sigorta şirketleri vs.)

1.5.1. Anonim Şirketler

Anonim şirketleri, pay senetlerini hangi yolla çıkardıkları göz önüne alınarak üç ana grup hâlinde tasnif etmek mümkündür:

1.5.1.1. Pay Senetleri Halka Arz Edilmemiş Anonim Ortaklıklar

Bu tip şirketlerin Türk Ticaret Kanunu'ndaki kesin hükümlerle sınırlandırıldığı görülmektedir. Özellikle anonim ortaklık, yakın akrabalarından ve aynı soyadı taşıyan ortaklar arasından kurulmuşsa anonim ortaklık sermaye idaresi ve yönetimi de tek kişinin iradesi ile işleyen bir görüntü verir.

Sermaye Piyasası Kanunu'nun ilgilenmediği bu tip şirketler, halkın küçük tasarruflarını toplayıp bu yolla öz sermaye birikimi sağlama yolunu benimsemediklerinden sermaye piyasasının gelişmesine yardımcı olmayan veya bu piyasada etkinliği bulunmayan şirketler durumundadırlar ve TTK'ya tabidir.

1.5.1.2. Pay Senetlerini Halka Arz Etmiş veya Arz Etmiş Sayılan Anonim Ortaklıklar

Bir kapalı veya aile anonim ortaklığı pay senetlerini halka arz ederek Sermaye Piyasası Kanunu'nun kapsamına girme kararı verebilir ve böylece halka açık anonim ortaklık karakteri kazanabilir. Böyle bir karar küçük tasarrufları toplayarak

öz kaynak niteliğinde, fon oluşturmak niyetinden kaynaklanır. Türk Ticaret Kanunu ve Sermaye Piyasası Kanununa tabidirler. Öte yandan pay sahibi sayısının 500'den fazla olduğu herhangi bir şekilde tespit olunan anonim ortaklıkların (pay senetlerini halka arz etmeseler bile) pay senetleri halka arz olunmuş sayılır ve bu ortaklıklar, halka açık anonim ortaklık hükümlerine tabi olurlar (SPK, m. 16).

Kurulca yapılan incelemede, bu Kanuna tabi ortaklıkların menkul kıymetlerinin ikinci el piyasasının olduğu anlaşıldığı taktirde, Kurul, bu ortaklıkların doğrudan ya da dolaylı ortak sayısını veya bilanço büyüklüğünü dikkate alarak menkul kıymetlerine borsada işlem görme şartı da getirebilmektedir.

1.5.1.3. Kayıtlı Sermaye Sistemindeki Anonim Ortaklıklar

Pay senetlerini halka arz etmek üzere kurulan anonim ortaklıklar ile kurulmuş olup da sermaye artırmak suretiyle pay senetlerini halka arz edecek olan anonim ortaklıklar, Kurul'dan izin almak şartı ile kayıtlı sermaye sistemini kabul edebilirler. Bu hâlde ortaklığın esas sermayesi, çıkârılmış sermaye olur ve sözleşmede tespit edilen kayıtlı sermaye miktarına kadar yeni pay senetleri çıkârmak suretiyle yönetim kurulu tarafından Türk Ticaret Kanunu'nun esas sermayenin artırılmasına ilişkin hükümlerine bağlı kalınmaksızın sermaye artırılabilir. Kayıtlı sermaye sisteminde çıkârılan payların tamamı satılıp bedeli ödenmediğinde bu paylar iptal edilmeden yeni pay çıkârılması mümkün değildir (SPK, m. 18).

1.5.2. Sermayesi Paylara Bölünmüş Komandit Şirket

Bu şirketler de pay senedi ihraç edebilir. Ancak teorik olarak menkul kıymet kabul edilebilecek olan bu senetler, kanunen menkul kıymet olarak kabul edilmemektedir. Sermaye

Piyasası Kanunu'nun 4. maddesinde “Sermayesi paylara bölünmüş komandit ortaklıkların pay senetleri halka, arz yoluyla satılamaz” ifadesi yer almaktadır.

1.5.3. Özel Kanunlarla Kurulmuş Kuruluşlar

Bankalar (isteğe bağlı), T.C. Merkez Bankası, sigorta şirketleri, anonim ortaklık hâlinde kurulmuş bulunan iktisadi devlet teşekkülleri, bağlı ortaklıklar, yatırım ortaklıkları, aracı kurumlar ve özel finans kuruluşları pay senedi ihraç edebilir.

1.6. Pay Senedi Değerini Etkileyen Faktörler

Firma değerini etkileyen faktörler, firma dışı ve firma ile ilgili faktörler olmak üzere iki kısımda incelenebilir.

1.6.1. Firma Dışı Faktörler

Firma dışı faktörler firmanın elinde olmadan ortaya çıkan ve firmanın müdahale edemediği ekonomi ve endüstri ile ilgili değişimlerdir.

1.6.1.1. Ekonomi ile İlgili Faktörler

İşletmelerin içerisinde bulundukları ekonomik koşullardan etkilenmemesi mümkün değildir. Ülke ekonomisinde gelecekte beklenen bir gelişme işletmeleri daha başarılı hale getirirken doğal olarak pay senedi değerlerini de yükseltecektir. Genel ekonominin durgunluğa girmesi beklentisi durumunda ise işletmeler üzerinde olumsuz etki yapacaktır.

Firmaların değerini etkileyen genel ekonomik faktörler aşağıdaki başlıklarda incelenmektedir. Ülkede bir yılda üretilen mal ve hizmetlerin piyasa fiyatları ile ifade edilmiş kıymetleri toplamı gayri safi milli hasılayı vermektedir. Yapılan araştırmalar bir işletmenin satışları ile gayri safi milli hasıla

arasında oldukça yüksek korelasyon olduğunu ortaya koymaktadır (Johnson, 1983).

Gayri safi milli hasıla hesaplanırken bulunan rakamdan üretim araçlarının aşınma ve yıpranma paylarının düşülmesi safi milli hasılayı, safi milli hasıla içinde yer alan çeşitli vergilerini indirilmesi de milli geliri vermektedir (Oğuz, a.g.e). Milli gelir bir ülkenin refah düzeyini gösteren ve işletmeleri doğrudan etkileyen bir göstergedir. Milli gelirden gelecekte beklenen reel bir artışın doğrudan pay senedi değerlerine yansımaları beklenir. Çünkü milli gelirdeki artışı yapan pay senetlerinin temsil ettiği firma kendisidir. Para arzı bir ülkede mevcut her türlü paranın toplam miktarını ifade etmektedir. Bir ülkenin para stoku başka bir deyişle tedavül hacmi o ülkenin para arzını meydana getirmektedir (Öcal, 1990). Hükümetin kontrolünde olan para arzındaki değişikliklerle ekonomik faaliyetleri kontrol etmesine yönelik çabalar ise para politikası olarak ifade edilmektedir. Para arzı artışlarının gayri safi milli hasıla artışlarından fazla olması enflasyonun yükselmesine neden olacaktır. Bunun yanı sıra para arzı faiz oranlarını da doğrudan etkilemektedir. Para arzının yükselmesi ilk aşamada faiz oranlarının düşmesine neden olabilir. Bu düşüş doğal olarak pay senedi değerini de etkileyecektir.

Para arzındaki yükselme nedeniyle pay senetlerine olan talebin artacağı ve pay senedi değerlerinin yükseleceği düşünülebilir. Ancak bu kısa dönem sürecek bir etik olup, spekülasyon kazançlara yol açacaktır. Hükümetin, para arzındaki artışın ekonomide neden olacağı olumsuzlukları ortadan kaldırmak için alacağı önlemler, uzun dönemde ekonomik durgunluğa neden olabilecek ve pay senedi değerleri olumsuz yönde etkilenebilecektir. Tedavülde kullanılan araçların o ülke piyasasının ihtiyacından fazla artması ve artmaya devam etmesi sonucunda paranın satın alma gücü düşmekte ve bunun doğal sonucu olarak da fiyatlar sürekli yükselmektedir.

Enflasyonda görülen değışmelerin sabit getirili menkul kıymet değerlerini olumlu ya da olumsuz yönde etkileyeceğı kabul edilmekle birlikte değışken getiriye sahip pay senetlerinin enflasyondaki değışmelerden etkilenip, etkilenmediğı tartışılmaktadır.

Teorik olarak uygun bir finanslama stratejisi sonucu bir işletmede öz kaynak niteliğindeki fonlar enflasyon kârşısında satın alma güçlerini kaybetmeyen varlıklara yatırılacaktır. Enflasyonla birlikte bu varlıkların değerleri nominal olarak yükselecek, bu yükselme öz kaynaklara ve özkaynakları temsil eden pay senetlerine yansıyacaktır. Bu şekilde pay senetleri, değerlerinde meydana gelen artışla enflasyonun etkisinden korunmuş olacaklardır.

Faiz oranlarının yükselmesi işletmelerin yeni yatırımlar yapmasını engelleyici bir unsurdur. Artan faiz oranları işletmelerin yatırım maliyetlerinin artmasına neden olacaktır. Dolayısıyla faiz oranlarındaki artışlar firmanın değerini olumsuz yönde etkileyeceğı kabul edilir. İşletme kısa süreli borçlarını yenilemek istediğinde ve faiz oranları yükseldiğinde yüksek maliyette kaynak temin edecektir. Ayrıca piyasa faiz oranının yükselmesi firma ortaklarının bekledikleri verimliliğı artıracaktır. Çünkü alternatif yatırım araçları daha yüksek kazandırıyor olacaktır. Dolayısıyla firmanın özkaynak maliyeti artacaktır. Uzun süreli borçlarda ise bu etki daha geç ortaya çıkacaktır. Kaynak maliyetinin yükseliş i firma kârını görel olarak düşürecek ve pay senedi değerini olumsuz yönde etkileyecektir.

Bir ülkede istihdam düzeyinin yükselmesi, işsizlik oranının düşmesi o ülkede ekonominin iyiye gittiğinin bir göstergesidir. Bir ülkede istihdam hacminin artması o ülkenin ulusal ekonomik gücünün kuvvetli olduğı gösterir.

Genel olarak istihdam düzeyinin yükselmesiyle milli gelirden meydana gelecek artış ekonomik refaha neden olacak bu durumda işletmeleri ve pay senedi değerlerini olumlu yönde etkileyecektir. Ekonomik hayat statik olmayıp dinamik yapısı nedeniyle sürekli olarak dalgalanmalar göstermektedir. Bu dalgalanmalar konjonktür teorisi ile çeşitli iktisatçılar tarafından açıklanmaya çalışılmıştır. Hemen hemen bütün işletmeler konjonktüre karşı duyarlı olmakla birlikte, etkilenme dereceleri endüstriler arasında farklılık göstermektedir. Konjonktür, işletmenin satış gelirlerini, giderlerini ve sonuçta kârlılığını etkilemektedir.

1.6.1.2. Endüstri ile İlgili Faktörler

Firma ile ilgili olmayan ancak firma değerini etkileyen faktörlerden biri de endüstri ile ilgili faktörlerdir. Endüstri ile ilgili faktörlerden biri ürünün hayat devreleridir. Ürünlerin hayat devreleri olduğu gibi endüstrilerin de hayat devreleri vardır. Her iş kolu veya sektör, ortaya çıkışından itibaren gelişme ve büyüme devreleri izlemektedir. Firmanın bulunduğu sektörün büyüme döneminde olması firmanın pay senetlerini olumlu yönde etkileyecektir. Aynı zamanda olgunluk ya da gerileme döneminde olan endüstrilerde yer alan firmaların pay senetleri ise olumsuz yönde etkilenecektir.

Endüstrinin geçmişteki performansı, bir endüstrinin satışlarının ve kazançlarının doğru bir şekilde belirlenmesi için önemlidir. Geçmiş yıllardaki satış hasılatları ve kârlar, geçmiş yılların satış hasılatı ve kârlarındaki büyüme, endüstrinin ürünlerine olan talebin derecesini göstermektedir. Endüstrinin geçmiş yıllardaki büyüme durumu endüstrinin hayat seyri hakkında fikir edinilmesini sağlar ve endüstrinin geleceğine ışık tutar. Ayrıca endüstri ürünlerine ilişkin geçmiş yıllara ait arz ve talep durumlarının

belirlenerek geleceğe projekte edilmesi, varsa talep artışının nedenini ve gelecekte bu artışın devam edip etmeyeceğini ortaya koyacaktır. Endüstri içi rekabet düzenli olabileceği gibi yıkıcı bir şekilde yani endüstrinin ürettiği malların satış hacimlerinin olumlu olmasına rağmen endüstri içindeki işletmelerin kazanç sağlayamaması şeklinde ortaya çıkabilir. Genellikle endüstriye girişin kolay olması o endüstride yıkıcı rekabetin ortaya çıkmasına neden olan önemli bir faktördür.

Devlet müdahale yoluyla endüstrileri olumlu ya da olumsuz yönde etkileyebilmektedir. Devlet yaklaşımı bir endüstriyi iç ve dış rekabete kârış koruyucu mevzuat, ihracat kredileri, gümrük muafiyeti ve benzerleri ile olumlu yönde etkileyeceği gibi o endüstrinin gelişmesini engelleyici bir mevzuatta yürürlüğe koyabilir.

1.6.2. Firma ile İlgili Faktörler

Pay senedinin değerini etkileyen firma dışı etkenler olan ekonomik faktörler ve endüstri ile ilgili faktörlerin dışında firma ile ilgili faktörler de vardır. Türkiye’de bireysel yatırımcıların pay senedi talebini etkileyen unsurlarla ilgili olarak yapılan bir araştırma sonucu yatırımcıların işletmeye ait özelliklerin hemen tamamını yüksek bir hassasiyetle incelediklerini ortaya koymaktadır.

Yapılan değerlendirmede temel amaç işletmenin gelecekteki nakit akışlarını belirlemek olduğu için, işletmenin kazanma gücüne dolaylı ya da dolaysız olarak etki eden tüm faktörler dikkate alınmalıdır. Genel bir ifadeyle göz önüne alınacak faktörler işletmenin varlık ve kaynak yapısıyla, ürettiği ve sattığı mamullerin özellikleriyle, yönetim kadrosuyla, izlediği yönetim politikalarıyla ve taşıdığı riskle ilgilidir.

1.6.2.1. Sermaye Yapısı ile Firma Değeri Arasındaki İlişki

Bir işletmenin borç/özkaynak oranının değiştirilmesinin firma değeri üzerine etkisi, konusunda temel olarak Net Gelir Yaklaşımı, Net Faaliyet Geliri Yaklaşımı, Geleneksel Yaklaşım ve Modigliani-Miller Yaklaşımı olmak üzere dört yaklaşım bulunmaktadır (Brigham ve Eugene, 1989)

Net gelir yaklaşımında işletmenin özkaynak maliyetinin, sermaye yapısından bağımsız olarak her borç/özkaynak oranında sabit kaldığı varsayılmaktadır. Benzer şekilde borç maliyeti de değişmediğinden, işletme toplam sermaye yapısı içerisindeki daha ucuz maliyetli borç miktarını artırdığında ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti düşmekte ve firma değeri yükselmektedir. Net gelir yaklaşımının dayandığı varsayımların gerçekçi olduğunu ifade etmek zordur. Zira firmanın artan borç/özkaynak oranı ile birlikte finansal riski de yükselecek, bu durum hem ortakların beklediği verimliliğin aynı zamanda özkaynak maliyetinin hem de borç maliyetinin yükselmesine neden olacaktır.

Net Faaliyet Geliri Yaklaşımı işletmenin genel kapitalizasyon oranının başka bir ifadeyle ağırlıklı ortalama sermaye maliyetinin tüm sermaye yapılarında sabit kalacağı varsayımına dayanmaktadır. Ağırlıklı ortalama sermaye maliyetinin borç/özkaynak oranından bağımsız olarak sabit kalmasının nedeni ortakların, artan her birim borçla birlikte yükselen riskliliği karşılamak için aynı oranda yatırımlarından bekledikleri verimliliği yükseltmeleridir. Yaklaşımında borç maliyetinin ise tüm sermaye yapılarında aynı olacağı kabul edilmektedir.

Ağırlıklı ortalama sermaye maliyetinin sabit kalması sonucu borç/özkaynak oranının değişmesi firma değerini etkilememektedir. Diğer bir deyişle borç düzeyi ne olursa olsun

firmanın değeri değişmeyecektir. Net gelir ve net faaliyet geliri yaklaşımları iki uç yaklaşım olarak ifade edilebilir. Bu iki yaklaşımı uzlaştırmacı nitelik taşıyan geleneksel yaklaşımda ise işletmenin daha ucuz maliyetli borç miktarını artırarak, ağırlıklı ortalama sermaye maliyetini düşürebileceği ve toplam cari değerini artırabileceği kabul edilir. Ancak bu durum belli bir noktaya kadar devam edecektir. Belirli bir borç/özkaynak oranında işletme optimal sermaye yapısına sahip olacaktır. Optimal sermaye yapısından sonra işletmenin borçlanmaya devam etmesi halinde artan risk nedeniyle hem özkaynak hem de borç maliyetlerinde meydana gelecek yükselmek firma değerinin düşmesine neden olacaktır.

Franco Modigliani ve Metron Miller 1958 yılında bazı gerçekçi olmayan varsayımlar altında işletmelerin sermaye yapıları ile firma değeri arasındaki ilişkiyi incelemeye başlamışlardır (Ercan, 1995). Modigliani-Miller yaklaşımı başlangıçta daha önce açıklanan net faaliyet geliri yaklaşımı ile aynı sonucu vermektedir. Başka bir ifadeyle firmanın sermaye yapısı ile firma değeri arasında bir ilişki bulunmamaktadır. İşletmenin borç/özkaynak oranı ne olursa olsun, ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti değişmeyecek ve firma değeri aynı kalacaktır (Akgüç, 1998).

1.6.2.2. Finansal Kaldıraç Derecesinin Firma Değeri Üzerine Etkisi

İşletmenin özkaynaklarının verimlilik oranının yükselmesine imkan veren borç/özkaynak ilişkisi firmanın finansal kaldıracını ifade etmektedir. Sermaye yapısı ile ilgili bir kavram olan finansal kaldıraç ancak işletmenin borçtan yararlanmasında söz konusudur. Sermaye yapısı ile firma değeri arasındaki ilişkiyi açıklayan yaklaşımlarda da açıklandığı gibi işletmenin borçtan yararlanması halinde belirli bir noktaya

kadar firma değerinin yükselmesi mümkündür. Ancak böyle bir etkinin ortaya çıkabilmesi için işletmenin kazanma gücünün kullanılan borç için katlanılan maliyetten daha yüksek olması gerekir.

İşletmenin kazanma gücünün borcun maliyetinden yüksek olduğu durumlarda firma borçlandıkça belirli bir noktaya kadar özkaynak verimliliği ve firma değeri yükselecek, kazanma gücünün borcun maliyetinde düşük olduğu durumlarda ise kullanılan borç miktarı arttıkça özkaynak verimliliği ve firma değeri düşecektir (Uyanık, 1993).

1.6.2.3. Likidite Derecesinin Firma Değeri Üzerine Etkisi

Likidite, işletmenin varlıklarını paraya çevrilme derecesi olarak ifade edilebilir. Likidite derecesi, firmanın parasal durumunu göstererek, vadesi gelen borçların ödenme olanaklarını ortaya koymaktadır. Başka bir deyişle likidite derecesi, firmanın kısa vadeli borçlarını ödeyebilme yeteneğinin ölçülmesinde ve çalışma sermayesinin yeterli olup olmadığının belirlenmesinde önem taşımaktadır. Firmaların, yaşamını sürdürmeleri için vadeleri gelen borçlarını kârşılatabilecek tutarda nakit sağlama kapasitesine sahip olması gerekmektedir. Uzun sürede bir firmanın yükümlölüklerini kârşılama gücü, kârına ve borçluluk derecesine bağlıdır. Ancak firmanın, kısa sürede borçlarını ödeyebilecek yeterli likiditeye sahip olmasının, özellikle ekonomik bunalım dönemlerinde, faaliyetlerini sürdürmesi açısından büyük önem taşımaktadır (Ak-güç,1998).

Varlıkların likidite dereceleri ve verimlilik oranları arasında ters yönlü bir ilişki bulunmaktadır. Diğer bir ifadeyle, likit varlıkların verimlilikleri de düşük olmaktadır. Bu nedenle firmada likit varlıkların bulunması kârlılığın dolayısı

sıyla firma değerinin düşmesine neden olacaktır. Likit varlıklara sahip olmamak ise firmaları iflas tehlikesine itebilecek ya da firmayı çeşitli maliyetlere katlanmak zorunda bırakacaktır. Bu nedenle firma değerin olumsuz etkilenmemesi için, işletmenin yeteri kadar likit varlıklara sahip olması gerekmektedir.

1.6.2.4. Çalışma Sermayesi ve Varlıkların Etkin Kullanımının Firma Değeri Üzerine Etkisi

Çalışma sermayesi, kasa, menkul kıymetler, alacaklar ve stoklar gibi kalemleri içeren dönen varlıklardan oluşmaktadır. Bu kavram genel olarak dönen varlık toplamını ifade eder. Çalışma sermayesi yönetimi işletmeler için hayati bir öneme sahiptir. Çalışma sermayesi; firmanın tam kapasite ile çalışabilmesi, üretimdeki aksaklıkların giderilmesi, iş hacminin genişletebilmesi, kredi değerliliğinin artması, olağanüstü durumlarda mali yönden zor durumlara düşmemesi, faaliyetlerini kârlı ve verimli bir şekilde yürütebilmesi açısından büyük önem taşımaktadır.

Çalışma sermayesi yönetiminin etkin olması firma kârlılığını olumlu etkilemektedir. Bu nednele işletmelerin işletme sermayesini etkileyen bilanço kalemlerinin etkin yönetilmesi gerekmektedir. İşletmenin faaliyetlerini sekteye uğramamadan sürdürülebilmesi için işletme sermayesini oluşturacak varlık büyüklüğü ve bunların sağlanacak kaynakların iyi yönetilmesi gerekmektedir (Öztürk ve Kaba, 2021). Varlıkların etkin bir şekilde kullanımı çalışma sermayesi ile mümkün olabilmektedir. Varlıkların etkin kullanımı firmaların verimliliğini yükselterek firma değerini artırmaktadır.

1.6.2.5. Temsilci Maliyetlerin Firma Değeri Üzerine Etkisi

Bir işletmenin yönetim kadrosu firma değeri üzerinde oldukça önemli bir etkiye sahiptir. Çünkü firmanın vereceği her türlü karar yönetimde yer alan kişiler tarafından verilmektedir. Verilecek yanlış bir karar firma değerini olumsuz etkileyebilir. Bunun yanında bu yönetim kadrosunda yer alan yöneticilerin maliyetleri de firma değerini olumsuz etkilemektedir. İşte bu maliyetlere temsilci maliyetleri denilmektedir.

Firmanın pay senetlerini ellerinde bulunduranlar firmanın sahibi olmakla beraber, yöneticiler firmayı firma sahipleri adına yönetirler. Yöneticiler, firmanın yükümlülüklerini yerine getirmek ve firma ortaklarının varlıklarını maksimize etmek amacıyla kiralanmış kişilerdir. Yöneticiler, zaman içinde kendi çıkarları doğrultusunda hareket ettiklerinde, aldıkları kararlar firma sahiplerinin refahını artıracak sonuç sağlamayabilir (Üreten ve Ercan,2000).

Yönetim kadrolarının firma değeri üzerindeki etkilerini belirlemek oldukça zordur. Fakat yönetim kadrolarının başarılı veya başarısız olup olmama durumları genel olarak ifade edilebilir. Yönetim kadrolarının değerlendirilmesinde bazı değişkenlere verdikleri önem firma gibidir:

- İşletme değerine etkilerin belirlenmesi açısından yardımcı olabilir. Bu değişkenler aşağıdaki faaliyetlerinin bir sistem içerisinde yürütülmesine etkisi,
- İşletme yönetim organının pazarlama anlayışı,
- İşletme yönetiminin AR-GE çalışmalarına verdikleri önem,
- Yönetimdeki kişilerin bireysel beceri ve nitelikleri,
- İşletme yönetiminin finanslama konusunda işletmeye kazandırdıkları ve bu konudaki yetenekleridir.

1.6.2.6. Firmanın Yönetim Kadrosunun Firma Değeri Üzerine Etkisi

Bir işletmenin faaliyet gösterdiği endüstri kolu, işletmenin varlık ve kaynak yapısı, faaliyetin başarısını etkilerken başarıda önemli derecede rolü olan bir diğer faktör işletme yönetiminin niteliğidir.

Bir firmanın beşeri ve fiziki kaynaklardan oluştuğu, beşeri kaynakların işletmede tüm çalışanları kapsadığı bilinmektedir. Yönetim kadrosunun sahip olduğu bilgi ve beceri firma faaliyetlerini sağlayan etmenlerdendir. Çünkü firma faaliyeti sonuçlarının sağlanmasında kullanılan varlıkların en uygun şekilde düzenlenmesini ve idaresini sağlayan yönetim kadrosu da firma değerleri arasındadır. Bu nedenle pek çok işletme sahip olduğu kadronun eğitimi amacıyla büyük tutarlara ulaşan harcamalar yapmaktadır (Aksoy, 1993).

1.6.2.7. Kâr Payı Dağıtım Politikalarının Firma Değeri Üzerine Etkileri

Temettü politikasının firma değerine etkisi üzerine çeşitli yaklaşımlar bulunmaktadır. Bunlardan başlıcaları, kâr payı ilgisizliği teorisi ve eldeki kuş teorisidir. Kâr payı ilgisizliği teorisine göre firma değeri ile kâr payı dağıtım politikası arasında bir ilişki yoktur. Teori, firma değerinin yalnızca temel kazanma gücü ve işletme riski tarafından belirlendiği görüşünü savunmaktadır. Yani firma değerinin yalnızca firma aktiflerinin meydana getirdiği kâra bağlı olduğunu ve bu kârın temettü ile dağıtılmayan kâr arasında bölünmesine bağlı olmadığını öne sürmüştür. Bazı varsayımları ise şöyledir:

- Temsilci maliyetleri bulunmamaktadır.
- Kurumlar vergisi ve gelir vergisi bulunmamaktadır.
- Tüm bilgiler piyasaya yansır ve yansıyan bu bilgiler hiçbir maliyete katlanılmadan kullanılabilir.

- İşlem Maliyetleri bulunmamaktadır.
- Finansal kaldıracın sermaye maliyeti üzerine hiçbir etkisi yoktur.

- Kârın temettü olarak dağıtılması veya dağıtılmayan kâr olarak işletmede bırakılmasının firmanın sermaye maliyeti üzerine etkisi yoktur.

Sonuç olarak denilebilir ki, firmanın uyguladığı temettü politikasının firma değeri üzerine bir etkisi bulunmamaktadır. Eldeki kuş teorisinde kâr payı ilgisizliği teorisinin aksine temettü politikası ile firma değeri arasında doğrudan bir ilişki olduğu görüşü hakimdir. Bu teoriye göre bir pay senedinin değerini, o pay senedi başına dağıtılan kâr payı belirlemektedir. Bu görüşe göre yatırımcıların özellikle belirsizlik koşullarında alacakları temettü ile elde edecekleri sermaye kazancı arasında kayıtsız kalamayacağı şeklindedir.

Teorinin savunduğu görüş, “Eldeki bir kuş, daldaki bir kuştan yeğdir.” sözüyle özetlenebilir. Yani ortaklar kârın firmada kalıp değerlendirmek yerine elimde olsun ve ne şekilde yatırım yapacağıma kendim yön vereyim görüşüne sahiptirler. Buradan anlaşılan, firmada bırakılan kârların fiilen alınan kâr payına göre daha riskli olmaktadır. Ayrıca teori; ek borçlanma veya öz kaynaklarla finanslamanın söz konusu olmadığını, firmanın faaliyet süresinin sonsuz olduğunu, vergilerin ihmal edilmesi gerektiğini, firmanın büyüme hızının sabit olduğunu ve firmanın temettü politikasında bir değime olmayacağı şeklindeki varsayımlardan hareket etmiştir. Teoriye göre bir firmada firmanın değerini belirleyen en önemli faktör firmanın dağıttığı temettüdür. Firmanın piyasa değeri, gelecek dönemlerde beklenen temettülerin bugünkü değerleri toplamına eşittir.

Genel olarak firma değerinin maksimizasyonu açısından temettü politikasının önemi dağıtılabilecek temettü tutarı ile ne yapılacağına göre değişmektedir. Eğer, dağıtılacak temettü

tutarı firmada Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti (AOSM) oranında bir getiri sağlayacaksa, firma değerine firma değerine herhangi bir olumlu veya olumsuz etkiye 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 alternatifi firma değerini daha olumlu etkileyecektir (Üreten ve Ercan,2000).

Firmaların uyguladıkları temettü politikaları ve bu politikada yaptıkları değişiklikler, yatırımcılar açısından nitel de olsa bir mesaj olarak algılanmaktadır. Yatırımcılar firmaların gelecekteki performansının iyi ve bu performansı finanse edecek kaynaklar yeterli olduğu zaman, yöneticilerin yüksek oranda temettü dağıttıklarına inanmaktadırlar. Bu nedenle, dağıtılacak temettü oranındaki artışlar, yatırımcılara firmanın geleceği hakkında yöneticilerin iyimser olduğuna dair bir delil olarak kabul edilmektedir. Doğal olarak, temettü oranındaki düşüşlerden de yatırımcılar açısından olumsuz bir mesaj çıkârlmaktadır. Bu bekleyişler firma değerine yansımaktadır (Üreten ve Ercan, 2000).

Firmalar değerlerini maksimum yapmak için bütün bu faktörleri dikkate almalıdırlar. Özellikle firma ile ilgili faktörler dikkate alınmalı ve firmalar bu faktörleri göz önüne alarak uygun stratejiler belirlemelidir. Firmalar, bu etkenleri göz önüne alarak belirledikleri politikalarla, hem firmanın büyümesini sağlayabilirler hem de firmanın amacı olan toplam firma değerinin ortaklar açısından maksimum yapılmasını gerçekleştirebilirler.

1.7. Pay Senedi Değeri ile Firma Değeri Arasındaki İlişki

Firmaya borç veren ve pay senedi almak suretiyle ortak olan diğer bir ifadeyle firmaya kaynak sağlayan her kişi ya da kuruluşun firma üzerinde birtakım hakları bulunmaktadır. Firmaya borç verenler, vermiş oldukları kaynakların kârşılığında faiz geliri ve anaparalarını alacak hakkı nedeniyle firma varlıkları üzerinde hak sahibi olurlar. Bu grubun hangi varlık üzerinde hak sahibi olduğu özel olarak belirtilmediği sürece firmanın tüm varlıklarını kapsamaktadır. Borç verenlerin alacak hakkının geri alınması likit varlıkları gerektirdiği için genellikle alacak hakkı olanlar dikkatlerini likit varlıklar üzerinde yoğunlaştırmaktadır. Alacak hakkı bulunan gruplar firma varlıklarının yönetiminde söz sahibi olmamakla birlikte haklarını korumak açısından yönetime bazı sınırlamalar getirebilirler.

Diğer taraftan firma ortakları, firmanın tüm varlıkları üzerinde söz sahibi olup, bu varlıkların kullanımı ve pay sahibi olmanın verdiği hakları kullanma bakımından serbesttir. Ayrıca pay senedinin süresiz olması nedeniyle firmanın geleceği üzerinde de borç verenlerin aksine zamanla sınırlı olmayan tasarruf hakları vardır. Diğer bir anlatımla bir pay senedi satın alan kişi ya da kuruluş o pay senedinin temsil ettiği firmanın bugünkü varlıkları yanında onun gelecekteki kazanma gücünü de satın almaktadır.

Pay senedinin değerlendirilmesinde firmanın geçmiş verileri önemli birer unsur ise de sadece firmanın geçmişe ait sonuçlarını belirtmekten öteye geçememektedir. İşletmenin bugünkü durumun gösteren finansal tablolar önemli olmakla beraber firma değerini hesaplamak açısından yetersizdir. Ayrıca muhasebe tekniklerinin firmanın gerçek durumunu finansal tablolara yansıtmadaki yetersizlikleri finansal tabloların pay senedi değerlemesinde kullanımına da sınırlama getirmektedir.

Finansal literatüründe geçmiş verilerin ağırlıklı olarak kullanıldığı teknik analiz, hiçbir verinin kullanımına gerek duyulmayan tesadüfî seçim yanında hem geçmiş hem de geleceğe ilişkin verileri kullanan temel analiz gibi yöntemlerle pay senetlerinin değerlendirildiği görülmektedir. Belirtilen yöntemlerin bir kısmının Türk Sermaye Piyasası'nda pay senedi değerlemesinin yapılmasında kullanılması bu piyasanın özelliği nedeniyle mümkün olmamaktadır.

Pay senedinin değeri, özkaynağın pay sayısına bölünmesiyle basit olarak hesaplanabilmekle beraber gerçekte, böyle bir hesaplama yetersiz kalacaktır. Çünkü firmanın finanslama politikası içerisinde borca yer vermesi sonucunda pay senedi değerinin etkilenmesi mümkündür. Diğer taraftan aynı etki temettü politikası ile de yaratılabilir. Yatırım politikası işe uygun yatırımın seçilip, kaynakların yatırıldığı varlıkların niteliğinin değiştirilmesi de pay senedi değeri etkileyecektir. Belirtilen nedenlerle pay senedinin değerlemesinde sadece özkaynaklardan hareket etmek yetersizdir. Bir pay senedine yatırım yapan o pay senedinin temsil ettiği firmanın tümü üzerinde hak sahibidir. Bu hakkı firmanın gelecek yıllarda yaratacağı değerleri de kapsamaktadır. Firmanın yaratacağı ve ortaklarına yansıtacağı değerler ise firmanın kendi ile ilgili faktörlere bağlı olduğu kadar faaliyet gösterdiği ekonomik şartlarla da sıkı sıkıya ilişkilidir.

BÖLÜM 2

KÂR DAĞITIM POLİTİKALARI VE KÂR DAĞITIM POLİTİKASININ FİRMA DEĞERİ AÇISINDAN İNCELENMESİ

2.1. Kâr Dağıtım Politikaları

Kâr dağıtım politikası firmada elde edilen kârın ortaklara dağıtılması veya yatırımlar için firma içinde bırakılması kararlarını kapsar. Bilindiği gibi firmaların amacı firmanın piyasa değerinin maksimum hale getirmektir. Ortaklar açısından pay senetlerinin piyasa fiyatlarının maksimum olabilmesi için kâr payı dağıtım politikası önemli bir araçtır. Yani diğer şartlar sabit varsayıldığında düzenli kâr dağıtan bir işletme, kâr dağıtımı değişkenlik gösteren bir işletmeye göre piyasada daha yüksek bir değere sahip olur. Çünkü, yatırımcılar, düzenli kâr dağıtımını uygulayan bir firmayı düzensiz bir kâr dağıtımını uygulayana oranla daha risksiz ve güvenilir olarak görecekler ve kâr dağıtımını istikrarlı firmaya daha fazla değer vereceklerdir.

Belirsizliğin olmadığı, verginin alınmadığı ve tam rekabet piyasası koşullarının hakim olduğu varsayımları altında kâr dağıtım politikasının hiçbir önemi yoktur. Firmanın kâr dağıtması ya da dağıtmaması hiçbir şey ifade etmez. Fakat tüm bu varsayımlar gerçek hayatta geçerli değildir. Firmalar belirsizliğin hayli yüksek olduğu, vergiden kaçınmanın zor olduğu şartlarda faaliyetlerini sürdürdüklerinden, kâr dağıtım politikasının firmalar açısından çok büyük önemi vardır.

Kâr dağıtımının diğ er bir önemi de k r dağıtımının haber verme özelliğidir. Firmaların uyguladıkları kâr dağıtım politikaları ve bu politikalarda yaptıkları değışiklikler, yatırımcılar açısından bir mesaj olarak algılanmaktadır. Yatırımcılar firmaların gelecekteki performansının iyi ve bu performansı finanse edecek kaynaklar yeterli olduğu zaman, yöneticilerin yüksek oranda k r dağıttıklarına inanmaktadırlar. Bu nedenle dağıtılacak kâr payı oranındaki artışlar, yatırımcılarca firmanın geleceğı hakkında yöneticilerin iyimser olduğuna dair bir gösterge olarak kabil edilmektedir. Kâr dağıtımı, işletmenin büyüme hızını, işletmenin piyasa değerini, ortakların servetlerini ve yatırımcıların yatırım k rarlarını vermelerini etkileyen bir faktördür. Bu nedenle, net kârın hangi oranlarda pay sahiplerine dağıtılacağına k rar verilmesi, işletme yönetimin alacağı en önemli k rarlardan birisidir.

2.1.1. Sabit Oranda Kâr Dağıtımı

Her yıl kârın önceden belirlenmiş belli bir oranının pay sahiplerine kâr payı olarak dağıtım politikasıdır. Bu politika dağıtılacak kârın belirli bir yüzdesini ifade ettiğinden değışken nitelikli olup, k rdaki dalgalanmalara paralel bir görünün arz eder.

Firmalar sabit k r dağıtmaları halinde kâr payı, yılın performansında bağımsız hale geldiğinden, yatırımcısını pay senedinden kaçırmamak için bir taraftan sabit miktarda kâr payı dağıtırken, koşulur elverdiğı zaman ise ekstra dağıtıma gitme zorunda kalmaktadırlar.

Bu kâr payı politikası daha çok elde edilen kâr tutarının dönemler itibariyle değıştiğı firmalarda tercih edilmemektedir. Bu politika dağıtılacak kâr payının düşük miktarda tutulup, firma kazancının yüksek olduğu durumlarda ilave kâr

payı dağıtımına gidilmesini öngörür. Kâr payının düşük tutulması firmayı, kazancı yeterli olmadığı durumlarda kâr payı ödeyememe riski ile kârşy kârşya kalmaktan kurtarmakla beraber, ortakların düzenli kâr payı alabilmelerine imkan sağlamaktadır.

Çok az sayıda firmada uygulanan bu politikanın firma değerine olumlu etkide bulunması ihtimali hemen hemen hiç yoktur (Brigman,1992). Olumsuz etkisi nedeniyle çoğu zaman, halka açık anonim şirketlerde tercih edilen bir politika değildir. Genellikle kapalı anonim ortaklıklarda veya yönetimin büyük ortaklara bırakıldığı şirketlerde, küçük ortakların da kârdan pay alabilmelerini garantilemek için uygulanan bir politikadır.

2.1.2. Sabit Miktarda Kâr Dağıtımı

Sabit miktarda kâr payı dağıtımı, şirketlerin her yıl elde ettikleri kârın sabit bir miktarını dağıtması anlamına gelmektedir. Bu politika kâr payının pay başına yıllar itibariyle aynı miktarda korumasını amaçlayan bir politikadır. Elde edilen kârın bir önceki yıla göre yüksek veya düşük olmasına bakılmaksızın hissedarlara her yıl aynı tutarda kâr payı dağıtımını öngörür (Büker, 1990).

Sabit miktarda kâr payı dağıtımını benimseyen şirketlerin ortakları, bu politikayı daha güvenilir bulmakta ve böylece bir uygulamayı benimseyen şirketlerin pay senetleri daha kârarlı bir fiyat bulmaktadır (Gönenli, 1991). Özellikle yatırımcılar arasında sağladığı gelire önem verenler, yani kâr payını önemseyenler bu tür kâr payı dağıtan şirketleri diğerlerine tercih etmektedir. Böylece, kârarlı kâr payı dağıtanlar belli bir yatırımcı grubu kendilerine rahatça çekebilmektedir (Sevil, 1994).

İstikrarlı kâr payı dağıtım politikası hissedarlarda, genelde firmanın belirsizlikleri minimize ettiği ve durumunun iyi olduğu yönünde olumlu bir kanaat uyandırmaktadır (Gitman, 1991). Sabit miktarda kâr payı dağıtımının yatırımcılar tarafından tercih edilmesinin üç nedeni vardır (Horne, 1983). Bu nedenlerin ilki yatırımcılar, kâr payları her yıl dalgalanma gösteren firmaların pay senetlerini daha riskli bulmaktadırlar. Nitekim riski fazla olan pay senetlerine bu riskinden dolayı daha yüksek bir iskonto oranı uygulanacağından pay senedinin değeri de daha düşük olacaktır. Sabit miktarda kâr payı dağıtan firmaların pay senetlerine daha düşük bir iskonto oranı uygulanacağından değeri daha yüksek bulunacaktır (Weston-Bringham,1987). İkincisi gelecek dönemlerdeki muhtemel gelirin daha yüksek seviyede olmasına rağmen yatırımcılar zaman faktörü ve risk faktörü gibi nedenlerle cari geliri tercih etmektedirler. Sadece kâr paylarıyla geçimlerini sağlayan pay senedi sahipleri düzenli bir kâr payına ihtiyaç duyduklarından kâr paylarının her yıl değişmesini istemezler. Bu tür yatırımcıların bulunması devamlı olarak aynı seviyelerde kâr payı dağıtan firmaların pay senetlerinin piyasa değerlerinin yükselmesine yol açmaktadır. Üçüncü neden de sabit miktarda kâr payı dağıtan firmaların pay senetlerinin özellikle emekli sandığı, sigorta şirketleri ve diğer finansman kurumları gibi kurumsal yatırımcılarca tercih edilmesi firmaların pay senetlerinin değerini etkilemektedir.

Yatırımcıların ihtiyaçlarının farklı olması nedeniyle emekli kişilerin sabit bir kâr payı geliri tercih etmeleri, sabit miktarda kâr dağıtım politikası izleyen firmalara talebi artırırken özellikle genç yatırımcıların sadece menkul kıymet değeri ile ilgilenmeleri kâr payı miktarı sürekli artan firmalara doğru kaymasını sağlamak ve sabit miktarda kâr dağıtan firmalara ilgiyi azaltmaktadır.

2.1.3. Sabit Miktarda Kâr Dağıtımı ve Eklemeler

Firmalar sabit kâr payı dağıtımları halinde kâr payı, yılın performansında bağımsız hale geldiğinden, yatırımcısını pay senedinden kaçırmamak için bir taraftan sabit miktarda kâr payı dağıtırken, aynı zamanda ekstra kâr payı dağıtımına gitme zorunda kalmaktadırlar.

Bu kâr dağıtım politikası daha çok elde edilen kâr tutarının dönemler itibariyle değiştiği firmalarda tercih edilmektedir. Diğer iki politikanın aksayan yönlerini gidermek amacıyla geliştirilmiş bir politikadır. Dağıtılacak kâr payının düşük miktarda tutulup, firma kazancının yüksek olduğu durumlarda ilave kâr payı dağıtımına gidilmesi öngörür. Kâr payı miktarının düşük tutulması firmayı, kazancın yeterli olmadığı durumlarda kâr payı ödeyememe riski ile kârşı kârşıya kalmaktan kurtarmakla beraber, ortakların düzenli kâr payı alabilmelerine imkan sağlamaktadır. Bu politikanın uygulanması halinde ortakların elde edecekleri kâr payı, firmanın kazançlarına ve fon ihtiyaçlarına paralel olarak dalgalanacaktır. Bu sebeple, ortakların, özellikle kârlardaki şiddetli azalmaların firmayı büyük ölçüde etkilediği durumlarda bu tür ilaveleri ve hatta düzenli kâr payı dağıtımını dahi beklemeleri gerekecektir.

2.1.4. Her Yıl Artan Kâr Dağıtım Politikaları

Firmalar dağıttıkları kâr paylarında meydana gelecek artışların kâr dağıtımının bilgi verme özelliği ve müşteri etkisi ile pay değerini etkileyebileceği düşüncesiyle dağıttıkları kâr paylarını azalma yoluna başvurmazlar. Firmalar yatırımcıların kendi pay senetlerini almalarını sağlamak için her yıl dağıttıkları kâr paylarını bir miktar artırarak istikrarlı büyüme oranlı şeklindeki bir kâr dağıtımını izlemeye başlamışlardır.

2.1.5. Artık Kâr Dağıtım Politikası

Artık kâr dağıtım politikasına göre; firmalar faaliyetlerinden elde ettikleri kazançları, daha kârlı yatırım fırsatları yoksa hissedarlarına kâr payı olarak dağıtması gerektiği fikrine dayamaktadır. Bir firma için kârlı yatırım fırsatları her zaman mevcut olmayabilir. Eğer firmanın dağıtılmayan kârlar yoluyla kazanabildiği kârlılık oranı, pay sahibinin ortalama olarak aynı riske sahip diğer yatırımlardan elde edecekleri kârlılık oranını aşmazsa firmanın faaliyetleri sonucunda elde ettiği kârları pay sahiplerine dağıtması gerekmektedir. Tersı durumda ise firma kazancını yeni yatırımlarda kullanılmasını tercih edecektir.

Firmalarca sürekli olarak artık kâr payı politikasına başvurulması ödenen kâr payı her yıl değışmesi gibi bir sonuca götürür ki bu da dalgalanan kâr, kâr payından dolayı hissedarın rahatsızlık duyması gibi bir sonuç yaratabilir.

2.1.6. Optimal Kâr Dağıtım Politikası

Optimal kâr payı politikası, bir firmada pay senetlerinin piyasa değeriını maksimize edecek mevcut kâr payı ödemeleri ve gelecekteki büyüme arasındaki dengeyi vurgular (Eugene, 1989). Deneysel bulguların çoğunluğu kâr dağıtımını firma değeriını etkilediğini ortaya koymaktadır. Gerçekten kâr payı politikası pay senedinin değeriını etkiliyorsa o zaman bu politika sadece yatırım fırsatları tarafından belirlenen pasif bir artıktan daha ileri bir anlam ifade edecektir. Bu demektir ki; firma pay senedinin piyasa değeriını dağıtacağı kâr payı oranını değıştırmek suretiyle artırabilir ve bunun sonucu olarak da optimal kâr dağıtım politikasına erişebilir.

Dağıtılan kârın pay senetlerinin piyasa değeriını etkilemesi dikkate alınırken öte yanda yatırım fırsatları değeriındirilerek pay senedi sahibinin serveti maksimize edilebilir. Bu

nokta ise kâr dağıtım politikası veya dağıtım oranının optimal olduğu noktadır.

2.1.7. Kâr Payı Avansı Ödemeleri

Kâr payı avansı politikasının benimsendiği şirketlerde, hesap dönemi bitmeden veya bitmiş olsa bile genel kurul tarafından kâr dağıtım kârarı alınmadan, ileride her paya kârşılık düşecek kâr payına mahsuben avans ödemesi yapılmaktadır. Bu politika yurtdışında şirketler tarafından çok yaygın bir şekilde uygulanmaktadır. Ödenecek kâr payı avansı bir önceki yılın dönem kârının yarısını aşamaz (SPK, m. 20).

Ülkemizde yaşanan yüksek enflasyon ve diğer yatırım araçlarının getirilerinin vade yapıları göz önüne alındığında, daha kısa vadelerde kâr payı kazancına olanak sağlayacak düzenlemelerin, pay senedini diğer yatırım araçları kârşısında daha fazla rekabet edebilir hale getireceği ve pay senedi yatırımlarının vadesini uzatacağı öngörülmür. Bu tür bir düzenleme yapılmasının hem sermayenin tabana yayılmasını, hem de menkul kıymet borsalarının gelişimine katkıda bulunarak sermaye piyasalarının etkinliğini arttıracacağı düşünülmektedir.

2.2. Kâr Dağıtım Politikalarının Firma Değerlemesi Açısından İncelenmesi

Kâr payı politikalarına ilişkin en çok tartışılan konu, firmaların yatırım kârarları ile sermaye yapılarının veri olarak alındığı durumlarda, izledikleri kâr payı politikasının firma değeri, dolayısıyla firmanın pay senetlerinin fiyatı üzerindeki etkisinin ne olacağıdır. Kâr dağıtım politikasının firma değeri üzerine etkisi konusunda kuramsal düzeyde ve ampirik çalışmalara dayanarak farklı görüşler ileri sürülmüştür. Finansal

amaç, firmanın piyasada değerini, dolayısıyla pay senedi sahiplerinin servetini en üst düzeye çıkarma şeklinde belirlendiğine göre; kâr dağıtım politikası pay senetlerinin piyasa fiyatına etkisi yönünden de önem kazanmaktadır.

Kâr payı dağıtımının pay senedi fiyatı üzerindeki etkileri konusunda deneysel çalışmalar önemli bir yer tutmakla birlikte, Türkiye'de pay senedi piyasasının yeterince gelişmemiş olması nedeniyle, pay senedi fiyatları üzerinde firmaların kâr payı politikalarının etkisi konusundaki çalışmalar sınırlı kalmıştır.

Firma değerlemesinde göz önünde bulundurulması gereken faktörlerden biri kâr payı politikasının firma değeri üzerindeki etkisidir. Mükemmel bir sermaye piyasasında kâr payı politikasının firma değeri üzerindeki etkisi ile ilgili başlıca iki ekol vardır. Birinci ve daha eski olan ekolün kurucusu Myron Gordon olduğu halde, bugün dahi finansal teorici ve uygulayıcılar tarafından geniş ölçüde benimsenmektedir. Bu ekolün görüşüne göre gerek gelecek hakkındaki belirsizlik, gerekse yatırımcıların riskten kaçınmaları, bir payın fiyatının ve dolayısıyla o payın ait olduğu firmanın değerinin, takip edilen kâr payı politikasına bağlı kalmasına sebep olur. Özellikle, firma ne kadar çok kâr payı dağıtırsa, kapitalizasyon oranı o kadar düşük ve dolayısı ile bir payın fiyatı da o kadar yüksek olacaktır. Bunun aksi olan görüş ise Modigliani ve Miller tarafından savunulmaktadır. Buna göre, firmanın yatırım politikası bilinirse, paylarının fiyatı, takip edilen kâr payı politikasından bağımsızdır (Korgun, age). Kâr payı politikasının asıl konusu, şirketin hedef kâr payı ödeme oranını, kâr payı politikasını değiştirmek suretiyle pay senedi sahibinin zenginlik durumunu etkilemenin mümkün olup olmadığıdır (Weston, 1998).

Kimi yazarlar (Frank Wood, W. Bigg ve Regg Perrins) eserlerinde, ortaklar arasında şirket sözleşmesiyle saptanmış

kâr dağıtım oranlarının değiştirilmesiyle firma değerinin saptanması gereği üzerinde durmuşlardır. Bu yazarlara göre, ortaklar arasındaki kâr dağıtım oranının değişmesi işletmenin firma değeri mülkiyeti üzerinde de değişme yaratır. Bu nedenle, kâr dağıtım oranlarının değiştirildiği tarihte işletmenin firma değeri saptanmalıdır.

Kâr payı politikalarını pek çok faktör etkilemektedir. Kârlı yatırım alternatiflerinin mevcudiyetleri, firmanın alternatif sermaye kaynaklarının maliyetleri, pay senedi sahiplerinin şu an ya da gelecekte gelir elde etme tercihleri vb. gibi. Burada kâr payı politikası ile ilgili,

- Kâr payı İlgisizliği Teorisi (Dividend Irrelevance)
- Eldeki Kuş Teorisi (Bird-in-the-Hand)
- Vergi Farklılığı Teorisi (Tax Differential Theory) açıklanmaktadır (Ercan,2000).

Kâr politikalarının şirket değeri üzerindeki etkilerine yönelik bu yaklaşımlar dayandıkları esaslar ile birlikte aşağıda verilmiştir. payı

2.2.1. Kâr Dağıtım Politikasının Firma Değeri Üzerine Etkisi Olduğu Görüşü

Firmalar tarafından benimsenen kâr dağıtım politikalarının firma değeri üzerinde etkili olduğunu savunan taraflarca iki zıt görüş ortaya konulmaktadır. Taraflardan bir kısmı firmalarca yapılacak yüksek tutarlı kâr payı ödemelerinin firma değeri üzerinde olumlu etkide bulunacağını savunmakta iken, bir kısmı da firma değeri üzerinde olumsuz etkide bulunacağını savunmaktadır.

Bhattarcharya (1979), Jonh Williams (1985) ve Miller and Rock (1985)'ın geliştirdiği sinyal modeline göre iyi ve özel enformasyonlara sahip olana şirketler bu enformasyonlara sa-

hip olmayan şirketlere nazaran daha yüksek kâr payı dağıtmaktadırlar. Bu modeller aynı zamanda kâr payı ödemeleri ile ilgili açıklamaların pay senedi fiyatları üzerine etkileri ile ilgili beklentileri ortaya koymaktadır. Ayrıca bazı çalışmalar ve yine kâr payı değişimleri ile ilgili açıklamaların fiyata etkisi konusunun şirketlerin yatırım politikalarına bağlı olduğunu göstermiştir.

Sinyal teorisinin arkasında üç temel model bulunmaktadır. Birinci model John ve Williams'ın modeli olup kâr paylarındaki artışın pay senedi fiyatlarında artışa yol açtığını, kâr payındaki düşüşün ise pay senedi fiyatlarında düşüşe yol açtığını öne sürmektedir. Ancak bu modelde kâr dağıtım politikaları ile yatırım politikalarının birbirine muhtemel etkileri ve büyük ve büyümekte olan firmalar arasındaki kâr payı farklılıkları izah edilmemektedir. İkinci model Ambarish, John ve Williams'ın gerçekleştirdikleri modelde ise pazara bilgi aktarmak için tek yolun kâr payı olmadığını, sadece bir çok sinyalden biri olduğunu göstermektedir. Bu modelde kâr paylarının, yatırımların, pay senedi geri alımları veya pay ihraçlarının birer sinyal olarak algılanabileceği belirtilmiştir.

Büyük ölçekli firmalar yüksek kâr payı ödemelerini tek sinyal olarak kullanırken, büyümekte olan firmalar kâr payı ve yatırımları ana sinyal olarak görmektedirler. Üçüncü model ise John ve Lang'ın modeli olup kâr payı ödemeleri ile ilgili açıklamalardan önce kâr payı ödeme kararının içten alınan bilgilerden etkilendiğini göstermişlerdir. Kâr payı ile ilgili açıklamalar, şirketin çalışanlarının sahip olduğu birtakım bilgileri pazara vermekte ve bilgilerde pay değeri üzerinde etkili olmaktadır. Şirket çalışanları, yatırımcılardan, şirketin gelecekle ilgili beklentisi, yatırım olanaklarının kalitesi ve gelecekteki nakit akımları hakkında daha fazla bilgiye sahiptirler (Kose ve Terasa, 1992).

2.2.1.1. Yüksek Tutarda Yapılan Kâr Payı Ödemelerinin Firma Değeri Üzerinde Olumlu Etkisi Olduğunu Savunan Görüşler

Yüksek tutarda yapılan kâr payı ödemelerinin firma değeri üzerinde olumlu etkise bulunduğunu savunanlar tarafından ortaya konulan bu görüş, Eldeki Kuş Teorisi'ne ve kâr payı ödemelerinin firmaların finansal durumlarına ilişkin bilgi niteliği taşıma özelliklerine dayandırılmaktadır.

Eldeki Kuş Teorisi'ne göre insanlar, elde ettikleri bir birimlik kâr payını bir birimlik sermaye kazancından daha değerli bulmaktadırlar. Bunun nedeni de, kâr payının şirket yöneticileri tarafından kontrol edilebilmesine karşın, şirket pay senetlerinin fiyatlarının piyasada belirlenmesi, dolayısıyla kâr payı kazançlarının yatırımcılar için sermaye kazançlarından daha risksiz olmasıdır. Ancak bu görüşün eleştirildiği bazı noktalar da bulunmaktadır. Konu, şirketin uygulayacağı kâr dağıtım politikasının yatırım ve kazanç-öz kaynak yapısı üzerinde herhangi bir etkisinin olamayacağı yönündeki temel varsayım çerçevesinde ele alındığında, kâr dağıtım politikasının şirket nakit akımı üzerinde herhangi bir etkisinin bulunmadığı bir durumda, şirketin taşıdığı risk üzerinde de herhangi bir etkide bulunması söz konusu değildir. Bunun sonucunda da yüksek tutarda ödenen kâr payları firmanın riskini azaltmamakta, yeni ihraçları gerekli kıldığından riski firmanın yeni ortaklarına transfer etmektedir (Keown, 1996).

Yüksek tutarda yapılan kâr payı ödemelerinin şirket değeri üzerinde olumlu etkide bulunduğunu savunun kişilerce, kâr dağıtımının yatırımcılar için bilgi niteliğinde olduğu ortaya konmaktadır. Çünkü, mükemmel olmayan piyasalarda şirketlerin mevcut mali yapılarına ilişkin olarak, yatırımcılar ile şirket yöneticileri arasında asimetrik bilgi dağılımı söz konusudur. Bu nedenle yatırımcılar tarafından şirketlerin dağıt-

tıkları kâr payları, şirketlerin mevcut dönemdeki ve gelecekteki kazançlarına ilişkin en güvenilir bilgi kaynağı olarak kabul edilmektedir.

Şirket tarafından yüksek tutardaki kâr payı ödemeleri yatırımcılar tarafından yüksek tutarda elde edilen ve gelecekte de elde edilecek olan gelirin göstergesi olarak kabul edildiğinden, şirket pay senetlerinin fiyatında bir artışa neden olacağı öne sürülmektedir. Ancak yatırımcılar tarafından ödenen kâr payı tutarlarına yüklenilen bu özellik, konu hakkında hassas bir değerlendirme yapılmasını gerekli kılmaktadır. Şirketler çok iyi bir yatırım olanağı elde etmeleri durumunda, maliyet unsurunu da dikkate alarak yatırımın finansmanını dış kaynaklar yerine iç kaynaklardan gerçekleştirmeyi tercih edebilmektedir. Yapılan bu finansman tercihi sonucunda da ödenecek kâr payı tutarında bir düşüş meydana gelmektedir.

Şirket yöneticileri tarafından söz konusu durumun yatırımcılara çok iyi bir şekilde aktarılması durumunda, şirket senetlerinde beklenenin aksine bir yükseliş meydana gelebilir ki, bu da yüksek tutarda yapılan kâr payı ödemelerinin şirket değerini artırdığını savunan kişilerin bu görüşünü çürütmektedir. Zira, yatırım olanaklarının olmaması nedeni ile yüksek tutarda yapılan kâr payı ödemeleri, bu durumun yatırımcılarca anlaşılması sonucunda, beklenildiğinin tersine şirket pay senetlerinin fiyatları üzerinde düşürücü bir etkiye sahip olabilecektir.

2.2.1.2. Yüksek Tutarda Yapılan Kâr Payı Ödemelerinin Firma Değeri Üzerinde Olumsuz Etkisi Olduğunu Savunan Görüşler

Firmaların elde ettiği net kârın büyük bir kısmının kâr payı olarak dağıtılmasının firma değeri üzerinde olumsuz et-

kide bulunacağını savunan taraflar, bu düşüncelerini iki noktada toplamaktadır. Bunlar vergi ve yapılan ihraçların maliyetidir.

Konuya vergi açısından bakıldığında, birçok ülkede sermaye kazancı, kâr payı gelirinden daha düşük oranlarda vergilendirildiğinden, şirket tarafından elde edilen kârın ortaklara sermaye kazancı yerine kâr payı geliri olarak aktarılması, ortakların ellerinde ödeyecekleri vergi sonrasında, daha az tutarda gelir kalmasına neden olmaktadır. Kâr payı kazancı ile sermaye kazancı eşit oranda vergilendirilse bile efektif olarak sermaye kazancı daha düşük vergilendirilmiş olmaktadır. Bu nedenle de yatırımcıların düşük kâr dağıtımını tercih etmeleri öngörülmektedir.

Düşük tutarda ödenen kâr paylarının firma değeri üzerinde olumlu etkisi olduğunu savunan kişilerce öne sürülen diğer bir husus da, yapılan ihraçların maliyetinin yüksek olmasıdır. Bu görüşe göre, firmalar tarafından yüksek tutarda yapılan kâr payı ödemeleri sonrasında, ortaya çıkan finansman ihtiyacının iç kaynaklardan temin edilmesi yönünde bir kararın alınması, yeni ihraçların yapılmasını gündeme getirmektedir. Yapılan ihraçların neden olduğu giderler de göz önüne alındığında, yapılması gereken ihraç tutan ihtiyaç duyulan kaynaktan daha fazla olmaktadır. Bu da mevcut şirket ortaklarının aleyhine bir durum yaratmaktadır.

Düşük tutarda yapılan kâr payı ödemesinin şirket değeri üzerinde olumlu etkisi olduğunu ortaya koyan görüşe paralel olarak oluşturulan bir görüş de Artık Kâr payı Teorisi'dir. Bu görüşe göre, gerçek hayatta kâr payı politikaları, yatırım olanakları ile yatırımların finansman imkanlarından oldukça etkilenmektedir. MM tarafından koşulları ortaya konulan mükemmel piyasada pay senedi ihracının maliyetinin olmadığı varsayılmıştır. Ancak uygulamada, pay senedi ihracı oldukça

maliyetlidir. Bu sebeple, belli tutardaki bir yatırımın gerçekleşmesi için yapılan ihraç tutarı, yatırımın gerektirdiği tutardan daha fazla olmaktadır.

Şirket finansmanında iç kaynaklar ile dış kaynakların kullanılmasının maliyette yarattığı varlıklar, finansman yönteminin belirlenmesinde etkin olmaktadır. Dış finansman yönteminin maliyetinin, iç finansman yönteminden daha fazla olması, şirketlerin iç finansman yöntemini seçmelerine neden olmaktadır. Bu nedenle de Artık Kâr payı Teorisi savunucuları, yatırımların finansmanının iç kaynaklardan sağlandıktan sonra kalan tutarın kâr payı olarak dağıtılmasını önermektedir. Bu teori uyarınca şirketler tarafından;

- Gelecekteki yatırımların finansmanında optimum borç rasyosu oluşturulmalı,
- Yatırımın şimdiki değeri pozitif ise kabul edilmeli,
- Öncelikle iç kaynakları kullanarak yeni yatırımlar finanse edilmeli, ancak bu kaynaklar yeterli olmazsa yeni pay ihracı yapılmalı,
- Yatırımların finansmanı sonrasında şirketin halen fazla olan bir kaynağı kalıyor ise, bu kaynak kâr payı olarak dağıtılmalıdır (Keown, 1996).

Bu yaklaşıma yöneltlen en büyük eleştiri, yukârıda yer alan unsurlar nedeni ile kâr payı ödemelerinin her dönemde değişecek olmasıdır. Oysa yatırımcılar açısından düzenli tutarlarda elde edilen kâr payı gelirleri önem taşımaktadır. Bu yaklaşımın benimsenmesi sonucunda kâr payı miktarında sık sık değişiklik yapmak durumunda olan şirketlerin değeri de, dağıtılan kâr payı miktarını istikrarlı bir şekilde devam ettiren şirketlerden daha düşük olmaktadır.

2.2.2. Kâr Dağıtım Politikasının Firma Değeri Üzerinde Herhangi Bir Etkisinin Olmadığı Görüşü

Kâr payı politikasının etkili olmadığı görüşü Merton Miller ve Franco Modigliani (MM), firmanın kâr payı dağıtım politikasının, firmanın pay senetlerinin pazar fiyatını ve sermaye maliyetini etkilemediğini savunmuş oldukları görüşleridir. Merton Miller ve Franco Modigliani (MM) göre, kâr payı dağıtımı bir detay olup, pay senetlerinin değeri firmanın kâr payı dağıtım kararından bağımsızdır. Pay senedinin değerini belirleyen en önemli değer firmanın kazanç gücü ve buna bağlı olarak yatırım ve finanslama kararlarının isabetlilik derecesidir. Bu ikiliye göre, dağıtılacak kâr payı oranında ortaya çıkacak ek finansman ihtiyacının kârşılınması için yeni kaynak bulunması gerekecek ve bu ihtiyacın borç veya öz sermaye ile kârşılınması halinde firmanın dağıtılan kâr payının etkisi ile yükselen piyasa değeri önceki değerine dönüşecektir. Miller ve Modigliani bu görüşlerini kusursuz sermaye piyasaları, rasyonel davranışlar ve belirlilik şartının varlığında ispata çalışmışlar ve varsayımlarını şu şekilde ortaya koymuşlardır (Enboş, 1991):

- Kusursuz sermaye piyasalarında hiçbir menkul kıymet alıcısı ya da satıcısı işlemleriyle menkul kıymetin cari fiyatına hissedilir bir etki yapabilecek güçte değildir. Bütün alıcı ya da satıcılar menkul kıymetin cari fiyatı ve niteliği ile ilgili diğer bilgileri eksiksiz ve masrafsız olarak kullanabilirler. Menkul kıymetler alınırken, satılırken veya piyasaya sürülürken hiçbir komisyon ücreti, intikal vergisi ya da diğer işlem masrafları söz konusu değildir ve gerek dağıtılmış ve dağıtılmamış kârlar arasında, gerekse kâr payı veya sermaye kazançları arasında bir vergi farklılığı yoktur.

- Rasyonel davranışlar, yatırımcıların her zaman daha fazla serveti az bir servete tercih ettikleri ve elde ettikleri kıy-

met artışını nakit ya da ellerindeki pay senetlerinin pazar değerindeki artış olarak almaları konusunda kayıtsız olmaları anlamındadır.

- Belirlilik ise, yatırımcıların büyük bir kısmının gelecekteki yatırım programları ve bütün şirketlerin gelecekteki kârlılıkları hakkında tam bir güven ortamını ifade eder.

Bu varsayımlar altında pay senetlerinin değerlemesinin yukârıdaki temel prensiplere göre yapılacağını ileri süren M-M ikilisi, verilen zaman içerisinde her bir payın kârlılık oranının sabit olacağını ve firmaların benzer risk kümelerinde toplanabilmekte olup kümeye giren firmaların değerlemede kullanabilecekleri kapitalizasyon oranının da olacağını ifade etmektedir.

M-M ikilisi bu eşitlikten yararlanarak firmanın değerinin kâr payı dağıtımından bağımsız olduğu sonucuna varmaktadır. M-M ikilisi yukârıdaki açıklamalarında kâr payı ödemediği için ortaya çıkan ek finansman ihtiyacının yeni pay senedi çıkârılması yoluyla kârşıldığını ve dağıtılan kâr payı ile pay senedinin değerinde meydana gelen artışın çıkârılan yeni payların etkisi ile eski seviyesine döndüğünü ispatlamaktadır. Yatırımların ve borç-öz kaynak oranının değişmediği bir ortamda, ödenecek bir birim kâr payı için, bir birimlik ihraç gerekmektedir. Bunun sonucunda şirket pay senedi sayısı fazlaşmakta ve eski yatırımcıların ellerinde bulunan pay senetlerinin değeri de aynı tutarda azalmaktadır. Ancak, eski yatırımcıların ellerindeki pay senedi değerine, elde ettikleri kâr payı tutarı eklendiğinde, ellerinde bulunan şirket pay senetleri açısından herhangi bir değer kaybı yaşanmamaktadır. Bunun sonucunda da, yatırımcıların refah düzeyi değişmemektedir (Ben-Horim,1987). Aynı görüşe göre yatırımcılar yapmış oldukları yatırım kârşılığında elde ettikleri getirinin toplamı ile ilgilenmekte, elde edilen getirinin kâr payı veya sermaye kazancı şeklinde olması önem taşımamaktadır.

Yukârıda yer alan varsayımların geçerli olduğu piyasalarda kâr payı politikasının etkisizliği, yatırımcıların kendileri tarafından yaratılan kâr payı ile de ortaya konulabilmektedir. Zira, yatırımlar, kâr payı taleplerinin kârşılanmadığı bir durumda yaratacakları kâr payı "homemade dividends" ile bu olumsuzluğu etkisiz hale getirebilmektedir. Örneğin, bir yatırımcının elinde 10.000 birim değerinde pay senedi olduğunu düşündüğümüzde, şirket tarafından 2.000 birimlik kâr payı dağıtımı yapılır, yatırım miktarında da bir değişiklik olmazsa, kişinin elinde 2.000 birimlik para ve 8.000 birim değerinde pay senedi olur. Bu kişi tekrar eski değerde bir yatırımının olmasını istiyorsa, kendisine verilen 2.000 birim ile herhangi bir maliyete katlanmadan senet almak suretiyle bunu sağlayabilir. Mükemmel piyasalarda yatırımcılar tarafından maliyetsiz şekilde yapılan bu işlemler de, kâr payı politikalarını şirket değeri üzerinde etkisiz kılmaktadır (Ben-Horım, 1987).

Burada ortaya çıkan bir soru, kâr payı ödenmesi nedeniyle ortaya çıkan ilave finansman ihtiyacının borçlanma suretiyle kârşılanması halinde ne olacağıdır. M-M görüşüne göre, ek finansman ihtiyacının borçlanma yolu ile ya da öz kaynaktan kârşılanmış olması sonucu etkilemez. Çünkü, bu ikiliye göre bir firmanın piyasa değeri ve sermaye maliyeti o firmanın sermaye yapısından tamamen bağımsızdır (Akgüç, 1998).

M-M ikilisi daha sonra yaptıkları çalışmalarda önceleri ortaya koydukları varsayımların bazılarını kaldırmış ve özellikle belirlilik ve tam rekabet varsayımlarının geçersizliği konusunda ileri sürülen kârşıt görüşlere cevap vererek kendi görüşlerinin teorik yönden olduğu kadar pratik yönden de kabul edilebilir olduğunu savunmuşlardır.

MM firmanın değerinin belirlenmesinde;

- Temel Kazanma Gücünün,

- Risk Sınıfı'nın,
- Varlıklara Yatırım Politikasının etkin olduğunu söylemektedirler.

MM bu teoride aşağıdaki beş varsayımı kabul etmiştir:

- Gelir ve Kurumlar vergisi yoktur
- Pay senedi alım ve satım komisyon gideri yoktur
- Kâr payı politikası firmanın öz sermayesinin maliyetini etkilememektedir
- Firmanın yatırım politikaları kâr payı dağıtım politikalarından bağımsızdır
- Yatırımcılar ve yöneticiler aynı bilgilere sahiptir.

2.2.2.1. Mükemmel Piyasalarda Kâr payı Politikalarının Şirket Değeri Üzerindeki Etkisizliği

Kâr payı politikalarının firma değeri üzerindeki etkisizliğini savunan bu görüş iki temel varsayımı vardır. Birincisi firma yatırım kârlarının ve borç/özkaynak yapısının daha önceden ve izlenen kâr payı politikasından bağımsız olarak belirlenmiş olmasıdır. İkincisi ise, mükemmel bir piyasanın varlığının kabul edilmesidir. Yani; gelir ve kurumlar vergisinin, ihraç ve işlem maliyetlerinin, asimetric bilgi dağılımının ve kâr payı politikalarının firma özkaynak maliyeti üzerinde herhangi bir etkisinin bulunmadığı bir piyasanın varlığıdır. Kâr payı politikasının firma değerine bir etkisi olmadığını ileri sürenler sermaye piyasasının mükemmel olduğunu varsaymışlardır. Aslında, sermaye piyasasında, yatırımcıları kâr payını sermaye kazançlarına veya sermaye kazançlarını kâr payına bilinçli bir şekilde tercih ettirecek aksaklıklar vardır. Dolayısı ile, kâr payı politikasının etkisiz olduğu görüşü, en azından bir derecede geçersizdir. Bu aksaklıklar şöyledir (Geyikdağı, 1974):

- Bilgi Etkileri

- Vergi Etkileri
- İşlem Masrafları

Firmanın geleceği hakkında en iyi bilgilere sahip kişilerin firmanın yöneticileri olduğu kabul edildiğinden, geçen dönemde ödenen kâr payı, yatırımcılara gelecek dönemlerde ödenecek kâr payları hakkında bilgiler verecektir. Ancak, firma yöneticilerinin büyük çoğunluğu kâr paylarını azaltmaya karşı olduklarından, kâr payı ödemelerindeki herhangi bir artışın firma yöneticilerinin daha yüksek seviyede olan yeni kâr payı oranını devam ettirmeyi umdukları şeklinde yorumlanır. Başka bir deyimle, firmanın gelecek dönemlerde ödeyeceği kâr payları tahmin etmek isteyen yatırımcıların, göz önünde bulundurdıkları önemli unsurlardan biri geçen dönemde ödenen kâr payıdır.

384 firmanın mali işler görevlileri ve yöneticileriyle detaylı görüşmeler yapan Alan Brav, John R. Graham, Campbell R. Harvey ve Roni Michaely, yönetimin kâr payı ödemesi ve payların geri satın alınmasının gelecek hakkındaki emniyetlerini aktarmak için kullandığını belirtmiştir. %80 finansal yönetici, kâr payı kararlarının firmaları hakkında yatırımcılara bilgi aktardığına inanmaktadır (Graham, 1976).

Bazı yöneticiler bilgi aktarımını gelecekteki gelirlerin dağıtım habercisi olarak görürken diğerleri bilgi aktarımının ilk etapta şüpheleri ortadan kaldırmaya yardımcı olacağına ikinci aşamada dağıtım ile ilgili olacağına inanmaktadır.

Ayrıca kâr payı ödemesi ve geri satın almaların olumsuz bilgi aktarabileceği de tartışılmıştır. Örneğin, yatırımcılar eğer firma çok fazla kâr payı dağıtırsa ya da paylarından çok sayıda geri satın alma yaparsa firmanın yeterli yatırım olanaklarının olmadığı sonucunu çıkârabilir. Bu olumsuz şekildeki bilgi aktarımı yöneticiler tarafından çok fazla dikkate

alınmamıştır. %20'den az katılımcı kâr payı politikasını etkileyen en önemli faktörün, kâr payı ödemesinin yatırımcılara firmalarının düşük kârlı yatırımlar yaptığı izlenimi verebileceği olasılığı olduğunu belirtmiştir. %30,3'den fazlası geri satın almaların yatırım olanaklarının eksikliğinden kaynaklanabileceği için yapıldığına inanmaktadır.

Bir diğer aksaklık ise vergi etkileridir. Vergi oranlarındaki farklılık yatırımcıdan sermaye kazancı ile kâr payı arasında avantajlı oluşu duruma göre kâr payı veya sermaye kazancında birisini tercih etmesine neden olur. Dünyadaki vergi kanunlarının çoğunda sermaye kazançları, kâr payı ödemelerine göre daha düşük oranlarda vergilendirilmektedir. Diğer faktörlerin aynı olduğu varsayılırsa, bu durum, bazı yatırımcıların sermaye kazançlarını tercih etmelerine ve kâr payı ödemeleri istememelerine yol açar.

Bir firma, finansman ihtiyacının ne kadar büyük bir kısmını dağıtılmayan kârlardan karşılayabilirse, o oranda bu masrafları azaltabilir. Böylece, fazla kâr payı ödemek yerine, dağıtılmayan kârlarla firmayı finanse etmek tercih edilebilir. Buna karşılık, bazı yatırımcıların cari nakit ihtiyaçları olabilir ve bu kişilerin, ileride kazanılabilecek daha büyük meblağlar yerine kısa vadede bol miktarda kâr payını tercih etmeleri mümkündür. Ancak, her iki seçeneğin iyi ve kötü yönlerini tartarsak, kâr payı ödemelerini mümkün olduğu kadar azaltıp kârları tekrar yatırmanın daha avantajlı olduğunu söyleyebiliriz.

2.2.2.2. Mükemmel Olmayan Piyasalarda Kâr payı Politikalarının Şirket Değeri Üzerindeki Etkisizliği

Belirli bir kâr payı politikasından yana olan müşteri etkisi MM tarafından 1961 yılında tespit edilmiştir. MM modelinde, mükemmel piyasalarda şirketler tarafından uygulanan kâr payı politikasının, şirket değeri üzerinde etkisinin olmadığı

ileri sürülmüş olmasına kârşın, bu durumun mükemmel olmayan piyasalarda da geçerli olduğunu savunan kişiler bulunmaktadır. Bu görüşün savunucuları MM' nin yanı sıra Fischer Black ve Myron S. Scholes'tır ve düşüncelerini "clientile effect" olarak tanımladıkları olguya dayandırmaktadırlar (Black ve Scholes, 1974).

Müşteri etkisi, yönetimin tespit edilmiş ödeme oranlarının değiştirilmesini istememelerini açıklamaktadır. Şirketlerin değişik kâr payı politikaları olduğu gibi, yatırımcıların da kendilerine ödenen kâr paylarına ilişkin değişik tercihleri bulunmaktadır. Üst vergi diliminde bulunan yatırımcılar tarafından düşük kâr payı ödemesi yapılan pay senetleri veya kâr payı ödemesinde bulunulmayan pay senetleri tercih edilmekte iken, alt vergi diliminde bulunan yatırımcılar ile vergi kapsamı dışında tutulan kurumlar tarafından ise, yüksek kâr payı getirisi sağlayan pay senetleri tercih edilmektedir.

Elton ve Gruber 1970'de payların kâr payı satışına gidildiğinde ortalama fiyat değişimlerini inceleyerek müşteri değişimlerini ölçmeye çalışmışlardır (Kâraağaç,1997). Bu kapsamda yatırımcıların tercihleri, içinde bulundukları vergi dilimine, kâr payı ve sermaye kazançlarının vergi açısından değerlendiriliş şekline (gerçek ve tüzel kişiler olarak), şirkete ilişkin bilgi edinimindeki olanaklara ve işlem yapma maliyetlerine bağlı olarak değişmektedir. Bütün bu unsurlara dayalı olarak da piyasada kâr payı getirisine ilişkin talep açısından farklı yatırımcı grupları oluşmaktadır. Bu nedenle, şirketler uyguladıkları kâr payı politikalarında bir değişiklik yaptıklarında, sahip oldukları yatırımcı grubu içinde uygulamaya koydukları yeni kâr payı politikasından memnun olmayan bir yatırımcı kitlesi meydana gelmektedir.

Mükemmel piyasalarda yatırımcılar, yapmış oldukları alım satımların bir maliyetinin olmaması nedeniyle, şirketler tarafından yapılan kâr payı politikası değişiklikleri kârşısında

kayıtsız kalmakta, bunun sonucunda da, şirketler tarafından kâr payı politikalarında yapılan değişiklik şirketin değeri üzerinde herhangi bir etkide bulunmamakta, diğer faktörlere bağlı olarak bir yatırımcı grubunun tercih ettiği şirket olmaktan çıkıp, başka bir yatırımcı grubunun tercih ettiği şirket haline dönüşmekten başka bir sonuç doğurmamaktadır. Mükemmel olmayan piyasalarda yatırımcılar tarafından yapılan işlemlerin bir maliyetinin bulunması, kâr payı politikasında sık sık değişiklik yapan şirketlerin pay senetlerinin fiyatlarının, kâr payı politikasını uzun süre değiştirmeyen şirketlerin pay senetlerinin fiyatlarından daha düşük olmasına neden olmaktadır. Zaten, kâr payı politikalarının mükemmel olmayan piyasalarda da etkisiz olduğunu savunanlarca, bu durumun şirketlerin kâr payı politikalarının uzun süreli olması durumunda geçerli olduğu öne sürülmektedir.

BÖLÜM 3

KÂR PAYI ÖDEME ŞEKİLLERİ VE KÂR DAĞITIM POLİTİKALARINI ETKİLEYEN FAKTÖRLER

3.1. Kâr Payı Ödeme Şekilleri

Firmalar, pay başına ne kadar kâr payı dağıtılacağıнын yanında bu kâr paylarının nasıl ve ne zaman ödeneceğini de esas sözleşmeye paralel olarak kârara bağlamaktadır. Firmalar kâr dağıtım kararlarını mart ayı içerisinde yaptıkları olağan genel kurullarında belirlemektedirler. Esas sözleşmede kâr payı ödeme şekli ve zamanı konusunda bir hüküm belirtilmişse genel kurul bu konuda karar alacağı gibi isterse yönetim korulunu da yetkili kılabilir (Türko, 1994).

Kâr payı dağıtım politikasının belirlenmesi ile kârın ne kadarının ortaklara dağıtılacağı, ne kadarının dağıtılmamış kârlar şeklinde işletme bünyesinde bırakılacağına karar verdikten sonra, ortaklara dağıtılacak kârın hangi kaynaktan karşılanacağı sorunu ortaya çıkmaktadır. Kâr payı dağıtımında kullanılacak kaynaklar işletmenin finansal yapısının özellikle likiditesini yakından ilgilendirmektedir (Büker ve Aşıkoğlu, 1990).

Ayrıca herhangi bir büyüme ve genişleme faaliyetinin olmadığı durumlarda bile yüksek enflasyonun çalışma sermayesi üzerinde yıpratıcı etkisi görülmektedir. Rakamsal olarak işletme faaliyetlerinden elde edilen kâr yüksek olmasına rağmen kâr payını ödeyecek yeterli nakit bulunmayabilir (Sevil, 1994).

Türkiye'deki yasal düzenlemelere göre pay senetleri borsa işlem gören anonim şirketler, genel kurulların alacağı kârara olarak kâr payını;

- Tamamen nakden dağıtma,
- Tamamen pay senedi olarak dağıtma,
- Belli oranda nakit belli oranda pay senedi olarak dağıtarak kalanının ortaklık bünyesinde bırakma,
- Nakit ya da pay senedi olarak dağıtmadan şirket bünyesinde bırakma, konusunda serbesttir.

3.1.1. Nakit Olarak Yapılan Kâr Payı Ödeme Şekli

Kâr payı ödemeleri denildiğinde, genel olarak nakit ödemeleri anlaşılmaktadır. Nakit olara kâr payı ödemeleri isminden de anlaşılacağı üzere pay sahiplerine kâr payı bedellerinin para ile ödenmesidir. Kâr payı ödemelerinin bu türü en çok uygulanan kâr payı dağıtım şeklidir (Sevil, 1994). Bu yöntem firmanın nakit çıkışını gerekli kıldığı için şirketin likidite durumu bu yöntemin benimsenmesinde önem kazanmaktadır.

Bir firmanın gelir beyannamesinde önemli tutarda gelirler görüldüğü halde bilançosundaki nakit varlıkları çok olmayabilir. Özellikle fiyatların sürekli olarak yükselme gösterdiği durumlarda bilanço kârlarına parasal yönden kullanılabilir miktarlar olarak bakılması imkansızdır. Bu nedenle nakit olarak kâr payı ödeme düşüncesinde olan firmanın o dönem için yeterli nakde sahip olup olmadığının araştırılması gerekir (Bozkurt, 1997).

Dağıtılacak olan kâr payları genel olarak, nominal değer bir yüzdesi şeklinde ifade edilebileceği gibi bunun yanında piyasa fiyatının bir yüzdesi veya net kârın bir yüzdesi şeklinde de ifade edilebilir. Ancak bir paya düşen kâr payı ko-

layca görüldüğü için, pay başına kâr payı uygulaması yaygındır. Kâr payı dağıtımı firma tarafından ilan edildikten sonra kâr payları belirli bir tarihte bütün pay sahiplerine dağıtılır.

3.1.2. Pay Senedi Şeklinde Yapılan Kâr Payı Ödeme Şekli

Bazı durumlarda firmalar pay sendi vermek suretiyle kâr dağıtımına giderek, sermaye artışlarının tümünü veya bir bölümünü mevcut ortaklara bedelsiz pay senedi şeklinde vermektedir. Başka bir deyişle, firmalar gizli veya kanuni yedeklerle bünyelerinde tuttıkları kârlarının bir kısmını veya tamamını sermayeye ilave ederek ortaklara kârşılıksız olarak pay senedi verirler (Ceylan, 2003). pay senedi şeklinde kâr dağıtımı pay sendenin bölünmesine çok benzer. Her iki durumda da hissedarlar elindeki her pay için sabit miktarda yeni pay senedi verilir.

Kâr payının pay senedi şeklinde verilmesiyle cari pay senedi sahiplerinin sermayeye iştiraki değişmez. Ancak, dağıtılmamış kârlar hesabından pay senetleri hesabına ilave sermaye transferi yapmak için muhasebe kaydı yapılır. Transfer edilecek sermaye miktarı, firmanın pay senetlerinin cari piyasa fiyatının ve pay senedi şeklindeki kâr payının büyüklüğü ile belirlenir.

Pay senedi şeklindeki kâr dağıtımının gerek şirket gerekse pay sahipleri açısından avantajları şöyle sıralanabilir:

- Firmadan fon çıkışı olmadan kâr dağıtımı yapıldığından kârlı yatırım fırsatlarını finanse etme imkanı doğmaktadır.
- Firmaların sermaye artışına gitmeleri halinde, artan sermayenin bir bölümünü bedelsiz pay senedi vermek suretiyle gerçekleştirmekte; sermaye artışına katılma, bu şekilde ortaklar yönünden cazip hale gelerek olumlu bir etki yapmaktadır.

- Ortaklar ihtiyaç duyduklarında pay senedi şeklindeki kâr payını nakde dönüştürme imkanına sahiptirler.

- Halka açılmak isteyen veya ortak yapısını değiştirmek isteyen şirketler için pay senedi vermek yoluyla kâr dağıtmak etkili araç olmaktadır. Böylece, şirketin mülkiyetinin geniş kitleye dayanarak ortak sayısının daha fazla olduğu görülmektedir.

- Bir pay senedinin piyasa fiyatının aşırı derecede yükselmesi, onun sermaye piyasasında dolaşımını güçleştirmektedir. Pay senedi vermek yoluyla kâr dağıtımında, pay senetlerinin nominal değeri daha az pay senetlerine bölündüğünden; hem pay senedinin piyasa fiyatının aşırı yükselmesi önlenmiş olur, hem pay senedinin arız artar, hem de pay senetlerinin alımı ve satımı kolaylaştığından sermaye piyasasında canlılık oluşarak pay senedinin küçük birikim sahiplerinin de eline geçme imkanı doğar.

Pay senedi şeklinde kâr dağıtımında, pay başına gelir, pay sayısının artması nedeniyle düşse bile, ortakların elinde daha fazla pay senedi bulunacağından, ortakların geliri azalmayacaktır. Bununla birlikte şirket, bünyesinde alıkoyduğu fonları, kârı yüksek yatırımlarda kullanabilirse, gelecek yıllarda nakden dağıtabileceği kâr oranları yükselecektir. Bu yüzden pay senedi yoluyla kâr dağıtımı etki olarak pay senedinin piyasa fiyatındaki düşme olumlu ölçüler içinde kaldığı görülr. Çünkü, şirketin pay senedinin piyasa fiyatını belirleyen başlıca etmen söz konusu şirketin diğer firmalara kıyasla, görelî kazanma gücüdür.

Pay senetlerinin piyasa fiyatının düşmesiyle alım satımının kolaylaşması, talebi artırarak, pay senedi için pazarı genişleteceğinden, fiyat düşüşünü sınırlayacaktır. Firma nakit sıkıntısından dolayı pay senedi şeklinde kâr dağıtıyorsa; fonları kârlı yatırım fırsatlarında değerlendirmeyi düşünmüyorsa ve gelecek yıllardaki beklentileri de olumlu değilse, bu

tür kâr dağıtımının pay senetlerinin değeri üzerindeki etkisi olumsuzdur. Denilebilir ki, pay senedi şeklinde kâr payı dağıtımı, tek başına ortakların pay senetlerinin toplam piyasa değerini ne azaltır, ne de artırır.

Finansal politikanın etkin bir aracı olarak kullanılan pay senedi şeklindeki kâr payı, büyüyen, kârlı yatırım projeleri bulunan, kârlarını nakden ortaklarına dağıtmak istemeyen ve ortak sayısını arttırarak mülkiyeti yaygınlaştırmayı planlayan şirketlere uygulanır. Yalnız bu arada pay senetlerinin piyasa fiyatı ile nominal değer arasındaki farkın büyümesine dikkat etmek gerekir.

3.1.3. Melez Kâr Payı Ödemeleri

Melez kâr payı dağıtımı; Nakit ve pay senedi şeklinde kâr payı dağıtımının birlikte yapılması durumudur. Son yıllarda ülkemizde de sık görülmeye başlanmıştır. Melez kâr payı dağıtımında, kâr paylarının dağıtım oranları önemli değildir.

3.1.4. Pay Senetlerinin Nominal Değerlerinin Azaltılması ve Sayısının Artırılması Yoluyla Kâr Dağıtımı

Bu yöntemde firmanın pay senetlerinin nominal değerleri belirli bir oranda azaltılarak pay senedinin sayısı artırılmaktadır. Firmanın ortaklarının ellerindeki pay senedi sayısı artmasına kârşın, bu senetlerin nominal değeri aynı oranda azaldığından, firma ortaklarının şirketteki toplam payı değişmemektedir. Bu işlemde de, fiyatı yüksek bulunan pay senedinin fiyatının düşmesi sağlanarak likit hale getirilmesi amaçlanmaktadır.

Pay senedi bölünmesiyle, her payın değerindeki azalma oranının da pay senedinin sayısı artar. Firmalar pay senetlerinin daha geniş bir kesime yayılmasını sağlamak, sermaye

piyasasında alım ve satımı zorlaşan pay senetlerinin fiyatlarını düşürerek el değiştirmesini kolaylaştırmak için nominal değerlerini azaltarak pay senetlerin sayısını artırırılar. Nominal değerdeki azalma oranında pay senedi adeti arttığından her hissedarın firmadaki nispi payı değişmez.

3.1.5. Firmanın Kendi Pay Senetlerini Satın Alma Yoluyla Kâr Dağıtımı

Firmalar tarafından kendi pay senetlerinin alınması sonucunda piyasadaki pay 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 pay senetlerini geri almaları yatırımcılara iki ayrı avantaj sağlamaktadır. Bunlardan ilki, yatırımcılar tarafından pay 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. Sağlanan diğer avantaj da, şirketlerin pay senetlerini geri alma talebi ile yatırımcılara gitmeleri durumunda, yatırımcıların pay senetlerini satarak geliri hemen elde etme veya pay senetlerini ellerinde tutarak fiyat artışından yararlanma konusunda bir tercihte bulunabilmeleridir.

Amerika ve bazı Avrupa ülkelerindeki uygulamalarda; ortaklıklar, vadesi geldiği halde kâr payı ödemelerini gerçekleştirmemi oldukları haricindeki pay senetlerini geri satın alabilmektedirler. Kâr payı hakkı vermeyen pay senetlerinin geri

alınması durumunda bile satın almadan önce ortaklara belirli bir formüle göre hesaplanan asgari bir dağıtımda bulunması gerekir. Böyle bir hüküm gerilmesinin sebebi ortaklık yönetiminin kâr dağıtmama yoluna giderek fiyatları düşürmeye çalışmasını önlemesidir.

Halka açık anonim şirketlerin kendi pay senetlerini geri satın almaları, ülkemiz hukukunda, TTK'nın hükümleri nedeniyle, belli başlı istisnalar dışında yasaklanmıştır. Bu yasağın amacı; şirketin kendi paylarını temellük ederek veya rehin olarak şirket varlığını bunlar kârşılığında sarf edip, şirketten alacaklı duruma girecek olan üçüncü şahısların durumlarını tehlikeye düşürmesini engellemek olarak belirtilmiştir. Şirketin kendi pay senetlerini iktisap etmesinin, pay senedinin gerçek değerini etkileyebilecek işlemlere imkan vermesi ve bu yolla hissedarların zarara uğratılmalarını engellemek de yasa konulmasının diğer amacıdır.

3.1.6. Diğer Kâr Dağıtım Şekilleri

Diğer kâr dağıtım şekillerini seçmeli kâr payı dağıtımı, aynı olarak kâr payı ödenmesi, tasfiyeden kâr payı ödenmesi ve kâr payı olarak intifa senedi verilmesi başlıkları altında incelenebilir.

3.1.6.1. Seçmeli Kâr Dağıtımı

Ortaklara, nakit ya da senet kâr payı alma hususunda seçme hakkı verilmesidir. Kâr payı dağıtımı, haberinin alınmasından sonra, belirli bir süre içinde ortaklarca verilecek karar, pay senetlerinin piyasa değeri ile nakit kâr payı miktarının kârşılaştırılması sonucu alınacaktır. Eğer iki alternatiften sağlanacak fayda birbirine eşit ya da yakınsa - ki genellikle böyledir - alınacak yeni senetlerin saklanması ya da satılması

zahmetine girmek istemeyen küçük pay sahipleri nakit kâr payı alternatifini seçeceklerdir.

Nakit kâr payı almakla elde edilecek getirinin, yeni senet alma alternatifinden sağlanacak getiriden daha düşük olması durumunda ise, ortaklar senet kâr payı alternatifini tercih edecek, dolayısıyla firma da ihtiyacı olan nakit fonları bünyesinde tutma imkanını korumuş olacaktır.

3.1.6.2. Ayni Olarak Kâr Payı Dağıtılması

Ayni kâr payı, firmanın kendi Portföyündeki mevcut hazine bonolarını, devlet tahvillerini, diğer şirketlerin pay senetlerini ve tahvillerini ya da kendi ürettiği ürünleri ortaklarına dağıtmasıdır.

Ayni kâr payı dağıtımı nakit değerler dışındaki varlıkların ortakların kârdan alacakları paya karşılık olmak üzere dağıtılmasıdır. Örneğin Du Pond Firması bir zamanlar portföyündeki Genel Motors paylarını kâr payı olarak ortaklarına dağıtmıştı.

Bu tür kâr payı dağıtımının amacı eldeki nakit fonları muhafaza etmek ve daha uygun bir şekilde kullanmaktır. Firmanın portföyünde firmaca ihtiyaç duyulandan daha fazla menkul kıymet mevcut olması halinde bu tür dağıtıma gidilebilmektedir (Bakır, 1976).

3.1.6.3. Tasfiyeden Kâr Payı

Firmanın tasfiyeye gitmesi halinde elindeki mevcut varlıkların pay sahiplerine dağıtılması bir nevi kâr dağıtımı olmaktadır. Örneğin, petrol ve maden firmaları faaliyetleri gereği, bazı varlıklarını tekrar kullanmak üzere harcarlar. Bu tür

varlıklar için ayrılan yenileme ya da zararları kârşılama fonları ihtiyaç duyulmadığı zamanlarda pay sahiplerine kâr payı şeklinde dağıtılabilir.

3.2. Firmaların Kâr Dağıtım Politikalarını Etkileyen Unsurlar

Firmalar ortaya çıkan kârını pay sahiplerine dağıtabileceği gibi bir kısmını firmada bırakabilir. Aynı zamanda ortaya çıkan kârdan kanunlar tarafından belirlenen oranlarda yasal akçeler ayırır. Firma kârın pay sahiplerine dağıtılıp dağıtılmayacağını, dağıtılacak ise kârın ne kadarının pay sahiplerine dağıtılacağını belirlerken firmanın bazı özelliklerini ve durumunu dikkate alırlar. Firmalar aynı zamanda kâr dağıtımı ile ilgili yasal düzenlemeleri de göz önünde bulundurmak zorundadır.

Bu nedenle firmanın kâr dağıtım politikalarını etkileyen unsurlar iki kısımda incelenebilir. Birinci kısım firmaların kâr dağıtım politikalarını etkileyen firma ile ilgi unsurlar, ikinci kısımda da firmaların kâr dağıtım politikalarını etkileyen yasal düzenlemeler şeklinde ele alınabilir.

3.2.1. Firma İle İlgili Unsurlar

Firmalar elinde bulunan kârı pay sahiplerine dağıtma kararı almadan önce firmanı likidite durumuna, borçlanma yeteneğine, borçların vadesine ve ödeme önceliğine, yapmış olduğu kredi sözleşmelerine bakması gerekir. Aynı zamanda firma bilanço verilerini kontrol ederek, aktif varlıklardaki büyüme hızına, firmanın kârlılık oranına ve kârlılık istikrarına bakmalıdır.

3.2.1.1. Firmanın Likidite Durumu

Firmanın para durumu veya süresi gelen borçlarını ödeyebilme yeteneği likidite olarak tanımlanır. Pek çok firma için kâr payı dağıtımında göz önünde bulundurulması gereken en önemli faktör işletmenin likidite durumudur.

Firmanın bilançosunda görülen kâr firmanın mali yapısının kâr payı ödemeye uygun olduğunun göstergesi değildir. Bir firmanın likit değerleri, firmanın kârından tamamen bağımsızdır ve firma yüksek oranda kârlı iken ile likidite sorun yaşayabilir. Kâr payı ödemeleri, nakit çıkışı gerektiren bir işlem olduğundan firmaların likidite durumları, kâr dağıtım kararlarını büyük ölçüde etkiler. Likiditesi iyi olan firmalar kâr dağıtım kararı verirken sıkıntı çekmezler. Bilindiği üzere kâr payı dağıtımı, nakit çıkışı gerektiren bir işlemdir. Nakit durumu ve likiditesi iyi olan bir firma kolaylıkla kâr payı dağıtılabilir (Ceylan, 2003).

Diğer taraftan, bilançosunda dönem kârı veya dağıtılmamış kârlar şeklinde fonlar gözükmese rağmen, bu kârları nakit halinde bulundurmayıp firma için gerekli aktif değerlere yatıran ve bu nedenle nakit durumu ile likiditesi kötü olan firmalar yıl sonu kârı ne kadar yüksek olursa olsun kâr dağıtımında zorluk çeker, bazen de ödemedede bulunamazlar. Kârlı olmak her zaman kâr dağıtmak olanağına da sahip olmak demek değildir.

Hızlı gelişme ile nakit sıkıntısı çoğu zaman paralellik arz eder. Bunun nedeni ise, gelişmenin daha çok aktifle gerçekleşmesi ve bunun da likit gereksinimi yaratmasıdır (Yüksel, 1982). Hızla büyüyen firmalar, çok kârlı olsalar dahi kârların büyük çoğunluğunu büyümenin finansmanında kullandıklarından her zaman nakit sıkıntısıyla kârşılaşmamak için düşük oranda kâr payı ödemeyi tercih ederler (Levy ve Sarnat, 1988).

Elinde ödeme yapmak için yeterli finansman kaynağına sahip olmayan bir işletme, kâr payı dağıtımına kârar verecek olursa kendi kendisini güç duruma düşürmüş olur. Özellikle, fiyatların devamlı olarak yükseldiği ve bu nedenle çalışma sermayesi gereksiniminin arttığı bir ortamda işletmenin bilanço kârlarına parasal yönden kullanılabilir kaynaklar olarak bakılması hemen hemen olanaksızdır. Bu nedenle kâr payı dağıtımlarında, nakit durumunun kâr kadar önemle göz önünde bulundurulması gerekir (Gönenli,1991).

Kâr payı ödemelerinin borçlanma yoluyla kârşılanması durumunda ise, firmanın borç/özsermaye oranı olumsuz yönde etkilenecek ve firma ek maliyetlerle kârşı kârşıya kalacaktır (Bakır,1985).

Firmanın likidite durumu, yatırım ve sermaye yapısı kârarları tarafından belirlenir. Yatırım kârarları, varlık yapısını ve varlık seviyesindeki artışın doğuracağı fon ihtiyacını belirlerken, sermaye yapısı kârarları, ihtiyaç duyulan fonların nereden temin edileceğini gösterir. Bu kârarlara göre belirlenen likidite yapısı, kâr dağıtım politikasının da belirlenmesinde önemli rol oynar (Van Horne,1992).

Firma, aktiflerden yüksek oranda bir kâr elde ediyorsa, likidite durumundaki sıkışıklıklar, döner sermayenin kâr dağıtım zamanında nakit bulunduracak şekilde ayarlanmasıyla halledilebilir. Mesela, kâr dağıtımı yaklaştığında stoklar en az düzeye veya alacaklı hesaplar ortalamasının altına indirilebilir (Yüksel,1982).

3.2.1.2. Borçlanma Yeteneği

Borçlu olan firmalar faaliyetleri sonucu elde edilen kaynakların, kâr payı ödemesinde kullanmak yerine, varlıklarının devamı için borçlarını ödemek zorunda kalabilirler. Eğer firma, kısa süre içinde kolaylıkla borç alabilme olanaklarına

sahipse, kâr dağıtımında daha fazla bir esneklik kazanabilir. Borçlanma, kısa süreli banka kredisi ile olabileceği gibi tahvil ihracı ya da diğer kredi kuruluşlarından alınan orta veya uzun vadeli borç şeklinde de olabilir.

3.2.1.3. Borçların Ödenmesi Gereği

Bir firma ilk önce almış olduğu borçların ödenmesi konusundaki iki alternatifle kârşılıklıdır. Bu alternatiflerin birincisi yeni borç alarak eski borçlarını ödemek ikincisi ise faaliyet sonucu yaratmış olduğu fonları borç ödemede kullanmaktır. Bu nedenle firma, borçlarını yaratmış olduğu kaynaklarla veya sağlayacağı yeni dış kaynaklarla ödemeyi planlamak durumdadır. Firma birinci alternatifi seçtiğinde firmanın borç/özsermaye oranı yükselecek, bunun sonucu olarak firmanın finansal riski de artmış olacaktır. Finansal risk, hem ileride meydana gelebilecek borçları ödeyememe durumunu hem de gelecekteki pay sahiplerinin elde edeceği kâr payı gelirinin azalacağı sonucunu ifade eder. Bir firmanın borç/özsermaye oranı arttıkça ödemek zorunda olduğu faiz ve komisyon giderleri de artar ve bu durum firmanın finansal yapısının zayıflamasına yol açar. Bu nedenle ağır bir borç yükü altında bulunan firmanın, yaratmış olduğu kaynakları borç ödemede kullanarak, borç yükünü hafifletmeyi, kâr dağıtımına tercih etmesi, firmanın varlığı ve geleceği açısından daha sağlıklı bir seçim olabilir.

3.2.1.4. Kredi Sözleşmesinde Yer Alan Hükümler

Finans kurumları, kullandırdıkları kredilerin geri ödenmesini güven altına almak için maddi teminat aramanın yanında, kredi sözleşmelerine özel şartlar koymakta ve bu yolla

firmanın mali yönetimine müdahale ederek, firmanın gelecekteki performansını olumsuz yönde etkileyebilecek işlemleri önlemektedirler.

Kredi sağlayıcılar kullandıkları kredilerin geri ödemesini garanti altına almak için maddi teminat aramanın yanında, kredi sözleşmelerine özel şartlar koymakta ve bu yolla firmanın mali yönetimine müdahale etmektedirler. Özellikle uzun vadeli kredi sözleşmeleri, firmaların nakit kâr payı ödemelerini alacaklıların lehine sınırlandırmaktadır. Kredi veren kuruluşlar firmanın daha düşük oranda kâr dağıtarak sağlam bir finansal yapıya kavuşmalarını isterler.

3.2.1.5. Kontrol

Kâr dağıtım politikasını etkileyen diğer bir faktör, alternatif finansman kaynaklarının şirketin kontrol durumunda meydana getirdiği değişiktir. Bazı firmalar politikalarının bir gereği olarak sadece iç finansman kaynaklarına başvurabilirler. Eğer firma her dönem yüksek oranda kâr payı dağıtıyorsa, diğer şartlar değişmemek kaydıyla, ileride söz konusu olacak kârlı yatırım fırsatlarını değerlendirmek için pay senedi ihraç etmek durumunda kalabilir. Bu nedenle kontrol fonksiyonunu ellerinde tutmak isteyen ortaklar dağıtılacak kâr payını düşük tutulmamsını ve öncelikle kârlı yatırım fırsatlarının değerlendirilmesini tercih ederler (Van Horne, 1992).

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 düzenlemeler gidebilir (Levy ve Sarnat,1998). Böyle bir finansman politikası “yeni pay senetleri

satarak sermayeyi artırmak, mevcut ortakların hem kâr oranlarını hem de şirket yönetimindeki durumlarını tehlikeye sokâr” 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 (Akgüç, 1998).

3.2.1.6. Aktif Varlıkların Büyüme Hızı

Kâr payı dağıtım kârarını etkileyen kârarlardan bir tanesi de aktif varlıklardaki büyüme hızıdır. Bir firmanın büyüme hızı ne kadar yüksek ise, aktiflerin genişletilmesinde kullanılacak fonların miktarı da o kadar yüksek olacaktır.

Başlangıçta ilk aşamada firma daha küçük ve gelişme safhasında olduğundan, yatırımlarını finanse etmek ve aktiflerini genişletmek için finansmana ihtiyaç duyulacaktır. Bu aşamada kâr payı dağıtımı firmayı finansal sıkıntıya sokacaktır. Bu nedenle, kârların firma bünyesinde alıkonması gerekir. Firmanın piyasada başarılı olması ile birlikte, ürünlerine olan talep artacak ve satışların yükseldiği, kârların arttığı ve varlıkların genişlediği ikinci aşamaya geçilecektir. Bu aşamada satışlar ve varlıklar üzerinden kârlar artan bir oranla büyüdüğünden, pay senedi şeklinde kâr payı ödeme yoluna gidilmelidir. Bu aşamanın sonlarına doğru düşük oranda da olsa nakit kâr payı dağıtımı yoluna gidilebilir. üçüncü aşamada, satışlardaki büyüme azalan bir oranla devam etmektedir. Yatırımların kârlılığı piyasaya yeni firmaların girmesiyle azalmaktadır. Bu aşamada varlıklardaki büyüme hızı düştüğünden ve dış kaynaklarla fon sağlama imkanı arttığından firma oldukça fazla nakit kâr payı ödeme yeteneğine sahip olup kâr payı ödeme oranı firmanın durumuna göre değişmekle bera-

ber % 40'lara kadar çıkabilir. Son aşama olan olgunlaşma döneminde ise, firma sabit büyüme oranını sürdürür. Bu dönemde büyümeyi artırıcı yönde farklılaşmaya gidilmez ve yeniliklere başvurulmazsa firmanın kârlılığı düşecektir. Firma kâr payı ödeme oranı, endüstriden endüstriye değişmekle beraber % 40-60 civarında seyreder. Firmanın bu oranda kâr payı dağıtması Pay senetlerine talebi artırmaya yönelik bir çaba olarak değerlendirilebilir.

3.2.1.7. Firmanın Kârlılık Oranı

Bir firmanın dağıtılmamış kârlarla finanse ettiği yatırımlardan elde etmesi gereken asgari kârlılık oranı, o firma için dağıtılmamış kârların maliyetini belirler. Dağıtılmamış kârların maliyeti fırsat maliyetidir (Akgüç,1998). Diğer bir deyişle, ortakların kâr payı gelirlerinin alternatif yatırım alanlarından sağlayacağı kâr oranı ile firmanın yeni yatırımlarından elde edeceği kâr oranının kıyaslanmasıdır. Buna göre mevcut kârlar, yeni yatırımların kârlılığı, dağıtılmayan kârların maliyetinden büyük ise yatırıma sevk edilecek, dağıtılmayan kârların maliyetinden küçük olduğu durumlarda ise kâr payı olarak pay sahiplerine ödenecektir.

3.2.1.8. Şirketin Ortak Yapısı

Ortaklık yapısı, kâr dağıtım politikasını belirleyen bir faktör olarak gözükmektedir. Özellikle şirketlere hakim büyük ortaklar ve bunların nakit ihtiyacı kâr payı oranını belirlemede önemli bir role sahiptir.

Bir firmanın ortak yapısı ve bu ortakların tercihleri de kâr dağıtım politikasını etkilemektedir. Pay senedine yatırım yapan bir kişinin elde edeceği gelir o senedin alım-satım farkından sağlanan sermaye kazancı ve/veya kâr payı geliri olacaktır. Bu durumda, pay senetlerine yatırım yapılmış olan firma

yönetiminin, yatırımı yapan kişilere, yani ortaklarına en yüksek tatmini sağlayacak kâr dağıtım oranının belirlenmesinde, bu unsurları göz önünde tutması gerekecektir.

Halka açık, küçük tasarruf sahiplerinin oy egemenliğine sahip bulunduğu şirketlerde genellikle kâr dağıtım oranı daha yüksektir. Küçük tasarruf sahipleri, almış oldukları kâr paylarını büyük bir olasılıkla yeni yatırımlarda kullanmayacak, geçim için ek bir kaynak olarak düşüneceklerinden, kâr dağıtım konusunda ısrarlıdırlar. Halka açık şirketlerde küçük tasarruf sahipleri, oy çokluğuna sahip olmasalar dahi genel kurulda dolaylı etkileri nedeniyle kâr dağıtım oranının nispeten yüksek olmasını yine de sağlayabilirler (Ak-güç,1998).

3.2.1.9. Kârlılık İstikrarı

Kâr dağıtımını etkileyen en önemli faktörlerden birisi, işletme kârlarının istikrarıdır. Kârlardaki dalgalanmalar, ilave bir çok faktör olmasına rağmen kâr dağıtım kârlarının verilmesinde tek önemli faktör olarak kendisini gösterir.

Firmaların Elde ettikleri kârlar ne kadar istikrarlı ve ön-görülebilir ise kâr payı ödemelerinin yapılmasında o kadar istikrarlı olabilmektedir. Kârları geçmiş dönemler itibariyle istikrarlı olan firmalar, gelecek dönemlerde elde edecekleri kârları daha sağlıklı bir şekilde tahmin edebileceklerinden düzenli ve büyük oranlarda kâr payı dağıtma imkanına sahiptirler. Buna kârşılık, kârları yıllar içinde dalgalanmalar gösteren firmalar, kâr paylarını da bu dalgalanmalara paralel olarak dağıtırlarsa, kâr payı dağıtımında istikrar sağlama imkânını da kaybetmiş olurlar.

3.2.1.10. Yeni Yatırım Planları

Firmaların kâr dağıtım politikası yatırım politikası ile de yakın bir ilişki içinde bulunabilir. Diğer bir deyişle yatırım politikası kâr dağıtım politikasını etkileyebilir. Yeni yatırımlar planlayan firmalar yatırımların gerektirdiği finansman gereksinimini kârşılatabilmek için, kârların önemli bir bölümünü bünyelerinde bırakmayı tercih edebilirler. Borçlanmak 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 durumdadır. Ülkemiz için bu nokta büyük önem arz etmektedir. Çünkü sermaye piyasası tam olarak gelişmemiş olduğu için, istediği zaman rahatça sermaye piyasasına başvurma imkanına sahip değildir.

3.2.1.11. Muhasebe Sistemi ve Enflasyon Etkileri

Bir ülkede uygulanmakta olan muhasebe sistemi şirketlerin dağıtacakları temettü politikalarını etkilemektedir. Bir çok ülkede temettü ödemeleri elde edilen kâr ile bağlantılı olup bu kârda muhasebe ile ilintilidir. Muhasebe standartları ne kadar tutucu ise kâr o kadar düşük ve temettü ödemesi de o kadar az olacaktır.

Enflasyonun temettü politikalarına etkisi konusu da çok önemlidir. Enflasyon muhasebesinin olmaması sonucunda şirket bilânçolarında reel olmayan kârlar oluşmakta ve temettü politikalarını olumsuz yönde etkilemektedir. Yıllık sabit kıymet değerlemelerinin bir sonucu olarak yeniden değerlendirme fonu ortaya çıkmaktadır. Bu fonda oluşan tutarların sermayeye ilave edilmeleri halinde, vergi dışında tutulmaktadır. Ülkemizde şirketler bu hesaptan bedelsiz pay senedi ihraç

edebilmektedir. Ülkemizdeki daha önceleri yaşanan olumsuzluklara rağmen enflasyon muhasebesinin uygulanmasıyla bu sorunlar ortadan kalkmaya başlamışlardır.

3.2.2. Yasal Düzenlemeler

Şirketlerin kâr dağıtım politikalarının oluşturulmasında en önemli etkenlerden bir tanesi yasal düzenlemelerdir. Çünkü şirketler yapacakları kâr payı ödemelerini tabi oldukları yasal düzenlemeler ile şirket esas sözleşmesinde yer alan hükümler çerçevesinde gerçekleştirmek durumundadır.

Kâr payı dağıtımına ilişkin yasal kurallar, her ülkenin kanun hükümleri çerçevesinde düzenlenmiştir. Bu düzenlemelerde, bir taraftan azınlık paylarının kâr üzerindeki haklarının korunmasına, diğer taraftan üçüncü kişilerin firma ile olan ilişkilerinde aldatılmalarının önlenmesine çalışılmıştır (Gönenli,1991).

Yasal kurallar, kâr payının ancak safi kârdan ve bu amaçla ayrılmış yedek akçelerden dağıtılabileceği esasını belirlemiştir. Diğer bir ifadeyle, firma kâr payını cari yıl ve geçmiş yıllarda elde edilen ve bilançoda dağıtılmayan kârlar hesabında gösterilen kazançlardan ödeyebilir.

Ülkemizde anonim ortaklıklara ilişkin genel hükümler Türk Ticaret Kanunu ile düzenlenmiş olup, halka açık anonim şirketlere ilişkin özel düzenlemeler Sermaye Piyasası Kanunu'nda yer verilmiştir. Her iki kanuna göre de kâr dağıtılması için önce bilançoda kâr oluşması gerekir. Genel kurul kârar verirse, her iki halde de şirketler bilançoda kâr gözükmese bile birikmiş ihtiyatlardan kâr dağıtabilirler. Ancak bu hususta hiçbir kanun şirketleri zorlamamaktadır.

Genel olarak temettü dağıtımı ile ilgili mevzuat üç temel ilke üzerinde durmaktadır:

- Net kâr ilkesi,

- Esas sermayenin zayıflatılmaması ilkesi,
- Firmanın borçlarını ödeme güçsüzlüğü içerisinde olmaması ilkesi,

Net kâr ilkesi, temettülerin ancak cari yıl kârından ya da dağıtılmamış kârlardan ödenebileceğini ifade etmektedir.

Esas sermayenin zayıflatılmaması ilkesi, temettülerin sermayeden ödenmesini, diğer bir deyişle sermayenin kâr olarak dağıtılmasını önlemek suretiyle firmaya fon sağlayanları korumak amacını gütmektedir.

Firmanın borçlarını ödeme güçsüzlüğü içerisinde olması ilkesi ise, borç ödeme güçlüğü içinde olan bir firmanın temettü dağıtmamasını öngörmektedir. Böyle bir olay gerçekleştiği takdirde, firma, gerçekte kredi verenlere ait olan fonları ortaklarına aktarmış olacaktır. Burada da firmaya fon temin eden üçüncü kişiler aleyhine bir durum söz konusudur ve bunun engellenmesi amacıyla olan üçüncü ilke, kısa vadeli yükümlülükleri cari varlıklarından fazla olan firmaların temettü dağıtmasını yasaklamaktadır.

3.3. Önceki Çalışmaların İncelenmesi

Kâr dağıtım politikasının firma değerini etkileyip etkilemediği tartışmasının başlıca nedenlerinden biri ekonometrik deneyler düzenlemenin güçlüğüdür. Pay fiyatları ile temettü ve dağıtılmayan kârlarla ilgili olarak yapılan deneyleri topluca ve öz bir şekilde incelemekte fayda vardır. Bir payın fiyatı, yatırımcıların gelecekteki kazanç ve temettü umutlarına bağlı olacaktır.

Dünya da, dağıtılan kâr miktarının pay senedi üzerinde etkisi konusunda yapılan ampirik çalışmalardan Friend Puckett ve MM'nin çalışması ilgi çekicidir. Friend ve Puckett, önce dağıtılan kâr payının etkisi olduğu sonucuna varan kantitatif modellerin istatistiksel olarak hatalı sonuçlar verdiklerini ileri

sürerek bu hataları belirtmişlerdir. Hataların en önemli nedenleri, risk ve büyüme faktörünün doğru bir şekilde formüle edilememesi ve değişkenlerle ilişkili ölçme hatalarıdır. Friend ve Pucket, ortalama pay senedi fiyatları ile kâr payı ödemeleri ve dağıtılmayan kârlar arasındaki ilişkiyi açıklamak amacıyla 5 endüstri dalından seçilmiş 110 işletme üzerinde 1956-1958 yıllarını kapsayan basit doğrusal regresyon analizi yapmıştır. Analiz sonuçlarına göre, büyüme özelliğine sahip kimya, elektronik ve elektrik endüstrilerinde dağıtılmayan kârların pay senetlerinin fiyatları üzerindeki yükseltici etkisi kâr paylarının etkisinden daha yüksek çıkmıştır. Öte yandan, gıda ve çelik endüstrilerinde daha güçlü bir kâr payı etkisi bulunmuştur (Aslanoğlu, 1996).

MM, normalize edilmiş kârlardan yola çıkarak yaptıkları testler sonucunda pay senedi değeri ile kâr dağıtım oranı arasında tersine bir ilişki bulmuşlardır. MM yaptıkları araştırmada, pay başına düşen net kâr doğru ölçüldüğünde, dağıtılan kârın bir etkisi olmadığı sonucuna varmışlardır (Akgüç, 1997).

Gordon, 4 endüstri dalında (Kimya, Gıda, Çelik, Makine) aldığı örnekler üzerinde farklı yollara ilişkin olarak yaptığı regresyon analizlerinde pay senetlerinin piyasa fiyatının, kâr payı, büyüme oranı, işletme büyüklüğü ve belirsizlik etmeni gibi değişkenlerden etkilendiğini göstermiştir. ABD’de pay senetlerine yatırım yapanlar üzerinde yapılan çeşitli kantitatif çalışmalarda bu kişilerin kâr payı ve menkul değer kazancı arasında kayıtsız olup olmadıkları araştırılmıştır. Bu çalışmalarda, diğer faktörler aynı kaldığında, pay senedi alanların cari kâr paylarını sermaye kazançlarına tercih ettikleri sonucu ortaya çıkmıştır. Böylece, matematiksel kanıtlar temettü dağıtımının değerlendirme ile ilgili olduğu yönündeki görüşleri destekler durumdadır.

Niederhaffer ve Regan ABD’de 1966-1970 dönemini temel olarak yaptıkları çalışmada, ilgili dönemde en yüksek değer artışı sağlayan 50 şirketin pay başına kazançlarında önemli artışlar olduğu gözlenmiştir. Benzer şekilde fiyatlarında büyük düşüşler gözlenen pay senetleri için pay başına kazançlarda önemli düşüşler olduğu ortaya konulmuştur.

Aharony ve Swary ABD’de 1963-1976 yıllarını temel alarak 140 firma ile yaptıkları çalışma sonucu şöyledir: Temettü dağıtımlarının ilan edileceği tarihlerde, pay senedini etkilemesi muhtemel diğer değişkenler kontrol altına alındıktan sonra, örnek iki alt gruba bölünmüştür. Birinci grup, temettünün azalacağını, ikinci grup temettünün artacağını ilan eden firmalardan oluşmuştur. Birinci grubun pay senetleri değeri, duyurunun yapılmasından önceki tarihlerde ve duyuru tarihinde önemli ölçüde düşerken, diğer grubun pay senetleri yükselmiştir (Aslanoğlu, 1996).

Blume, 1041 bireysel yatırımcıyı temel alarak yaptığı çalışmada, alıkonulan kârlarda azalış olsa dahi kâr dağıtımının tercih edildiği sonucunu elde edilmiştir. Dağıtılan kâr payı arttırıldığında anketörlerden %41,8’i o pay senedine olan talebi arttıracaklarını, sadece %10,5’i azaltacağını ifade etmiştir.

Kâr payı dağıtımının pay senedi fiyatı üzerindeki etkileri konusunda deneysel çalışmalar önemli yer tutmakla birlikte, Türkiye’de pay senedi piyasasının yeterince gelişmemiş olması nedeniyle, pay senedi fiyatları üzerinde firmaların temettü politikalarının etkisi konusundaki çalışmalar sınırlı kalmıştır. 1978 yılında Ünal Bozkurt tarafından yapılan bir çalışmada pay senedi fiyatlarının bağımlı, dağıtılmayan ve dağıtılan kâr paylarının bağımsız olduğu bir değerlendirme modeli kurularak, 1972-1977 dönemi için 23 şirkete ait verilerle çoklu kesit analizi yapılmış, temettünün etkisi test edilmiş ve dağıtılan kâr paylarının pay senetleri üzerinde daha etkili olduğu sonucuna ulaşılmıştır (Hacışabanoğlu, 1998).

Sadun Abaç tarafından çalışmada ise, 35 şirkete ait veriler üzerinde çoklu kesit analiz yapılarak 1976-1983 yılları test edilmiş ve temettünün pay senedi fiyatları üzerinde önemli bir etkiye sahip olduğu sonucuna ulaşmıştır.

Arzu Hacışabanoğlu, “Temettü Politikaları” konulu çalışmasında; 1995 yılında, İMKB' nda işlem gören firmaların %81'i nakit temettü ödediğini, nakit temettü ödenirken ilgili firmaların %45'i bedelli sermaye artırımına gittiğini tespit etmiştir.

Friend ve Puckett 1964'te kâr payı ödemesinin pay değerine etkisini incelemiştir. Daha önce yapılmış çalışmalarda, pay fiyatları şimdiki kâr payları ve dağıtılmayan kârlarla ilişkilendirilmiş ve yüksek kâr payı ödemelerinin yüksek fiyat/kazanç oranlarıyla ilişkili olduğu belirtilmiştir. Friend ve Puckett, firmaların kâr payı ödemelerini ancak kâr paylarının marjinal etkilerinin dağıtılmayan kârların marjinal etkilerine eşit olduğunda değiştirebileceklerini tartışmışlardır. Bu durumda pay başına fiyatlar optimum tepkiyi vermektedir. Frdric Romon'un çalışması sonucunda, kâr payı ilan günlerinde firmanın kâr payı politika seviyesine (düşük, orta ya da yüksek) bağlı olarak, kümülatif normal üstü getirilerde farklılık olduğu tespit edilmiştir. Benzer şekilde kâr payı ilanının bilgi etkisi, firmanın kâr payı politika seviyesine bağlı olarak farklılık göstermektedir (Romon, 2004).

Alex Kane, Young Ki Lee and Alan Marcus'un çalışmalarında, normal üstü pay senedi getirileri, yatırımcıların gelir ve kâr payı ilanlarına verdikleri tepkiyi değerlendirmek için incelenmiş ve aralarında istatistiksel açıdan önemli, birbirlerini etkileme etkisi tespit edilmiştir. rnek grupta, 1979-81 dönemi için 352 adet dönemlik gelir ve kâr payı ilanları bulunmaktadır. Yatırımcılar, gelirleri beklentilerin altında veya üstünde olduğunda, beklenmeyen kâr payı artış veya azalışlarına daha fazla güvenmektedirler. Bu çalışmada gelir ve kâr

payı ilanlarının pay senedi fiyatları üzerindeki ortak etkisi ayrı ayrı incelenmiştir (Kane ve diğ., 1984).

Balasingham Balachandran'ın çalışmasında, 3 yıl boyunca hiç kâr payı indirimine gitmemiş İngiliz firmaların kâr payı indirimine gittiklerinde kısa vadeli fiyat hareketleri incelenmiştir. 1986-1993 döneminde, finansal olmayan firmaların ara ve son dönem pay başına kâr payları incelenmiştir. Ara kâr payı indirimlerine fiyat tepkilerinin, negatif olduğu tespit edilmiştir. Piyasa son kâr payı indirim ilan döneminde negatif tepki verse de, ilandan bir ay sonra tekrar eski seviyesine dönmektedir. Kâr payı indirimlerine fiyat tepkilerinin büyüklüğü, kâr payı indirim büyüklüğüyle ilişkili olduğu tespit edilmiştir. Ara kâr payı indirimlerinin, gelecek yılki gelir değişimleri hakkında bilgi aktardığı tespit edilmiştir. Bu bilgi içeriği son kâr payı indirimleri için tespit edilememiştir. Fakat tek veri olarak kabul edilirse, son kâr payı indiriminin de bilgi içeriği vardır (Balachandran, 1998).

Rodney D. Boehme, Sorin M. Sorescu'nun 2000 yılında yaptıkları çalışmada kâr payı ilanını ve dağıtımını takiben önemli pozitif uzun vadeli normal üstü performans tespit edilmiş ve bu uzun vadeli performans sinyallerini, ilan döneminde ilk fiyat hareketleriyle göstermektedir (Boehme ve Sorescu, 2000).

Kâr payı ve pay bölünmesi politikalarını yönlendiren anahtar faktörlerin tespit edilmesi için 384 firmanın mali işler görevlileri ve yöneticileriyle detaylı görüşmeler yapan Alan Brav, John R. Graham, Campbell R. Harvey ve Roni Michaely, firma değerlemesinde kâr payı ödemesinin bugün, 15 ya da 20 yıl öncesindeki gibi önemli olup olmadığını incelemiş ve yöneticiler önemde hiçbir değişme olmadığını belirtmiştir (Brav ve diğ., 2003).

1978 yılında Ünal Bozkurt tarafından yapılan bir çalışmada pay senedi fiyatlarının bağımlı, dağıtılmayan ve dağıtılan kâr paylarının bağımsız olduğu bir değerlendirme modeli kurularak, 1972-1977 dönemi için 23 şirkete ait verilerle çoklu kesit analizi yapılmış, kâr payının etkisi test edilmiş ve dağıtılan kâr paylarının yay senetleri üzerinde daha etkili olduğu sonucuna ulaşılmıştır (Hacışabanoğlu, 1998).

Sadun Abaç tarafından yapılan çalışmada ise, 35 şirkete ait veriler üzerinde çoklu kesit analiz yapılarak 1976-1983 yılları test edilmiş ve kâr dağıtımının pay senedi fiyatları üzerinde önemli bir etkiye sahip olduğu sonucuna ulaşılmıştır.

Bülent Kâraağaç'ın çalışmasının amacı, firma değeri üzerindeki kâr payı ilan etkisini anlamaktır. Yapılan çalışmalar sonucunda, kâr payı artışı durumunda ilan gününde yatırımcılar fazla getiri elde ederken, azalışı durumunda tam tersi olmaktadır. Sabit kâr payı ödemesi durumunda ise, yatırımcılar ilan gününde ne fazla getiri elde eder nede kaybederler. Sonuç olarak, kâr payı değişim ilan gününe negatif tepki veren firmaların yüzdesi yüksektir. Kâr payı ilanlarının pay senedi fiyatlarını önemli ölçüde etkilemediği tespit edilmiştir (Kâraağaç, 1997).

Topaloğlu (2021) çalışmasında BIST 50 endeksinde yer şirketlerden kâr payı politikaları ile pay senedi oynaklığı arasında ilişkiye ekonometrik açıdan bakmıştır. Kâr payı ödeme oranı ile pay senedinin oynaklığı arasında pozitif yönlü ilişki bulunmuş. Ayrıca kâr yapı getirisi ile pay senedi oynaklığı arasında da negatif yönlü bir ilişkinin olduğu görülmüştür.

Kuzu & Çelik (2020) çalışmasında BIST30 endeksinde yer alan 25 işletmenin verilerini incelemiş ve hisse senedi getirisi ile kâr payı dağıtım oranı, hisse başına kazanç arasında anlamlı bir ilişki tespit etmiştir.

Seyhan & Akbulut (2023) alışmasında BIST Sanayi Endeksi'nde yer alan firmaların nakit kâr payı dağıtım politikalarına ekti eden makro faktörleri ve bunların etki gücünü araştırmıştır.

Tunçel vd. (2023) yaptığı çalışmada BIST50 endeksinde yer alan şirketlerin kâr payı ve hisse senedi getirileri arasındaki ilişkiye fourier panel eşbütünleşme testi ve FMOLS panel eşbütünleşme tahminci ile incelemiştir. Bulgular kâr payı dağıtımı ile firma değeri arasında ilişkinin şirketten şirkete farklı olduğu ve şirketin bireysel politikalarına göre farklılık gösterdiği

SONUÇ VE ÖNERİLER

Ekonomik gelişmeyle beraber ortaya çıkan yeni finansman anlayışı içinde işletmelerin nihai amaçları, kâr maksimizasyonu yerine firma değerinin maksimum kılınması şeklinde ifade edilmeye başlanmıştır. Gelişen ekonomik koşullar şirketleri firma değerini maksimize eden kârarlar almaya zorlamıştır. Bu kârarlar yatırım, sermaye yapısı ve temettü kârarları olarak ifade edilebilir. Günümüz finansman anlayışında fonların tedarikinden ziyade fonların kullanımının ağırlık kazanması, kâr dağıtım kârarlarının önemini arttırmaktadır.

Kâr dağıtım politikası, firma kazancının işletme bünyesinde bırakılması veya ortaklara dağıtılması arasındaki tercihin belirlenmesidir. Firmalar optimal sermaye yapısını belirledikten sonra, öz kaynaklarının ne kadarının sermaye artışı yoluyla, ne kadarının kârın dağıtılmayarak firma bünyesinde bırakılmasıyla (otofinansman) sağlanacağı konusunda kârara varmalıdırlar. Dağıtılmayan kârlar firma açısından önemli bir finansman kaynağıdır.

Kâr dağıtım politikasının firma değerine etkisi konusundaki görüşler iki ana grupta toplanabilir. Metron Miller ve Franco Modigliani'nin öncülük ettiği görüşe göre, temettü kârlarının firma değerini etkilemesi söz konusu olamaz. Miller-Modigliani ekolüne göre, yatırımcılar kâr payı ve sermaye kazancı şeklindeki kazançlar kârşısında aslında kayıtsızdırlar. Bir işletmenin kâr payı ödemelerini artırması ve azaltması pay senedi fiyatlarında aynı yönde artma veya azaltmaya sebep olabilir. Ancak bu durum yatırımcıların kâr payı tercihlerini yansıtmaz. Miller-Modigliani'ye göre, kâr paylarındaki değişimin pay senedi fiyatı üzerindeki etkisi, işletmenin ge-

lecekte beklenen kazancı hakkında kâr paylarının bilgi kaynağı olmasından doğmaktadır. İşletmenin kâr paylarındaki artış gelecekteki kazançların seviyesinde artış olacağı beklentisi ile pay senedi fiyatlarının artışına yol açmaktadır. Ancak, pay senedi fiyatlarını belirleyen temel unsur işletmenin kazanç gücüdür.

Temettü kârlarının firma değerini etkilediğini ileri süren diğer görüşe göre ise, hissedarların zaman tercihleri ve risk faktörlerinin değişik olması nedenleri ile temettü ve değer artışı şeklinde elde ettikleri gelirler arasında kayıtsız kalamazlar. Myron Gordon ve John Lintner'in öncülük ettiği bu görüşe göre, diğer şartlar aynı kalmak kaydıyla, az kâr payı ödeyen işletmelerin, çok kâr payı ödeyen işletmelere nazaran kazançlarına daha yüksek bir iskonto oranı uygulamaları gerekmekte olup kâr payları pay senetlerinin değerini doğrudan etkilemektedir.

Kâr dağıtım politikası belirlenirken, konunun sadece, firma kârının ne kadarının dağıtılması gerektiği şeklinde ifade edilen kâr dağıtım oranının saptanması olarak düşünülmesi yeterli olmamaktadır. Kâr dağıtımının düzenliliği, işletmelerin izledikleri kâr dağıtım politikaları, kâr dağıtım şekilleri, vergi etkisi, hukuki sınırlamalar, likidite, enflasyon, kârların istikrarı gibi diğer teknik faktörlerin de göz önüne alınması gerekir. Ayrıca kâr dağıtım politikasının firma değerini maksimum kılacak biçimde ele alınması gerekir. Yönetim bu konu ile ilgili politikasını belirlerken, yatırım fırsatlarına, kazanç gücüne, büyüme hızına, sanayi kolunun yapısına ve rekabet gücü gibi kâr dağıtım kararlarının etkileyen tüm faktörlere ağırlık vermeli ve hepsini birleştirerek hissedarların ve şirketin çıkârlarını maksimum düzeye çıkâracak optimal dağıtım oranını, şeklini, zamanını ve istikrarını ayarlaması gerekir.

Ülkemizdeki uygulamaya bakıldığında kâr dağıtım politikasının halka açık şirketlerde daha fazla önem kazandığı görülmektedir. Halka kapalı şirketlerde ise, vergi nedeni ile kâr payı dağıtmama tercih edilmektedir. Finansman kaynaklarının yeterli olmaması nedeniyle, şirketler temettü dağıtımını yoluyla hissedarlarına verdikleri fonları bedelli sermaye artırımını yaparak geri almaktadır. Bu şirketler, çoğunlukla temettü dağıtım dönemleriyle aynı zamanda sermaye artırımına gitmektedir. Şirketler, temettü dağıtarak yatırımcıya verdiklerinden daha fazlasını bedelli sermaye artırımını ile geri almaktadırlar. Ülkemizde enflasyonun yüksek düzeylerde olması şirketleri buna zorlamakta ve şirketler işletme sermayesi ihtiyaçlarını karşılamak için sermaye artışına gitmektedirler. Ayrıca, şirket kârlarındaki artış, sermaye artışlarının gerisinde kaldığı için yatırımcıların pay başına elde etmiş oldukları temettü azalmaktadır. Türkiye’de firmaların kâr dağıtımlarına bakıldığında bir istikrarın olmadığı ve istikrarlı bir kâr dağıtım politikasının uygulanamadığı görülmektedir.

İstanbul Borsası’nın yetirince etkin olmaması, yatırımcıların kısa vadeli düşünerek spekülâtif davranmaları, spekülâtorlerin etkisinin fazla olması borsada ani fiyat düşüş ve yükselişlerine yol açmakta ve yatırımcılar düşüş dönemlerinde büyük zararlara uğrayabilmektedir. Bu nedenle, temettü gelisinin toplam getiri içindeki payı yüksek getirinin elde edildiği dönemlerde düşük kalmakta, zarar edilen yıllarda ise zararın ancak küçük bir kısmı telafi edilebilmektedir. Pay senedi fiyatı nominal değer yakın olan şirketlerde kâr dağıtımının etkisi daha fazla payedilmektedir.

Kâr payı nominal değer üzerinden yüzdesel olarak ödenildiği için toplam getiri içindeki payı çok düşük kalmakta, bu ise kâr dağıtımının pay senedi fiyatına etkisini çok düşük düzeyde tutmaktadır. Yatırımcı pay senedine ödediği paranın

çok düşük bir miktarını temettü olarak geri alacağından, yatırım yaparken pay senedinin vereceği kâr payından çok elde edeceği sermaye kazancını göz önüne alarak yatırım yapmaktadır. Bu nedenle, pay senedi fiyatı nominal değere yakın olan şirketlerde kâr dağıtımının etkisi daha fazla hissedilmektedir. Ayrıca, şirket kârlarının yüksek oranlı sermaye artırımlarının gerisinde kalması kâr dağıtımın etkisini iyice azaltmaktadır.

Yapılan çalışmalarda da görüldüğü gibi kâr dağıtımları şirketin pay senetlerinin değerini artırmaktadır. Kâr payı dağıtımlarını yıllar itibariyle sürekli ve artan şekilde dağıtan firmalar yatırımcıların ileriye dönük beklentilerini olumlu olarak etkileyecek ve yatırımcılar tarafından tercih edilen pay senetleri haline geleceklerdir. Bu durumda piyasada pay senetlerinin değerini artıracak ve dolayısıyla firma değerini artıracaktır. Firma sahiplerinin firma değerini maksimum hale getirme amaçlarına ulaşabilmeleri için firmanın elde ettiği kâr uygun oranlarda pay senedi sahiplerine dağıtması önerilir. Ayrıca firma sahipleri ve yöneticileri kâr payı dağıtım şekillerini belirlerken nakit dağıtım şeklini pay senedi şeklinde dağıtım şekline tercih etmeleri önerilir.

KAYNAKÇA

- AKGÜÇ, Öztin. (1998), Finansal Yönetim, 7. baskı Avcıol Basım-Yayın, İstanbul.
- AKGÜÇ Öztin. (1997), Finansal Yönetim, Avcıol Basım, İstanbul.
- AKSOY, Ahmet. (1993), İşletme Sermayesi Yönetimi, Gazi Büro Kitabevi, Ankara.
- APAK, Sudi. (1993), Sermaye Piyasaları ve Borsa, Bilim Teknik Yayınevi, İstanbul.
- ASLANOĞLU, Suphi. (1996), Temettü Politikasının Firma Değerine Etkisi, Kırıkkale Üniversitesi Yüksek Lisans Tezi, Kırıkkale.
- BAKIR, Pınar. (1985), Finansla Yönetim, Nihad Sayar Yayın ve Yardım Vakfı Yayını, İstanbul.
- BAKIR, Pınar. (1979), İşletmeler Açısından Temettü Politikaları, İ.T.İ.A. Yayın No: 1979/19. İstanbul.
- BALASİGNHAM, Balachandran. (1998), "Dividend Reductions and Interim Effect: UK Evidence", School of Accounting and Commercial Law Victoria University of Wellington, New Zealand, July.
- BLACK, Fischer ve M. Scholes. (1974), The Effects Of "Dividend Yield and Dividend Policy On Common Stock Prices And Returns", Journal Of Financial Economics, Sayı:1.
- BLACK, Stanley B., HİRT, Geoffrey A. (1987), Foundation of Financial Management, Irwin Inc, Homewood, Illinois.
- BOLAK, Mehmet. (1994), Sermaye Piyasası Menkul Kıymetler ve Portföy Analizi, Beta Yayınları, 2. Baskı, İstanbul.
- BOZKURT, Ünal. (1997), "İşletmelerin Kâr Dağıtım Politikaları Üzerine", Banka ve Ekonomik Yorumlar Dergisi, CWIV.
- BRAY, Alan, GRAHAM John R., HARVEY Campbell R. ve Michaely Roni, (2003). "Payout Policy in the 21 st Century", National Bureau of Economic Research Working Paper No: 9657, Cambridge.
- BRİNGHAM, Eugene F. (1989), "Fundamentals of Financial Management", Dryden Pres, Rinehart and Winston Inc., New Jersey.
- BÜKER, Semih., AŞIKOĞLU, Rıza. (1990), Finansal Yönetim, Anadolu Üniversitesi Yayınları, Eskişehir.
- BÜKER, Semih., AŞIKOĞLU, Rıza. (1990), Finansal Yönetim, Anadolu Üniversitesi Yayınları, Eskişehir.
- CANBAŞ, Serpil., DOĞUKANLI, Hatice. (2001), Finansal Pazarlar, Beta Basım A.Ş., İstanbul.

- CEYLAN, Ali. (1999), İşletmelerde Finansal Yönetim, 6. Baskı, Ekin Kitabevi Yayınları, Bursa.
- CEYLAN, Ali. (2003), İşletmelerde Finansal Yönetim, 10. Baskı, Ekin Kitabevi Yayınları, Bursa.
- ENHOŞ, Y. Bora. (1991), Temettü Pay Senedi Fiyatları Üzerine Etkisi ve İMKB’ında Bir Uygulama, Gazi Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Master Tezi, Ankara.
- ERCAN, Metin Kamil., ÜRETEN, Aykan. (2000), Firma Değerini Tespiti ve Yönetimi , Gazi Büro Kitapevi, Ankara.
- GEYİKDAĞI, Yaşar. (1974), Yatırım Politikası, Sermaye Yapısı ve Temettü Politikasının Bir Fonksiyonu Olarak Firma Değeri, Ankara İktisadi ve Ticari İlimler Akademisi İşletme Yönetimi Kürsüsü Doktora Tezi, Ankara.
- GİTMAN, Lawrence J. (1991), Principles of Managerial Finance, Harper collins, New York.
- GÖNENLİ, Atilla. (1991), İşletmelerde Finansal Yönetim, İstanbul: İ.Ü. İşletme Fakültesi Yayını, İstanbul.
- GRAHAM, Benjamin. (1976), “Size Effect in the Market Valuation of Fundamental Factors”, Financial Analysis Journal, March-April.
- HACIŞABANOĞLU, Arzu. (1998), Temettü Politikaları, Marmara Üniversitesi Bankacılık ve Sigortacılık Enstitüsü Sermaye Piyasası ve Borsa Anabilim Dalı, Yüksek Lisans Tezi, İstanbul.
- HORİM, Moshe Ben. (1987), Essentials Of Corporate Finance, Allyn and Baco, Boston.
- HORNE, Van. (1992), Financial Management and Policy, Prentice Hall Englewood Cliffs New Jersey.
- HORNE, Van. (1983), Fundamentals Of Financial Management, Prentice Hall Inc., Englewood Cliffs, New Jersey.
- IKANE, Alex, MARCUS Alan, LEE Young Ki. (1984), “Earnings and Dividend Announcement: Is There a Corroboration Effect?”, The Journal of Finance Vol: xxxix, no:4 September.
- KÂRAAĞAÇ, Bülent. (1997), Dividend Announcement Effect on the Value of the Firm, Master Tezi, Ankara.
- KEOWN, J. Arthur. (1996), Basic Financial Management, Prentice-Hall Inc.
- KORGUN, Aynur. (1999), “Bir Temettü Politikası Olarak Temettü Avansı; Teorisi ve Türkiye’ye İlişkin Uygulama Önerileri”, Sermaye Piyasası Kurulu Araştırma Raporu.
- KOSE John, JOHN, Teresa. (1992), “Communicating With The Market Via Dividends”, Investment and Trading by insiders, Recent Developments in Finance, Anthony Sainders (ed), Business One Irvin.

- KUZU, S., & Çelik, İ. E. (2020). İşletmelerde Kâr Dağıtım Politikalarının Hisse Senedi Değeri Üzerine Etkisi: BIST 30 Endeks Hisseleri Üzerine Bir Uygulama. *International Journal of Social Science Research*, 9(1), Article 1.
- LEVY, Haim., SARNAT, Marshall. (1988), Principles of Financial Management, Prentice Hall, Englewood Cliffs, New Jersey.
- ÖZTÜRK, E. ve KABA, F. (2021). İşletme Sermayesi Yönetiminin Kârlılık Üzerindeki Etkisi: Borsa İstanbul (BIST) Örneği. Kırklareli Üniversitesi Sosyal Bilimler Meslek Yüksekokulu Dergisi, 2(2), 27-38. <https://doi.org/10.51969/klusbm.1035070>
- ROMON, Frederic. (2005), "Contribution of dividend policy stability to the measurement of dividend announcement and ex-dividend effects on the French Market", Working paper, SSRN.
- RODNEY, D. Boehme, Sorin M. SORESCU. (2000). "Seven Decades of Long Term Abnormal Return Persistence: The Case of Dividend Initiations and Resumptions", Working Paper.
- SARIKAMIŞ, Cevat. (1995), Sermaye Pazarları, Alfa Basım Yayın Dağıtım, İstanbul.
- SEYHAN, M., & Akbulut, R. (2023). Firmalarda Kâr Payı Dağıtım Politikalarını Etkileyen Makro Faktörler: Bist İmalat Sanayi Firmaları Üzerine Bir Çalışma. *İktisadi ve İdari Yaklaşımlar Dergisi*, 5(1), Article 1. <https://doi.org/10.47138/jeaa.1211261>
- SPK (Sermaye Piyasası Kanunu)
- SEVİL Güven. (1994), İşletme Finansmanı, ETAM A.Ş. Web-ofset, Eskişehir.
- TTK (Türk Ticaret Kanunu)
- TOPALOĞLU, T. N. (2021). Kâr Payı Politikaları ile Pay Senedi Volatilitesi Arasındaki İlişki: BIST 50 Endeksinde Yer Alan Firmalar Üzerine Ekonometrik Bir Araştırma. *The Journal of Accounting and Finance*, 90, Article 90. <https://doi.org/10.25095/mufad.811062>
- TUNCER, Selahattin. (1985) , Türkiye'de Sermaye Piyasası, Okan Yayıncılık, İstanbul.
- TUNÇEL, M. B., Alptürk, Y., & Zeren, F. (2023). Kâr Payı Dağıtım Teorilerinin Geçerliliğinin Fourier Tabanlı Panel Veri Analizleri İle İncelenmesi: BIST-50 Örneği. *Anadolu Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, 24(4), Article 4. <https://doi.org/10.53443/anoluibfd.1260917>
- TÜRKÖ, Metin. (1994), Finansal Yönetim, Atatürk Üniversitesi Yayınları, Erzurum.
- UYANIK, Senan. (1993), "Sermaye yapısının Seçiminde Kaldıraçların Rolü", Hacettepe Üniversitesi İ.İ.B.F Dergisi cilt: 11.
- VUK (Vergi Usul Kanunu)

- WESTON, J. Fred., BRİNGHAM, Eugene F. (1987), "Essentials of Managerial Finance", Dryden Pres, Holt, Rinehart and Winston, New York.
- WESTON, J. Fred., COPELAND, Thomas E. (1998), Managerial Finance, Second Edition, Cassell, UK.
- YÜKSEL, Ali Sait. (1982), Para Bulma ve Yatırım, Ar Basım Yayım ve Dağıtım A.Ş. İstanbul.