

T.C.
SELÇUK ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ
İŞLETME ANABİLİM DALI
MUHASEBE FİNANSMAN BİLİM DALI

**İŞLETMELERDE KAR PAYI DAĞITIM POLİTİKALARI VE FİNANSAL
PERFORMANS ÜZERİNE ETKİLERİ: BORSA İSTANBUL'DA AMPİRİK BİR
ÇALIŞMA**

MUHAMMET SANDIKCI

YÜKSEK LİSANS TEZİ

Danışman

DOÇ. DR. MELEK ACAR BOYACIOĞLU

KONYA- 2014



T.C.
SELÇUK ÜNİVERSİTESİ
Sosyal Bilimler Enstitüsü Müdürlüğü



BİLİMSEL ETİK SAYFASI

Bu tezin proje safhasından sonuçlanmasına kadarki bütün süreçlerde bilimsel etiğe ve akademik kurallara özenle riayet edildiğini, tez içindeki bütün bilgilerin etik davranış ve akademik kurallar çerçevesinde elde edilerek sunulduğunu, ayrıca tez yazım kurallarına uygun olarak hazırlanan bu çalışmada başkalarının eserlerinden yararlanılması durumunda bilimsel kurallara uygun olarak atıf yapıldığını bildiririm.

Muhammet SANDIKCI



T.C.
SELÇUK ÜNİVERSİTESİ
Sosyal Bilimler Enstitüsü Müdürlüğü



YÜKSEK LİSANS TEZİ KABUL FORMU

Muhammet SANDIKCI tarafından hazırlanan “İşletmelerde Kar Payı Dağıtım Politikaları ve Finansal Performans Üzerine Etkileri: Borsa İstanbul’da Ampirik Bir Çalışma” başlıklı bu çalışma/...../..... tarihinde yapılan savunma sınavı sonucunda oy birliği/ oy çokluğu ile başarılı bulunarak, jürimiz tarafından yüksek lisans tezi olarak kabul edilmiştir.

Unvanı, Adı Soyadı		İmza
	Başkan	
	Üye	
	Üye	

ÖNSÖZ

Firmaların temel amacı, piyasa performansını maksimize etmek ve yatırımcılarını korumaktır. Firma yöneticileri, bu amaç doğrultusunda piyasa performanslarını artıracak ve yatırımcılarını memnun edecek kararlar alırlar. Bu kararlar içerisinde kar payı dağıtımı, önemli bir yer tutmaktadır.

Dağıtılan kar paylarının firmaların piyasa değerine olan etkisi, bilimsel olarak kanıtlanamamış olmakla birlikte, bu konuda ortaya atılmış önemli teoriler bulunmaktadır. Bu teorilerin başında Modigliani ve Miller tarafından geliştirilen “Kar Payı İlintisizliği” teoremi gelir. Bu teorem, dağıtılan kar paylarının firmaların piyasa değeri üzerinde herhangi bir etkisinin olmadığını varsayar. Ancak bu teoriye Gordon ve Linther ikilisi tarafından karşı bir teori geliştirilmiştir. Bu teoride ise, kar payı dağıtımının firmaların piyasa değerini etkilediği varsayımı üzerinde durulmuştur. Bu iki teori de bugüne kadar yapılmış çalışmalarda zaman zaman desteklenmiş, ancak hiçbir zaman kesinliği kanıtlanamamıştır. Belki de böyle bir kesinliğin şimdiye kadar ispatlanamaması bütün değişkenleri aynı iki firma bulmanın mümkün olmamasından kaynaklanmaktadır. Öyle ki, eğer bütün değişkenleri aynı olan iki firma bulunabilecek olsaydı, kar payı dağıtan firmanın mı yoksa kar payı dağıtmayan firmanın mı piyasa değerinin yüksek olacağı ispatlanabilirdi.

Bu çalışmada Borsa İstanbul 100 Endeksi’nde 2008 yılından 2012 yılına kadar kesintisiz işlem gören 82 firmanın piyasa verileri incelenmiş ve kar dağıtımının finansal performans üzerine etkisi olup olmadığı araştırılmıştır.

Çalışmanın her aşamasında desteğini esirgemeyen danışman hocam Doç. Dr. Melek ACAR BOYACIOĞLU’na teşekkürü bir borç bilirim.

Eğitim hayatım boyunca maddi ve manevi desteklerini benden hiç esirgemeyen ve her zaman yanımda olan başta babam ve annem olmak üzere tüm aileme sonsuz şükranlarımı sunarım.



T.C.
SELÇUK ÜNİVERSİTESİ
Sosyal Bilimler Enstitüsü Müdürlüğü



Öğrencinin	Adı Soyadı	Muhammet SANDIKCI	Numarası: 104227031003
	Ana Bilim / Bilim Dalı	İşletme/ Muhasebe ve Finansman	
	Danışmanı	Doç. Dr. Melek ACAR BOYACIOĞLU	
Tezin Adı		İşletmelerde Kar Payı Dağıtım Politikaları ve Finansal Performans Üzerine Etkileri: Borsa İstanbul'da Ampirik Bir Çalışma	

ÖZET

Bu çalışmada firmaların kar payı dağıtım politikalarının finansal performansları üzerinde etkisinin olup olmadığı araştırılmıştır. Bu bağlamda Borsa İstanbul 100 Endeksi'nde 2008-2012 yılları arasında kesintisiz işlem gören farklı sektörlerden 82 firma seçilmiştir. Öncelikle bu firmaların finansal performans göstergeleri hesaplanmış, daha sonra kar payı ödemesi yapıp yapmadıkları ve kar payı ödemesi yapanların ödeme şekilleri tespit edilmiştir. İlk aşamada kar payı dağıtan firmaların finansal performanslarının kar payı dağıtmayan firmalara göre farklılık gösterip göstermediği Man-Whitney-U testi ile test edilmiştir. İkinci aşamada ise, kar payı dağıtan firmaların nakit, hisse senedi ve melez kar payı dağıtım şekillerine göre finansal performanslarında bir farklılık olup olmadığı KruskalWallis H testi ile araştırılmıştır. Elde edilen bulgulara göre; firmaların muhasebe performansını ölçen aktif karlılığı ve öz sermaye karlılığı oranları kar payı dağıtan firmalarda kar payı dağıtmayan firmalara göre daha yüksek çıkmıştır. Firmaların piyasa performanslarını ölçen PD/DD oranları ve Tobin Q değerleri kar payı dağıtımına göre anlamlı farklılık gösterirken, F/K oranı açısından kar payı

dağıtan ve dağıtmayan firmalar arasında farklılık tespit edilememiştir. Ayrıca firmaların finansal performansları kar payı dağıtım türüne göre de farklılık göstermemiştir. Bu bulgular Gordon ve Linther tarafından geliştirilen kar payı ilişkisi yaklaşımını destekler niteliktedir. Gordon ve Linther'e göre yatırımcılar, riskten kaçarlar ve kar payı getirisini sermaye kazancına tercih ederler. Çünkü sermaye kazancı gelecekte, kar payı getirisi ise bugün elde edilir.



T.C.
SELÇUK ÜNİVERSİTESİ
Sosyal Bilimler Enstitüsü Müdürlüğü



Öğrencinin	Adı Soyadı	Muhammet SANDIKCI	Numarası: 104227031003
	Ana Bilim / Bilim Dalı	İşletme/ Muhasebe ve Finansman	
	Danışmanı	Doç. Dr. Melek ACAR BOYACIOĞLU	
Tezin Adı		Dividend Distribution Policies in Firms and Their Influence on Financial Performance: An Empirical Study on the Borsa İstanbul	

SUMMARY

This study investigated whether the dividend distribution policies of firms have an effect on their financial performance or not. In this context, 82 firms from different sectors which were traded uninterruptedly in Borsa İstanbul 100 Index between the years 2008 and 2012 were selected. First, the financial performance indicators of these firms were calculated and then whether they distributed dividends or not and if they did, their methods of dividend distribution were determined. In the first stage, whether the financial performances of the firms which distributed dividends differed from those that did not distribute dividends were tested using the Man-Whitney-U test. In the second stage, whether or not there was a difference in the financial performances of the firms which distributed dividends according to their cash, stock or hybrid dividend distribution methods was investigated using the KruskallWallis H test. According to the findings that were obtained, rates of return on asset and return on equity, which measure accounting performances of firms, were higher in firms that distributed dividends than those that did not distribute dividends. While the Market Value/Book Value and Tobin Q ratios, which measure

market performances of firms, varied significantly with dividend distribution, no such difference was found between the firms that distributed dividends and those that did not in terms of Price/Earnings ratio. Moreover, the financial performances of the firms did not vary with the type of the dividend distribution. These findings seem to be in support of the dividend relevance approach developed by Gordon and Linther. According to Gordon and Linther, investors avoid risks and prefer return on dividends to capital earnings because capital earnings are something obtained in the future whereas return on dividends is earned today.

İÇİNDEKİLER

	<u>Sayfa No</u>
BİLİMSEL ETİK SAYFASI.....	i
TEZ KABUL FORMU	ii
ÖNSÖZ.....	iii
ÖZET	iv
SUMMARY	vi
İÇİNDEKİLER.....	viii
TABLolar LİSTESİ	xii
ŞEKİLLER LİSTESİ.....	xiii
GRAFİK LİSTESİ	xiv
KISALTMALAR CETVELİ.....	xv
GİRİŞ	1
LİTERATÜR TARAMASI.....	3

1. BÖLÜM

KAR KAVRAMI, KAR PAYI DAĞITIM POLİTİKALARI VE KAR PAYI DAĞITIM ŞEKİLLERİ

1.1. KAR KAVRAMI	7
1.1.1. Temel Kar Kavramları.....	8
1.2. KAR PAYI DAĞITIM POLİTİKALARI.....	10
1.2.1. Kar Payı Dağıtım Politikası Türleri.....	11

1.2.1.1. Sabit Oranlı Kar Payı Dağıtım Politikası.....	11
1.2.1.2. Sabit Miktarda Kar Payı Dağıtım Politikası.....	12
1.2.1.3. İstikrarlı Kar Payı Dağıtım Politikası.....	13
1.2.1.4. Sabit Miktarlı Kar Payı ve Ek Kar Payı Dağıtım Politikası.....	15
1.3. KAR PAYI DAĞITIM ŞEKİLLERİ.....	16
1.3.1. Nakit Kar Payı Dağıtımı.....	16
1.3.2. Hisse Senedi Şeklinde Kar Payı Dağıtımı.....	17
1.3.3. Şirketin Kendi Hisselerini Satın Alarak Kar Payı Ödemesi Yapması.....	19
1.3.4. Hisse Senedi Bölünmesiyle Kar Payı Dağıtımı.....	21
1.3.5. Melez Kar Payı Dağıtımı.....	23
1.4. TÜRKİYE’DEKİ ŞİRKETLERİN KAR PAYI DAĞITIMI.....	23
1.4.1. Kar Dağıtım Tablosu.....	24
1.4.1.1. Kar Dağıtım Tablosunun Bölümleri.....	24
1.4.1.1.1. Dönem Karının Dağıtımı.....	24
1.4.1.1.2. Yedeklerin Dağıtımı.....	27
1.4.1.1.3. Hisse Başına Kar.....	28
1.4.1.1.4. Hisse Başına Kar Payı.....	28
1.4.2. Anonim Şirketlerde Kar Payı Dağıtımı.....	29
1.4.2.1. TTK’ya Tabi Anonim Şirketlerde Kar Payı Dağıtımı.....	32
1.4.2.2. SPK’ya Tabi Şirketlerde Kar Payı Dağıtımı.....	33
1.4.3. Kar Payı Avansı.....	34

2. BÖLÜM

KAR PAYI DAĞITIM POLİTİKASINI ETKİLEYEN UNSURLAR

2.1. KAR PAYI DAĞITIM POLİTİKASINI ETKİLEYEN FİRMA İLE

İLGİLİ FAKTÖRLER.....	36
2.1.1. Kanun ve Şirket Sözleşmesinde Yer Alan Hükümler.....	37
2.1.2. İşletmenin Likidite Durumu.....	39
2.1.3. Borç Ödeme Gereği.....	40
2.1.4. Kredi Sözleşmesinde Yer Alan Hükümler.....	40
2.1.5. Yeni Yatırım Planları.....	41
2.1.6. Şirketin Büyüme Hızı.....	42
2.1.7. İstikrarlı Kar Dağıtımı.....	44
2.1.8. Yönetimin Kontrol İsteği.....	45
2.1.9. Şirketin Ortaklık Yapısı.....	46
2.1.10. Sermaye Piyasasına Başvurma İmkânı.....	47
2.1.11. Vergi Etkisi.....	47

2.2. KAR PAYI DAĞITIM POLİTİKASINI ETKİLEYEN YASAL

FAKTÖRLER.....	48
2.2.1. Yeni Türk Ticaret Kanununa Göre Kar Payı Dağıtımı.....	49
2.2.2. Sermaye Piyasası Kanununa Göre Kar Payı Dağıtımı.....	54
2.2.3. Kar Payı Dağıtımında Vergi ve Diğer Yasal Yükümlülükler....	57

3. BÖLÜM

KAR PAYI DAĞITIM POLİTİKALARI İLE İLGİLİ TEORİK YAKLAŞIMLAR

3.1. KAR PAYI İLİNTİSİZLİĞİ YAKLAŞIMI.....	63
3.2. KAR PAYI İLİŞKİSİ YAKLAŞIMI.....	66
3.3. VERGİ TERCİHİ YAKLAŞIMI.....	71
3.4. TEMSİL MALİYETİ YAKLAŞIMI.....	73
3.5. SİNYAL YAKLAŞIMI VE KAR PAYLARININ BİLGİ ETKİSİ.....	76

4. BÖLÜM

BORSA İSTANBUL'DA İŞLEM GÖREN FİRMALARIN KAR PAYI DAĞITIM POLİTİKALARININ FİNANSAL PERFORMANSLARI ÜZERİNE ETKİLERİ

4.1. ARAŞTIRMANIN AMACI.....	80
4.2. ARAŞTIRMANIN VERİ SETİ.....	80
4.3. ARAŞTIRMANIN YÖNTEMİ.....	87
4.4. ARAŞTIRMANIN BULGULARI.....	87
SONUÇ.....	115
KAYNAKÇA.....	121
EKLER.....	133

TABLOLAR LİSTESİ

	<u>Sayfa No</u>
Tablo 1.1.: Halka Açık ve Halka Kapalı Olan Anonim Şirketlerde Kar Dağıtımı İle İlgili Mevzuatının Karşılaştırılması.....	30
Tablo 4.1.: Finansal Performans Değişkenleri ve Hesaplanışları.....	81
Tablo 4.2.: Kar Payı Dağıtan ve Dağıtmayan Firmalar İle Kar Payı Dağıtımını Nakit, Hisse Senedi ve Melez Şeklinde Yapan Firmaların Sayıları.....	83
Tablo 4.3.: Analize Dahil Edilen Firmaların Sektörel Dağılımı.....	84
Tablo 4.4.: Analize Dahil Edilen Firmaların Listesi.....	85
Tablo 4.5.: Yıllara Göre Finansal Performans Değerlerinin Ortalamaları.....	88
Tablo 4.6.: 2008 Yılı Kar Payı Dağıtımına Göre Parametrelerin Karşılaştırılması	91
Tablo 4.7.: 2008 Yılı Kar Payı Dağıtım Türüne Göre Parametrelerin Karşılaştırılması	94
Tablo 4.8.: 2009 Yılı Kar Payı Dağıtımına Göre Parametrelerin Karşılaştırılması	96
Tablo 4.9.: 2009 Yılı Kar Payı Dağıtım Türüne Göre Parametrelerin Karşılaştırılması	99
Tablo 4.10.: 2010 Yılı Kar Payı Dağıtımına Göre Parametrelerin Karşılaştırılması	101
Tablo 4.11.: 2010 Yılı Kar Payı Dağıtım Türüne Göre Parametrelerin Karşılaştırılması	103
Tablo 4.12.: 2011 Yılı Kar Payı Dağıtımına Göre Parametrelerin Karşılaştırılması	105
Tablo 4.13.: 2011 Yılı Kar Payı Dağıtım Türüne Göre Parametrelerin Karşılaştırılması	109
Tablo 4.14.: 2012 Yılı Kar Payı Dağıtımına Göre Parametrelerin Karşılaştırılması	111
Tablo 4.15.: 2012 Yılı Kar Payı Dağıtım Türüne Göre Parametrelerin Karşılaştırılması	113

ŞEKİLLER LİSTESİ

	<u>Sayfa No</u>
Şekil 2.1.: Firma Büyüme Aşamaları ile Kar Payı Dağıtımı Arasındaki İlişki.....	43
Şekil 3.1.: MM Modeli.....	65
Şekil 3.2.: GL Modeli.....	68
Şekil 3.3.: GL Teorisiyle Birlikte LR Teorisinin Karşılaştırması.....	72

GRAFİK LİSTESİ

Sayfa No

Grafik 4.1.: Yıllara Göre Finansal Performans Değerleri.....	88
---	----

KISALTMALAR CETVELİ

A.Ş.:	Anonim Şirket
BİST:	Borsa İstanbul
ETTK:	Eski Türk Ticaret Kanunu
GL:	Gordon ve Linther
GVK:	Gelir Vergisi Kanunu
HAAO:	Halka Açık Anonim Ortaklık
HBK:	Hisse Başına Kar
HKAO:	Halka Kapalı Anonim Ortaklık
KV:	Kurumlar Vergisi
LR:	Litzenberg ve Ramaswamy
Md.:	Madde
MM:	Modigliani ve Miller
s.:	Sayfa
SPK:	Sermaye Piyasası Kanunu
SPKu:	Sermaye Piyasası Kurulu
TL:	Türk Lirası
TMS:	Türkiye Muhasebe Standartları
TTK:	Türk Ticaret Kanunu
TÜRMOB:	Türkiye Muhasebeciler Odası Birliği

Vol: Volume (Cilt)

YTTK: Yeni Türk Ticaret Kanunu

GİRİŞ

Küçük tasarrufların belirli bir düzen içerisinde bir araya gelerek büyük mali imkanların doğmasını sağlayan firmaların kurulmalarındaki temel amaç, kar elde etmektir. Kar bir sermaye karşılığı olarak doğar ve kar dağıtım kavramını beraberinde getirir.

Rekabetin her geçen gün daha da arttığı dünya ticaret düzeyi içinde faaliyet gösteren firmalar açısından kar payı dağıtımı ve temettü politikası büyük önem taşımaktadır. Firmaların bünyelerine yeni ortaklar kazandırmak ve hisse senetlerinin daha yoğun alınıp satılmasını sağlamak amacıyla etkin bir kar payı politikası izlemeleri kaçınılmazdır. Bu anlamda firmaların kar payı politikası, firma stratejisinin belirlenmesinde ve firmanın geleceğe yönelik adımlar atmasında belirgin rol oynamaktadır.

Finansal yönetimin temel politikaları, yatırım, fonlama ve kar payı dağıtımı olarak ifade edilebilir. Kar payı dağıtımında firmaların temel amacı, firma değerini ve hisse senetlerine olan talebini arttırmaktır. Bunu yapabilmek için ise, firmaların ortaklarını memnun edebilecek en iyi kar payı dağıtım politikasını belirlemesi gerekmektedir. Ancak, firmalar ortaklarını memnun edebilecek kar payını belirlerken, firmanın büyüme eğilimini göz önünde bulundurmalı ve dönem karını buna göre dağıtmalıdır. Çünkü dönem karının büyük bir kısmının dağıtılması, firmanın yeni yatırımlar için kaynak bulamama sorunu ortaya çıkartacaktır. Firmaların hem büyümesini sağlamak, hem de ortaklarının beklentilerini en uygun biçimde gidermek için kar payı dağıtım politikasını, stratejilerinin odağına yerleştirmeleri gerekmektedir. Bu açıdan kar payı dağıtım politikasının belirlenmesi, firmalar için önemli kararlar içerisinde yer alır. Çünkü firmanın piyasa değeri ve yatırımcıların korunması bu kararlara bağlıdır. Firma yöneticileri için diğer önemli bir konu ise kar payı dağıtımının ne şekilde yapılacağıdır. Sermaye Piyasası Kanunu'na göre firmaların kar payı dağıtımı belirli kurallara göre düzenlenmiş ancak, kar payı ödemelerinin ne şekilde yapılması gerektiğine yönelik herhangi bir açıklama yapılmamıştır.

Bu çalışmanın amacı Borsa İstanbul 100 Endeksi'nde 2008 yılından 2012 yılına kadar kesintisiz işlem gören 82 firmanın izledikleri kar payı dağıtım politikalarının finansal performansları üzerindeki etkisini araştırmaktır.

Bu bağlamda çalışmanın birinci bölümünde kar ve kar payı kavramları açıklanmış, kar payı dağıtım politikaları ve kar payı dağıtım şekillerinin neler olduğu üzerinde durulmuştur. Daha sonra dağıtılacak kar paylarının firmaların halka açık ya da halka kapalı olma durumlarına göre tabi oldukları kanunlar çerçevesinde değerlendirmesi yapılmıştır.

İkinci bölümde kar payı dağıtım politikalarını etkileyen yasal faktörler ile firma ile ilgili faktörler incelenmiştir. Yasal faktörlere yoğunlaşarak 6102 sayılı Türk Ticaret Kanunu ve 6362 sayılı Sermaye Piyasası Kanununa göre kar payı dağıtım politikaları anlatılmaya çalışılmıştır.

Çalışmanın üçüncü bölümünde kar payı dağıtım politikaları ile ilgili teorik yaklaşımlar açıklanmıştır. Bu yaklaşımlardan özellikle Modigliani ve Miller tarafından geliştirilen kar payı ilintisizliği teoremi ve Gordon ve Linther'in geliştirdikleri kar payı ilişkisi teoremi dikkat çekicidir. Öyle ki, bu iki teorem birbirine zıt iki durumu ifade etmekte ve yıllardır süregelen tartışmaları doğurmaktadır.

Çalışmanın son bölümünde ise Borsa İstanbul'da 2008 yılında 2012 yılına kadar kesintisiz işlem gören 82 firmanın verileri t testi ve ANOVA yöntemi kullanılarak analiz edilmiş ve elde edilen bulgular değerlendirilmiştir.

LİTERATÜR TARAMASI

Finans literatüründe en çok tartışılan konulardan biri olan kar payı kavramı, firmaların en önemli finansal kararları içerisinde yer almaktadır. Firmalar elde ettikleri karları ortaklarına mı dağıtmalı, yoksa firma bünyesinde mi tutmalı sorusu uzun yıllardır tartışılmış ancak, kesin olarak bir sonuca ulaşamamıştır. Bu konuyla ilgili yapılan araştırmalar ise birbirinden farklı sonuçlar ortaya koymuştur. Bu konuyla ilgili literatürdeki çalışmalar kronolojik olarak incelenmiş ve detayları aşağıda verilmiştir.

Modigliani ve Miller (1961) tarafından ortaya atılan kar payı ilişkisizliği teorisi, tam rekabet koşullarında ve verginin olmadığı bir ortamda kar dağıtımının firma değerine ve firmanın sermaye yapısına etkisinin olmayacağını savunmaktadır. Bu teoride, firmanın yatırım ve finansman kararlarının kar payı politikasından bağımsız olarak belirlendiği varsayılmaktadır. Yazarlara göre firmanın finansman ihtiyacının karşılanmasında hisse senedi satışından elde edilen gelir ile dış borçlanma yoluyla finanse edilmesi fark etmemektedir ve yatırımcılar kar payı dağıtılması ile karın dağıtılmayarak firmada kalması sonucunda oluşacak sermaye kazancı arasında kararsızdırlar. Çünkü yatırımcılar, firmada kalan kar sonucunda ortaya çıkabilecek sermaye kazancına ellerindeki hisse senetlerini satarak ulaşabilecekler, böylelikle nakit ihtiyaçlarını gidermiş olacaklardır. Diğer taraftan, karın kar payı olarak dağıtılması durumunda nakde ihtiyacı olmayan yatırımcı, elindeki nakitle firmanın hisse senedini alabileceklerdir. Bu durumda yatırımcı firmanın kar dağıtımında izlediği politikayı kendine uyarlayacak ve tercihler arasında kayıtsız kalarak hareket edecektir.

Gordon (1962) tarafından öne sürülen eldeki kuş teorisine göre; hisse senedi sahipleri kar payını sermaye kazancına tercih ederler. Yatırımcılar açısından kar payı eldeki kuş, sermaye kazancı ise daldaki kuştur ve her zaman eldeki bir kuş, daldaki iki kuştan daha iyidir. Bu yaklaşımda, yöneticiler tarafından kazançlı yatırım alanlarının finansmanına yönlendirilip yönlendirilmeyeceği belirsiz olduğundan, firmada bırakılan karın kar payı olarak dağıtılması yatırımcılar tarafından tercih edilmektedir. Yatırımcılar, bugün dağıtılan kar payını gelecekteki potansiyel sermaye kazançlarından daha az riskli görmektedirler. Bu nedenle, ileride elde edecekleri karı daha yüksek

iskonto oranı ile bugünkü değerine indirgemektedirler. Dolayısıyla, bugün kar payı dağıtan firmalar, yatırımcılar tarafından daha çok tercih edildiğinden daha değerli hale gelmekte ve firmaların kar dağıtım politikaları yatırımcılar için önemli bilgi içermektedir.

Litzenberger ve Ramaswamy (1979) 1936-1977 yılları arasında New York borsasında işlem gören hisseler üzerine çalışma yapmışlar ve kar payı dağıtım politikalarının etkisine vergilendirme yönünden bakmışlardır. Bu çalışmanın savunduğu görüşe göre yatırımcılar, kar payı üzerinden alınan verginin yüksek olması nedeniyle kar paylarının firma bünyesinde kalmasını ve hisse senedi getirisi olarak gelir elde etmeyi isterler. Çalışmanın sonucunda yazarlar, diğer aylara oranla kar payı dağıtımı yapılmayan aylarda yüksek vergi öncesi riske göre düzeltilmiş getiri sağlandığı bulgusuna ulaşmışlar ve kar payı dağıtımıyla hisse senedi getirisi arasında pozitif yönlü bir korelasyon bulmuşlardır.

Allen ve Rachim (1996) Avustralya borsasında 1972-1985 yılları arasında işlem gören toplam 173 firmanın büyüklüğü, kazanç, volatilité, kaldıraç ve büyümelerini inceledikten sonra, hisse senedi fiyat oynaklığı ve kar payı politikası arasındaki ilişkiyi regresyon analiziyle test etmişlerdir. Sonuç olarak, hisse senedi fiyatlarındaki oynaklık ile kar payı verimi arasında bir ilişki olmadığını saptamışlardır.

Kutukız (1997) 1991-1996 yılları arasında İMKB’de işlem gören 30 firmanın verilerine regresyon analizi uygulamıştır. Çalışmada iki aşamalı bir analiz yapılmış, ilk olarak firmaların finansal oranları, büyüme hızları ve enflasyon değişkenleri kullanılmış ve enflasyonun hisse senedi verimini etkilediği sonucuna ulaşılmıştır. İkinci aşamada ise, hisse senedi değerleri ile kar payı dağıtımı ve verimi arasında istatistiki ilişkide hisse senedi fiyatını etkileyen en önemli değişkenin hisse başına düşen kazanç olduğu güçlü ve kararlı bir ilişkiyle ortaya konmuştur.

La Porta vd. (2000) farklı ülkelerin menkul kıymetler borsalarında 1989-1994 yılları arasında işlem gören 4103 firmanın verilerini kullanmışlar ve kar payı dağıtım politikaları ile temsil sorunundan kaynaklanan maliyetlerin ilişkisini araştırmışlardır. Sonuçta ülkeler arasında yasal çerçeve açısından farklılıkların olduğu da

değerlendirilerek, azınlık durumda bulunan yatırımcıların yasal olarak korunduğunu ve yasal çerçeve ile kar payı dağıtım oranları arasında pozitif yönlü bir ilişki olduğu ortaya konmuştur.

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

Yücel (2001) 1999-2000 yılları arasında İMKB’de işlem gören taş ve toprağa dayalı sektör, metal eşya ve araç- gereç sektöründen 49 firma belirlemiş ve söz konusu firmaların verilerini korelasyon ve regresyon analizine tabi tutmuştur. Sonuç olarak kar payı dağıtımlarının firmaların piyasa performansını olumlu yönde etkilediği ve çalışmanın Gordon ve Linther’in görüşünü desteklediği bulgusuna ulaşılmıştır.

Kaplanoğlu (2005) 1990-2002 yılları arasında İMKB’de işlem gören ve nakit kar payı ödeyen firmaları analizde kullanılmıştır. Firmaların verileri regresyon yöntemiyle analiz edilmiştir. Sonuç olarak, değerlendirilen yıllarda sabit bir kar payı ödeme oranının olmadığı ve kar payı dağıtım politikalarını etkileyen genel ekonomik belirsizlik, vergi ve yasal düzenlemeler gibi unsurların düzeltme katsayısı üzerinde etkili olduğu bulgusuna ulaşılmıştır.

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

Omağ (2007) İMKB’de işlem gören ve gıda, metal eşya, mali hizmetler, perakende/hizmet sektörlerinde faaliyet gösteren 79 firmanın 1998-2005 yılları arasındaki bilanço, gelir tablosu ve piyasa verilerine regresyon analizi uygulamıştır.

Sonuçta kar payı dağıtım politikalarının, büyüme ve piyasa değerini pozitif yönde etkilediği görülmüştür.

Gürel (2008) 2001-2007 yılları arasında İMKB’de işlem gören nakit kar payı dağıtımı yapan 179 firmanın verileri kullanılmıştır. Regresyon analizi sonucunda kar payı dağıtım politikalarının firma büyüklüğü ile ilişkili olmadığı, ancak yüksek oranda kar payı dağıtımı yapan firmalara yatırımcıların daha çok ilgi gösterdiği bulgusuna ulaşılmıştır.

Kaba (2009) 2000-2007 yılları arasında İMKB’de işlem gören ve nakit ya da hisse senedi şeklinde kar payı ödemesi yapan 222 firmayı analize dahil etmiştir. Uygulanan korelasyon analizinde firmaların kar payı dağıtım oranı ile firmaların hisse senedi getirileri arasında pozitif yönlü bir ilişki olduğu, kar payı dağıtım oranı arttıkça hisse senetlerinin değerinin de arttığı gözlenmiştir.

Başkaya (2012) 2008-2012 yılları arasında İMKB’de işlem gören ve istikrarlı bir şekilde kar payı ödemesi yapan 41 firmayı belirlemiş ve bu firmaları kar payı dağıtım duyurularını yaptıkları tarihlere göre tasnif etmiştir. Daha sonra söz konusu firmaların kar payı duyurusu yapmadan ve yaptıktan sonraki 5, 10 ve 20 gün içerisinde oluşan getirilerine regresyon analizi uygulamış ve sonuç olarak firmaların kar payı ödemelerini artıracığı ya da azaltacağı yönündeki duyurularının, firmanın hisse senedi fiyatlarını etkilediği sonucuna ulaşmıştır.

BİRİNCİ BÖLÜM

KAR KAVRAMI, KAR PAYI DAĞITIM POLİTİKALARI VE KAR PAYI DAĞITIM ŞEKİLLERİ

1.1. KAR KAVRAMI

Ticari işletmelerin kuruluş amacı şüphesiz ki belirli faaliyetler sonucunda kar elde etmektir. Kar elde etmek, hem firma sahiplerinin hem de firmaya ortak olan ya da olmayı düşünenler için belirleyici bir unsurdur. Ancak bu durum, sadece bir başarı göstergesi olarak değil, aynı zamanda şirketin sürekliliğini sağlayacak temel bir etmendir. Bu nedenle kar kavramını açıklamak ve kar kavramları arasında farklılıkları belirtmek yerinde olacaktır.

Kar, sözlük anlamı itibariyle alışveriş işlerinin sağladığı para kazancı olarak tanımlanmaktadır. Kazanç ise satılan bir mal ya da harcanan bir emek karşılığında elde edilen paradır¹.

Kar kavramı muhasebe ilkelerine göre ise bir hesap dönemi içerisindeki net satışlar ile diğer gelirler toplamından, söz konusu satışlara ait giderler ve diğer giderlerin çıkarılması sonucu elde edilen müspet farktır².

Kar yukarıdaki tanımlamaları yanında doktrinde, “hukuki açıdan belli bir süre içinde ekonomik faaliyetleri nedeniyle bir ticari işletmenin hesaplarında meydana gelen fazlalık” olarak tanımlanmıştır³.

¹ Doğan, M. (1996), *Büyük Türkçe Sözlük*, 10. Baskı, İz Yayıncılık, Ankara, s. 601.

² Atik, M. ve Karyağdı N. (1997), “Limited Şirketlerde ve Anonim Şirketlerde Kar Dağıtımı”, *Vergi Dünyası Dergisi*, Sayı No: 188. s. 14.

³ Atik ve Karyağdı, a.g.e., s. 14.

Türk Ticaret Kanununda (TTK) ve Sermaye Piyasası Kanununda (SPK) kar, kazanç ve kar payı kavramları bir arada kullanıldığı için genel olarak bir tanım oluşmamış ve yukarıdaki görüşlerin dışında bir kar kavramı ortaya atılmıştır. Tanımlamalar birbirinden farklı olmakla birlikte genel olarak aynı nokta üzerinde durmaktadır. Bu tanımlamaları dar ve geniş anlamda iki kısımda değerlendirmek gerekirse; dar anlamda kar, bir işletmenin faaliyetleri nedeniyle belirli bir dönemde varlıklarında meydana gelen artış olarak ifade edilebilir. Geniş anlamda kar, ticari işletmenin varlığında, belirli bir devre başında aktif ve pasif toplamının birbirine eşit olduğu kabul edilirse, devre sonunda işlerin verimli gitmesiyle aktiflerin toplamında, pasiflerin toplamına oranla bir fazlalık meydana geldiği zaman bu fazlalık işletmenin o devre içindeki karı olarak tanımlanabilir⁴.

1.1.1. Temel Kar Kavramları

Kar kavramı mevzuata göre farklı şekillerde tanımlanmış olduğundan, bu kavram çeşitlerini açıklamak ve ticari, mali ve safi kar kavramlarının farklılıklarını belirtmek yerinde olacaktır.

Ticari Kar, Genel kabul görmüş muhasebe ilke ve standartları uyarınca tutulan bir muhasebe sisteminde dönem sonunda ortaya çıkan kardır. Buna göre ticari kar yani dönem karı, belirli bir dönem içerisinde üretime katılan faktörlerden bu üretim için katlanılan giderlerin çıkarılması ile bulunur⁵.

Mali Kar, Devlet kar üzerinden pay alan bir tüzel kişidir. Devlet bu karını vergi adı altında dolaylı ve dolaysız şekilde elde eder. Kurumlar vergisi mükellefi olarak sermaye şirketleri, vergi kanunlarını da dikkate alarak karlarını hesaplarlar. Buna göre

⁴ Atik ve Karyağdı, a.g.e., s. 14.

⁵ Atik ve Karyağdı, a.g.e., s. 15.

mali kar, vergiler ödendikten sonra kalan kardır. Bu kar, direkt olarak ticari kara bazı eklemeler ya da ticari kardan bazı istisnalar düşülerek hesaplanabilir⁶.

Bu hesaplamayı formüle etmek gerekirse;

MALİ KAR= (Dönem Karı + Kanunen Kabul Edilmeyen Giderler – Vergiden Muaf Gelirler ve İndirimler) şeklinde gösterilebilir.

Bu yönüyle ticari kar ve mali kar kavramları birbirinden ayrı tutulmamalı ve yatırımcılar ortaklık kararlarını etkileyen kar kavramını düşünürken bu ayrımın farkında olmalıdırlar.

Safi Kar, Türk Ticaret Kanununda (TTK) safi kar kavramı açıklanmamış, bu nedenle safi kar kavramının tanımında farklı görüşler ortaya çıkmıştır. Bu görüşler birçok noktada birbirinde ayrılmakla birlikte, esas olarak kurumlar vergisi indirilmeden önceki kar mı yoksa kurumlar vergisi indirildikten sonra ortaya çıkan karın mı safi kar sayılacağı tartışmalıdır⁷. Konuyla ilgili tartışmalar tüzel ortak olan devlet tarafından da sürmüş ve Maliye Bakanlığı Bankalar ve Kredi Şubesinin 26.01.1962 tarihli genelgesinde yedek akçenin hesabında alınacak karın kurumlar vergisi düşülmeden önceki kar olduğu yönünde bir açıklama yapmışken, 1990 yılında Başbakanlık Hazine Müsteşarlığı Kambiyo Genel Müdürlüğü, Türkiye Bankalar Birliğine göndermiş olduğu 05.12.1990 ve 04.01.1991 tarihli yazılarında yedek akçe ayırımında esas teşkil eden karın kurumlar vergisi sonrası kar olduğunu kabul etmiştir⁸.

Kar Payı, Kar Payı kavramı ilk olarak SPKu'nun Dergi: 4, 27 No'lu tebliğinde tanımlanmıştır. Buna göre anonim şirket ortaklarına ve kara katılan diğer kişilere (yönetim kurulu üyeleri, işçiler, intifa senedi sahipleri vd.) dağıtılacak kardan bunların

⁶ Atik ve Karyağdı, a.g.e., s. 188; Ataman, Ü. (2000), *Şirketler Muhasebesi*, 2. Baskı, Türkmén Kitapevi, Ankara, s. 90.

⁷ Koçyalkın, Y. (2002), *Şirketler Muhasebesi*, 2. Baskı, Turhan Kitabevi, Ankara, s. 246; www.turmob.org.tr.

⁸ Karayalçın, Y. (1988), *Muhasebe Hukuku*, Banka ve Ticaret Hukuku Araştırma Enstitüsü, Ankara, s. 140.

her birine düşen payı ifade ederken, kar payı ise, anonim şirket ortaklarına dağıtılan payı ifade eder⁹.

SPK’uda tanımlanan kar payı kavramı ilk ve tek tanım olarak yer almaktadır. Bu tanımlamanın yeterince açıklanmaması doktrinde farklı görüşlerin ileriye sürülmesine neden olmuştur. Doktrinde Karayalçın (1988), kar payını anonim şirkete konulan sermaye payı için dönem sonunda dağıtılabılır safi dönem karından veya serbest yedek akçelerden ayrılan her ortağa ödenen para şeklinde tanımlamıştır. Ansay (1982), ortaklar tarafından şirkete getirilmiş sermayenin verimi şeklinde, Ünal (1988), anonim ortaklıklarda dağıtılmasına genel kurul tarafından karar verilen karın ödenmesi gerekli ve miktarı belli edilmiş kısmının ödenmesi şeklinde, Bozgeyik (2000) ise payın hukuki semerelerini ve belli dönemlerde ona bağlı olarak ortaya çıkan mali nitelikteki gelir şeklinde tanımlamışlardır¹⁰.

Kar payı genel olarak farklı şekillerde ifade edilmiş olmasına rağmen uygulamada şirketlerin bir yıllık faaliyet dönemi içerisinde elde ettikleri kardan mevcut ortakların pay alması şeklinde uygulanır. Bu pay alma işlemi, hisse senedinin ibrazına gerek kalmaksızın ‘Kar Payı Kuponları’ karşılığında verilir ve şirket bunu nakit ya da hisse senedi şeklinde öder¹¹.

1.2. KAR PAYI DAĞITIM POLİTİKALARI

Kar payı dağıtım politikaları, firmada elde edilen karın ortaklara dağıtılması veya yatırımlar için firma içinde bırakılması kararlarını kapsar. Firmalarının temel amaçlarının kar elde etmek, şirketin sürekliliğini sağlamak ve piyasa değeri maksimize

⁹ Akbulak, Y. (2002), “Halka Açık Anonim Şirketlerde Kar Payı ve Temettü Avansı Dağıtım Esasları”, *Vergi Dünyası Dergisi*, Sayı No: 249, s. 120.

¹⁰ Karayalçın, (1988), a.g.e., s. 127; Ünal, Oğuz, K. (1998), “Sermaye Piyasası Mevzuatında Birinci Temettü ve Sermaye Piyasası Değişikliği Tasarısında Bu Konuda Öngörülen Yenilikler”, *Yaklaşım Dergisi*, Yıl: 6, Sayı: 64, s. 43; Ansay, T. (1982), *Anonim Şirketler Hukuku*, 6. Baskı, Ankara, s. 194; Bozgeyik, H. (2000), “Halka Açık Anonim Ortaklıklarda Kar Dağıtım”, *Batider*, 3. Sayı, Cilt: 20, s. 121.

¹¹ Akbulak, a.g.e., s. 120.

etmektedir. Piyasa değerini maksimize etmek, ortaklar açısından hisse senetlerinin piyasa fiyatlarının maksimum olmasıdır. Dolayısıyla şirketlerin kar paylarını nasıl, ne şekilde ve ne miktarda dağıttıkları, ortaklar ve ortak olmayı dūřünenler için önem arz etmektedir.

Kar payı dağıtım politikaları, hem makro hem de mikro anlamda etkilidir. Etki alanı bu kadar geniş olduğu için de her şişletmede farklı biçimlerde uygulanmakta ve yine her şişletme kendine en uygun olan kar dağıtım yöntemini benimsemektedir. Bu farklılık, özellikle halka açık ve halka açık olmayan anonim şirketler açısından kendini gstermektedir¹².

1.2.1. Kar Payı Dağıtım Politikası Türleri

İşletmeler çeşitli kar dağıtım yöntemlerini benimseyebilirler. Ancak bunlar temel olarak dört tanedir: Sabit oranlı kar dağıtım politikası, sabit miktarda kar dağıtım politikası, istikrarlı kar dağıtım politikası ve sabit oranlı kar payı ve ek kar payı politikasıdır.

1.2.1.1. Sabit Oranlı Kar Payı Dağıtım Politikası

Sabit oranlı kar payı dağıtım politikasına göre şişletmeler, dönem karlarının belirli bir yüzdesini kar payı olarak dağıttırlar. Bu oran, şirket ana sözleşmesinde belirtilebileceği gibi, genel kurul kararıyla da belirlenebilir.

Şirketlerin çok az bir kısmı tarafından benimsenen bu politika özellikle küçük yatırımcı açısından bir avantajdır ve küçük yatırımcıları en kötü durumlarda bile

¹² Kızılot, ř. (2000), “Kurumlar Vergisi Kanunu ve Uygulaması”, *Yaklaşım Dergisi*, Cilt: 2, s. 200.

korumak esası üzerine kuruludur. Gerçekte halka kapalı anonim şirketlerin ana sözleşmelerinde karın belli bir oranının dağıtılacağı hükme bağlanmış olabilir. Ana sözleşmede bu türden bir hükme yer verilmesi, genellikle yönetimi büyük ortaklara bırakmış olan küçük ortakların kar payı alabilmelerini garanti altına alır¹³. Ancak, şirketlerin her dönem kazançların farklı olması kar payı miktarını da etkilemekte, bu da kar payının her dönem değişmesine neden olmakta ve istikrarsız bir dağıtım politikası sergilenmektedir. Bu nedenle yatırımcılar tarafından istikrarsız kar payı dağıtımı olumsuz karşılanabilir.

Az sayıda da olsa şirketler, sabit “Dağıtılan Kar Payı/ Net Kar” oranı uygulamaktadırlar. Böyle bir politika şirketin karındaki dalgalanmaya koşut olarak, dağıtılan kar payında da dalgalanmaya yol açmaktadır. Böyle bir politika, “*elde edilen karın belli bir yüzdesinin şirkete, belirli bir yüzdesinin ortaklara bırakılması*” şeklinde tanımlanabilir¹⁴.

1.2.1.2. Sabit Miktarda Kar Payı Dağıtım Politikası

Sabit miktarda kar payı dağıtım politikası, firmanın hissedarlarına dağıttığı kar paylarını aynı miktarda tutmayı amaçlayan bir politikadır. Bu politika, yetkili organlar tarafından belirlenen miktarın her yıl kar payı olarak dağıtılması, kalan kısmının ise firmada alıkonulmasını ifade eder¹⁵. Bu dağıtım yönteminde firma, geçen yıla göre kar oranını ister artırsın isterse azaltsın kar payı miktarı değişmemektedir ki, bu da yatırımcı açısından her yıl sabit miktarda kar payı elde etmek demektir. Ancak yüksek enflasyon dönemlerinde, bu politikanın çok avantajlı olmadığı görülecektir. Bütün bunların yanında hissedarlar, firmanın belirsizliklerini minimize ettikleri için, kendileri açısından

¹³ Gönenli, A. (1991), *İşletmelerde Finansal Yönetim*, İstanbul Üniversitesi İşletme Fakültesi, Yayın No: 250, İstanbul, s. 392.

¹⁴ Akgüç, Ö. (1998), *Finansal Yönetim*, 7. Baskı, Avcıol Basın Yayın, İstanbul, s. 789.

¹⁵ Belkayalı, N. (2004), *Temettü Dağıtım Şekillerinin Firma Değerine Etkisi ve İMKB 100 Endeksinde Ampirik Bir Uygulama*, Gazi Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Yayımlanmamış Yüksek Lisans Tezi, Ankara, s. 28.

önemli bir yönü de bulunmaktadır ki, bu da yatırımcılar açısından sabit gelir getiren bir menkul kıymet gibi algılanmasına neden olmaktadır ¹⁶.

Yatırımcıların bu kar dağıtım politikasını uygulayan şirketleri seçmesinde üç temel etken bulunmaktadır. Bunlar¹⁷:

1. Yatırımcıların her yıl dalgalanma gösteren hisse senetlerini riskli bulmaları ve riskli senetlerin iskonto oranlarının yüksekliğinden dolayı değerinin düşük olmasıdır. Diğer yandan riski az olan sabit tutarlı senetlerin iskonto oranı düşük olacak, bu da fiyatların yükselmesine etki edecektir.
2. Kar paylarını geçim kaynağı olarak düşünen yatırımcılar, zaman ve risk faktörüne bağlı olarak değişimi kabul etmezler ve bu da yatırımcıların her yıl sabit tutarlı hisse senetlerini tercih etmelerine neden olmaktadır.
3. Gelecek belirsizliğinin olmamasından dolayı, sabit getirili bir menkul kıymet gibi algılanmasıdır.

1.2.1.3. İstikrarlı Kar Payı Dağıtım Politikası

İşletmeler genellikle kar payı dağıtımında katı politika izlemekten kaçınırlar ve bunun yerine dalgalanma gösteren kar payı dağıtımını tercih ederler¹⁸. İstikrarlı bir şekilde kar payında artış olan senetler, yatırımcılar açısından cazip kabul edilmektedir. Bu senetler, yatırımcı açısından hem riski düşük algılanmakta, hem de yatırımcının gelirine takviyede bulunduğu için tercih edilmektedir¹⁹.

¹⁶ Türko, M. (2002), *Finansal Yönetim*, 2. Baskı, Alfa Yayınları, İstanbul, s. 527.

¹⁷ Aslanoğlu, S. (1996), *Temettü Politikasının Firma Değerine Etkisi ve İMKB'ye Kayıtlı Firmalar Üzerinde Bir İnceleme*, Kırıkkale Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, Kırıkkale, s. 79.

¹⁸ Akgüç, a.g.e., s. 620.

¹⁹ Akgüç, a.g.e., s. 789- 790.

Bu politikanın yararlarını üç başlık altında toplamak gerekirse²⁰;

1. Ne kadar kar payı dağıtılacağıнын önceden bilinmesi ve istikrarlı olması, hisse senedinin fiyatının yükselmesine neden olacaktır.
2. Elde ettikleri gelirlerle yaşamlarını idame ettirenler, yatırımlarını önceden ne kadar gelir elde edeceğini bildikleri şirketlere yapmak isterler. Bu da şirketin hisse senetlerine olan talebi artırır.
3. Yatırım rehberleri genellikle, iyi gelir getiren ve bunu düzenli şekilde yapabilen işletmelerin isimlerini yayınlar. Bu durum karşısında şirketin hem prestiji yükselir, hem de yatırım rehberi sayesinde şirketin senetlerine olan talep ve güven artar.

Bütün bunların yanında, istikrarlı kar payı dağıtım politikasını benimsemiş işletmelerin alması gereken bazı önlemler de vardır. Bunlar²¹:

1. Kar artışlarında, kar paylarını aşamalı bir şekilde yükselterek elde edilen karın tümünün dağıtılmasını engellemek. Aksi halde işletme, yatırımları için finansman sıkıntısı çekecektir.
2. Kar artışında bir süreklilik yakalamadan cari kar payı dağıtım oranını yükseltmemek. Aksi halde yukarıda bahsedilen finansman sıkıntısı burada da gerçekleşecektir.
3. Karlarda uzun süre devam eden önemli düşüşler olmadan kar payı oranını değiştirmemek. Aksi halde işletmenin piyasada oluşan istikrarı ve güveni zedellenecektir.

²⁰ Erdoğan, M. (1990), *İşletme Finansmanı*, Dicle üniversitesi Diyarbakır MYO Yayınları, No: 2, Diyarbakır, 1990, s. 241.

²¹ Akgüç, a.g.e., s. 790.

1.2.1.4. Sabit Miktarlı Kar Payı ve Ek Kar Payı Dağıtım Politikası

Bu kar dağıtım politikasında asgari bir kar payı miktarı saptanmakta, bunun üstünde dağıtılabılır kar yüksekse ek olarak fazladan ödeme yapılmaktadır. Böylece yatırımcılar, hem sabit bir gelir elde etmekte, hem de işletmenin yıl içerisindeki performansından yararlanma imkanı bulmaktadırlar²². Bu sayede yatırımcılar, hem belirli bir geliri garanti altına almakta, hem de getiriye artırma imkanı bulmaktadır.

Bu politika özellikle sabit miktarda ve sabit oranda kar dağıtım politikasının aksayan yönlerini düzenlemek amacıyla uygulanmaktadır. Çünkü sabit oran ve miktarlarda kar payı dağıtan işletmeler, özellikle yıllık performanslarından yatırımcıların yararlanmalarını sağlayamamaktadır. Bu politika, hem sabit gelir hem de yıllık performanstan yarar sağlaması açısından önemlidir²³.

Bu tür kar payının uygulanması şirkete esneklik kazandırır ve onu yatırımcılar açısından daha cazip hale getirir. Bu nedenle nakit akışları ve firma kazançlarının uygun olması durumunda bu kar dağıtım metodunu benimsemek, şüphesiz ki yararlı olacaktır. Ancak, bu dağıtım yönetiminde dikkat edilmesi gereken önemli bir nokta, dağıtılacak kar payının belirli bir sınırın altına düşmesini engellemek olmalıdır²⁴. Tam tersi durumda ödenen ek kar payının düzenli bir şekilde yapılmaması gerekir. Çünkü bahsedilen ilk durumda yatırımcı, beklediği sabit geliri elde edemediği için firmaya olan inancını yitirecek, ikinci durumda ise ek kar payı dağıtmak sabit miktarda kar payı dağıtmaktan farksız hale gelecektir.

²² Arslanboğa, S. (1990), *Türkiye’de Kar Dağıtım Politikasının Şirket Değerini Etkisi ve İMKB’ye Kayıtlı Şirketlerde Bir Değerlendirme*, Anadolu Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, Eskişehir, s. 37.

²³ Kaba, F. (2009), *Kar Payı Dağıtımının Firma Üzerine Etkisi ve Bir Uygulama*, Sakarya Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, Sakarya, s. 30.

²⁴ Karaca, S. (2007), *Şirketlerin Kar Dağıtım Politikası ve Kar Payı Ödeme Şekillerinin Firma Değerine Etkisinin Analiz ve İMKB’de Bir İnceleme*, İnönü Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Yayınlanmamış Doktora Tezi, Malatya, s. 157.

1.3. KAR PAYI DAĞITIM ŞEKİLLERİ

Firmaların elde ettikleri karlar, içinde bulundukları duruma göre ya da uyguladıkları stratejiye göre çeşitlilik gösterir. Kar payı dağıtım şekillerinin birçok şekli olmasına rağmen temel olarak beş yöntem vardır. Aşağıda bu beş yöntem açıklanmaktadır.

1.3.1. Nakit Kar Payı Dağıtımı

Kar payı ödemeleri denildiğinde genel olarak nakit ödemeler anlaşılmaktadır. Bu ödeme sisteminde adından da anlaşılacağı üzere ödemeler para ile yapılır ve kar payı dağıtımında en çok kullanılan yöntemdir²⁵. Ancak bu yöntemin kullanılmasında şirketin likidite durumu önem arz etmektedir. Çünkü işletmeler faaliyet dönemini karla kapatmış olabilirler. Ancak, ellerinde yeterli nakit bulunmama riski de vardır. Bu açıdan değerlendirildiğinde işletmelerin likidite durumu dikkatle incelenerek karar verilmelidir.

Özellikle yeni kurulmuş firmalar ya da gelişme sürecinde olan firmalar, nakit sıkıntısı yaşamamak için genellikle nakit ödemelerini ileri bir tarihe ertelemekte, kar payı ödemelerini de alternatif yollarla yapmaktadırlar²⁶.

İşletmelerin kar dağıtacağını ilan etmelerinden sonra kar dağıtımı, şirket için bir yükümlülük haline gelir ve dağıtılacak karlar genel olarak nominal değer bir yüzdesi olarak ifade edilir. Bunun yanı sıra, piyasa fiyatının bir yüzdesi ya da net karın yüzdesi şeklinde de ifade edilebilir. Ancak uygulamada hisse başına düşen miktarın kolay hesaplanması bakımından nominal, yani hisse başına kar payı uygulaması daha

²⁵ Güven, S. (1994), *İşletme Finansmanı*, Etam A.Ş Web Ofset, Eskişehir, s. 136.

²⁶ Boztosun, D. (2006), *Temettü Dağıtım Kararının Farklı Piyasalarda Hisse Senedi Fiyatına Etkisinin Mukayeseli Olarak İncelenmesi*, Gazi Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Yayınlanmamış Doktora Tezi, Ankara, s. 73.

yaygındır. Şirket tarafından ilan edilen kar payı ödemesi, ilandan belirli bir süre sonra ortaklara dağıtılır²⁷.

Kar payı ödemelerini nakit olarak yapılması yatırımcıyı memnun eden bir durumdur. Çünkü yatırımcılar elde ettikleri gelirleri ellerine geçmedikçe kendilerini kazanmış gibi hissetmezler. Bu durumda kar payının nakit olarak ödenmesi, yatırımcı açısından memnuniyet yaratırken aynı zamanda, yatırım yaptıkları firmanın nakit olarak bir ödemede bulunması psikolojik olarak işletmeyi yatırımcı gözünde güçlü kılar²⁸.

1.3.2. Hisse Senedi Şeklinde Kar Payı Dağıtımı

İşletmelerin likidite durumlarının nakit kar payı ödemeye yetersiz olması durumunda kar payı ödemelerinin hisse senedi şeklinde yapılmasıdır. Kar payının bedelsiz olarak yapılması hisse senedinin adedini artırdığından aynı zamanda sermaye artışı da gerçekleşmiş olmaktadır.

Kar paylarının hisse senedi şeklinde ödenmesinin şirket ve hisse senedi sahipleri açısından bir takım avantajları bulunmaktadır. Bunlar²⁹:

- Kar payı ödemeleri nakit olarak yapılmadığından dolayı mevcut likit işletme bünyesinde tutulur. Bu da yeni yapılacak yatırımların finansmanını kolaylaştırır.
- Kar payı ödemelerini hisse senedi şeklinde yapan şirketler, ortaklardan yeni bedel talep etmeden aslında ortaklara ait olan ve ödemesi gereken tutarı işletme bünyesinde tutarak sermaye artışı yapmaktadır.

²⁷ Koroğlu, D. (1992), *Şirketlerin Temettü Dağıtım Politikasını Belirleyen Faktörler ve Temettü Dağıtımının Hisse Senedi Fiyatına Etkisi*, İstanbul Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, İstanbul, s. 37.

²⁸ Belkayalı, a.g.e., s. 83.

²⁹ Akgüç, a.g.e., s. 792-793.

- Bu dağıtım yönteminde ortaklar, parayı nakit olarak elde bulundurarak bir takım risklerin bertaraf etmiş olurlar ve likite ihtiyaç duyduklarında senetleri piyasada nakite çevirebilirler.
- Ortaklık yapısını değiştirmek ya da halka açılmak isteyen şirketler için etkili bir yöntemdir. Çünkü şirketin mülkiyetini tabana yayarak ortak sayısının artmasında faydası olmaktadır.
- Hisse senetlerinde piyasa fiyatının yüksek olması, o senedin piyasadaki hareketini güçleştirir. Hisse senedi şeklinde yapılan kar payı ödemelerinde senetlerin nominal değeri daha fazla hisse senedine bölündüğünden senedin piyasa fiyatının aşırı yükselmesi önlenmiş olur. Böylece senedin arzı artarken piyasaya canlılık kazanır ve senetler küçük sermaye sahiplerinin de eline geçme imkanı bulur.

Bu dağıtım yönteminin avantajlı yönleri olduğu kadar dezavantajlı yönlerin de bulunmaktadır. Bunlar şu şekilde sıralanabilir³⁰:

- Hisse senedi vererek yapılan ödemeler, hisse senedinin değerini sulandırmadığı gerekçesiyle pek tercih edilmez. Ayrıca bu artırımda firmaya herhangi bir nakit girişi olmamakta, sadece firma içi nakit elde tutulmaktadır. Bu da büyük yatırımlar için finansman sıkıntısı demektir.
- Yatırımcılar, kar payı ödemelerini nakit olarak beklediklerinden rüçhan hakkını kullanmalarına neden olur. Bu durum ise kısa vadeli yatırımcılar ve spekülâtörler tarafından yatırımın likiditesinin azalması nedeniyle pek tercih edilmez.
- Kar payı ödemelerinin hisse senedi şeklinde yapılmasının senedin piyasa fiyatını düşüreceği görüşü, her zaman geçerli değildir. Büyüyen, kazanç sağlama kapasitesi artan, gelecekte kar paylarını nakit olarak ödeyeceğine inanılan kısacası hakkında olumlu düşüncelere sahip olunun şirketler için bu

³⁰ Akgüç, a.g.e., s. 794.

durum söz konusu değildir. Çünkü bu tip şirketler, kar payının hisse senedi şeklinde dağıtılmasından ya hiç etkilenmez ya da makul düzeyler içerisinde etkilenecek senedin değer kaybetmesini önler.

1.3.3. Şirketin Kendi Hisselerini Satın Alarak Kar Payı Ödemesi Yapması

İşletmeler, hisse senetlerini satın alarak dolaşımdaki hisse senedini sayısını azaltmakta, böylece işletmenin net karının etkilememek koşuluyla hisse başına net karını artırmaktadır. Hisse başına kazancın yükselmesi ile hisse senetlerinin piyasa fiyatı artmakta, böylece ortakların değer artışı kazanmalarına vesile olmaktadır. Bu şekilde ortaklar, nakit kar payı yerine sermaye kazancı elde etmiş olurlar³¹.

İşletmelerin bu ödeme yöntemini benimsemelerinin birkaç nedeni bulunmaktadır. Bunlar³²:

- İşletmenin alternatif yatırımlara yönlendirmek amacıyla elindeki mevcut nakdi kaybetmek istememesi,
- İşletmenin borçlanma oranını artırarak, daha fazla yabancı kaynağa sahip olabilmesini sağlamak,
- Şirketin elindeki aşırı nakdi hisse senetlerini geri alarak tüketmeye çalışması,
- Hisse senetlerinin denge fiyatının altında olması durumunda şirketin kendi hisse senetlerini satın alarak talebi artırıp, piyasa fiyatını dengede tutmak istemeleri,

³¹ Ceylan, A. (2003), *İşletmelerde Finansal Yönetim*, Ekin Kitabevi, Bursa, s. 238.

³² Rao, R. K. (1992), *Financial Management, Concept and Application*, McMillan Publishing Company, New York, s. 456.

- Yönetimin şirkete ait hisse senetlerini elinde bulundurarak, işletmenin kontrol mekanizmasına hakim olma düşüncesi içerisinde olması,
- Geri satın alma yatırımcılar açısından firmanın gelecekteki kazançları ve hisse senedi fiyatları hakkında yönetime olan güvenini ifade eder.

Türkiye’de şirketlerin kendi hisse senetlerini satın almaları SPKu’nun 10.08.2011 Tarih ve 26/767 Sayılı Kararında belli ilke ve esaslara bağlamıştır. Bu esaslar temel olarak³³;

a) Geri alım işlemleri, genel kurul tarafından onaylanmış geri alım programı çerçevesinde ve azami 18 aylık bir süre için verilebilecek yetki dahilinde yönetim kurulu tarafından yapılır.

b) Geri alımı yapılacak paylar, Borsa İstanbul’da işlem gören nitelikte olmalı ve alımlar yalnızca BİST’de gerçekleştirilmelidir.

c) Geri alımı yapılacak payların, daha önce iktisap edilenler dahil, toplam nominal değeri, şirketin ödenmiş/çıkarılmış sermayesinin %10’unu aşamaz. Bu oranın aşılması halinde aşım sebepleri olan paylar, alım tarihini müteakip altı ay içerisinde elden çıkarılır.

d) İktisap edilecek payların bedelleri düşüldükten sonra, kalan şirket net aktif (öz kaynak), en az ödenmiş/çıkarılmış sermaye ile kanun ve esas sözleşme uyarınca dağıtılmasına izin verilmeyen yedek akçelerin toplamı kadar olmalıdır.

e) Şirketin iktisap ettiği kendi payları ile şirketin tam konsolidasyona tabi tuttuğu finansal duran varlıkları tarafından iktisap edilen ana şirket payları, ana şirketin genel kurulunun toplantı nisabının hesaplanmasında dikkate alınmaz. Bedelsiz payların iktisabı hariç, şirketin devraldığı kendi payları hiçbir pay sahipliği hakkı vermez. Tam konsolidasyona dahil edilen şirketlerin iktisap ettiği ana şirket paylarına ait oy hakları ile buna bağlı haklar donar.

f) Geri alınan paylar ile söz konusu paylar çerçevesinde edinilmiş bedelsiz paylar için azami elde tutma süresi üç yılı aşmamak üzere şirket tarafından serbestçe belirlenebilecek olup, bu süre zarfında elden çıkarılmayan paylar sermaye azaltımı yapılmak suretiyle iptal edilir.

g) Geri alınan paylar, 32 no’lu Türkiye Muhasebe Standardı çerçevesinde, bilançoda öz kaynaklar altında bir indirim kalemi olarak izlenir ve finansal tablo dipnotlarında gerekli açıklamalar yapılır. Söz konusu payların elden çıkarılmasından kaynaklanan kazanç ve kayıplar gelir tablosu ile ilişkilendirilemez.

³³ www.tuyid.org/files/duyurular/TuyidDuyuru.doc; Erişim Tarihi: 12. 11. 2013

h) Geri alımı yapılan paylar, sadece borsada satış yoluyla ve ancak açıklanan geri alım programı sona erdikten sonra elden çıkarılır. Geri alınan paylar çerçevesinde edinilmiş bedelsiz paylar için de aynı esaslar uygulanır.

i) Geri alınan payların elden çıkarılması halinde gerçekleşen her bir satış işlemi, işlem tarihini izleyen iş günü içerisinde şirket tarafından, işleme konu payların nominal tutarını, işlem fiyatını, sermayeye oranını, varsa bu paylara bağlı imtiyazları ve işlem tarihini içeren bir özel durum açıklaması yapılması suretiyle kamuya duyurulur.

j) Şirketlerce açıklanması ertelenmiş içsel bilgiler olması durumunda veya pay fiyatını etkilemesi muhtemel özel durumların varlığı halinde herhangi bir alım veya satım işlemi yapılmaz.

k) Esas sermaye sisteminde olan şirketler tarafından sermaye artırımına ilişkin genel kurul kararının alındığı tarihten, kayıtlı sermaye sisteminde olan şirketler tarafından ise sermaye artırımına ilişkin yönetim kurulu kararının alındığı tarihten sermaye artırım işlemlerinin sona erdiği tarihe kadar geri alım işlemi yapılamaz.

1.3.4. Hisse Senedi Bölünmesi Yoluyla Kar Dağıtımı

Hisse senetlerinin nominal değerlerinin azaltılması yoluyla yapılan kar payı ödemeleri, mevcut hisse senetlerinin her bir tanesi için belirli adet hisse senet verme suretiyle gerçekleştirilen bir işlemdir. Bu sayede firma piyasadaki senetlerinin sayısı artmış olmaktadır³⁴. Ancak burada dikkat edilmesi gereken husus ortağın elindeki hisse senedi sayısının artmasının firmadaki ortaklık payını etkilememesidir. Çünkü her ortağın elindeki senet sayısı artmakta ve hisse senedi nominal değeri aynı oranda düşmektedir. Bu da ortaklık yapısının değişmesine neden olur. Bu dağıtımın avantajı, senetlerin bölünmesi yoluyla fiyat düşürülerek piyasadaki işlem hacminin artırılması ve böylece hisse senetlerinin daha likit hale gelmesidir³⁵.

³⁴ Brigham, E. F. (1999), *Finansal Yönetimin Temelleri*, (Çevirenler: Akmut, Ö. Ve Sariaslan, H.), Ankara Üniversitesi Yayınları No: 213, Cilt: 2, Ankara, s. 287.

³⁵ Gitman, L. J. (1991), *Principles of Managerial Finance*, 6. Baskı, Harper Collins, New York, s. 603.

Hisse senedi bölünmesi yoluyla yapılan kar payı dağıtımı hisse senedi vermek suretiyle yapılan kar payı ödemesine benzemekle birlikte iki temel noktada birbirinden ayrılırlar. Bunlar³⁶;

- Bölünme yoluyla yapılan kar payı ödemelerinde daha fazla hisse senedi dağıtımı yapılmakta ve birim hisse senedi fiyatının değişmesi söz konusu olmamaktadır.
- Hisse senedi yoluyla yapılan kar payı ödemesinde dağıtılmayan karlardan ve yedek akçelerden hissedarlara doğrudan transfer söz konusu iken, nominal değer azaltılması yoluyla yapılan kar payı ödemesinde hisse senedinin piyasa fiyatını bölerek işlem hacmini artırmak ve senedi daha likit hale getirmek söz konusudur.

Hisse senedi bölünmeleri firmanın öz sermaye yapısında bir değişiklik meydana getirmez. Çünkü sadece senet adedinde bir artış söz konusudur. Firmaya herhangi bir fon girişi ya da çıkışı olmazken, firmanın gelecekte nakit akışlarının daha iyi olacağı düşünülür. Burada önemli olan husus, firmanın piyasa değerinin yüksek olması bölünmeyle alakalı değil, firmanın büyüme potansiyeli içerisinde bulunmasıdır³⁷.

Hisse senedi bölünmelerinin üç temel avantajı bulunmaktadır. Bunlar³⁸:

1. Hisse senedi bölünmesi hisse senedi fiyatlarını optimal düzeye çektiğinden, ekonominin kötü olduğu dönemlerde bile yatırımcıların yatırım yapmasına olanak sağlar. Bu uygulama genellikle senetlerinin piyasada daha fazla işlem görmesini isteyen işletmeler tarafından uygulanır.
2. Hisse senedi bölünmesiyle şirket yöneticileri, olumlu ancak bilinmeyen bilgileri piyasaya iletme imkanı bulurlar.

³⁶ Shapiro, A. C. (1991), *Modern Corporate Finance*, McMillan Publishing Company, New York, s. 529.

³⁷ Bakır, P. (1976), *İşletmeler Açısından Temettü Politikası*, İstanbul İktisadi ve Ticari İlimler Akademisi Yayınları No:1976/ 9, İstanbul, s. 52.

³⁸ Karaca, a.g.e., s. 167.

3. Bu yöntemde yöneticiler, hisse senedi bölünmesiyle yatırımcıları hareketlendirerek, firma değerini yeniden düzenlemeye çalışırlar.

1.3.5. Melez Kar Payı Dağıtımı

Melez kar payı dağıtım yönteminde ödemeler, nakit ve hisse şeklinde birlikte yapılır. Bu dağıtım şeklinde kar payı dağıtım oranı önemli değildir. Bu yöntem, genel olarak az uygulanmakla birlikte, uygulayan yönetimlerin temel amacı, nakit ya da hisse senedi şeklinde kar payı ödemesi yapan senetlere karşı oluşan taleplerin tamamını bünyesinde toplamaya çalışmaktır. Çünkü işletmenin ödemelerini tamamen nakit yapması, hisse senedi şeklinde ödeme yapan senetlere yönelen talebin çekilememesine neden olur. Aynı durum hisse senedi şeklinde yapılan ödemeler için de geçerlidir. Melez kar payı dağıtımının yönetim açısından avantajı, işletmenin kar payın ne kadarlık kısmını nakit ne kadarlık kısmını hisse senedi şeklinde yapacağına dair bir yaptırımın olmamasıdır. Böylece işletmenin nakit sıkıntı yaşadığı dönemlerde daha çok hisse senedi şeklinde kar payı dağıtması ya da tam tersi dönemlerde daha az hisse senedi şeklinde ödeme yapması avantajı vardır. Bu sayede hem yatırımcılar memnun edilmiş olur, hem de yönetim bir takım sıkıntıları bu sistem sayesinde bertaraf etmiş olur³⁹.

1.4. TÜRKİYE'DEKİ ŞİRKETLERİN KAR PAYI DAĞITIMI

Türkiye'deki şirketlerin kar payı dağıtımı halka açık ve halka açık olmayan şirketler şeklinde değerlendirilir. Halka açık anonim şirketler TTK yanında SPK'na da tabi olan şirketlerdir. Halka kapalı şirketler ise sermayesi halka açılmamış ve TTK hükümlerine tabi olan şirketlerdir. Bu iki farklı şirket türünün tabi oldukları kanunlar

³⁹ Belkayalı, a.g.e., s. 116.

gereği hazırlamaları gereken kar dağıtım tabloları farklılık göstermektedir. İleride iki farklı şirket türüne göre kar dağıtımını detaylandırılacaktır. Öncelikle kar dağıtım tablosu ve bölümleri aşağıda verilmektedir.

1.4.1. Kar Dağıtım Tablosu

Kar dağıtım tablosu, işletmede elde edilen karın ne şekilde dağıtılacağını gösteren bir tablodur. Bu tablo hesaplanan vergi ve diğer yasal yükümlülükler ve sermayenin netleştirilmesi ile ilgili kayıtları içerir. Kar dağıtım tablosunun diğer hesaplamaları, şirket genel kurulunda alınan karara ve şirket ana sözleşmesine göre belirlenerek hazırlanır^{40,41}.

1.4.1.1. Kar Dağıtım Tablosunun Bölümleri

Kar dağıtım tablosu temel olarak dört unsurdan oluşur. Bunlar; Dönem Karının Dağıtım, Yedeklerin Dağıtım, Hisse Başına Kar, Hisse Başına Kar Payıdır.

1.4.1.1.1. Dönem Karının Dağıtım

İşletmenin bir faaliyet döneminde elde ettiği ticari bilanço karının TTK ve Muhasebe Standartlarına göre dağıtılması belirli bir düzene bağlanmıştır. Bu düzenlemeler, tabloların yeknesak bir biçimde oluşmasını sağlamak amacıyla yapılmış

⁴⁰ Çabuk, A. ve Lazol, İ. (2009), *Mali Tablolar Analizi*, Nobel Yayın Dağıtım, 7. Baskı, Ankara, s. 64.

⁴¹ Kar dağıtım tablosu Ek-1 de yer almaktadır.

olup, gerçeğe uygun bilgi verme, standart ve güvenilir, gerçekçi, karşılaştırılabilir ve anlaşılır tablolar oluşturmayı amaçlar.

1. **Dönem Karı:** Dönem karı (ticari kar), şirketin faaliyetleri sonucunda ortaya çıkan kar olup, vergi ve yasal yükümlülüklerden önceki karı ifade eder.
2. **Ödenecek Vergi ve Yasal Yükümlülükler:** Dönem karı üzerinden hesaplanacak olan kurumlar vergisini ifade eder. Burada yer alan yasal yükümlülükler, dönem karı üzerinden değil, vergi kanunları uyarınca tespit olunan mali kar üzerinden hesaplanmaktadır.
3. **Geçmiş Dönem Zararları:** Geçmiş dönemlere ait birikmiş ticari zararlardır.
4. **I. Tertip Yasal Yedek Akçe:** Dönem karının şirket içinde tutulan kısmı yedek akçe adını alır. Yedek akçeler çeşitli amaçlarla şirketin safi karından ayrılmış ve ortaklara dağıtılmamış karlardır. Kanuni yedek akçe, YTTK'nun 519. maddesinde düzenlenmiştir. İlgili maddede yıllık karın % 5'i ödenmiş sermayenin % 20'sine ulaşınca kadar yasal yedek akçe ayırımının yapılması gerektiği belirtilmiştir⁴².
5. **Şirkette Bırakılması ve Tasarrufu Zorunlu Olan Fonlar:** Bu fonlar, dönem karından şirkette alıkonulacak ihtiyat ve karşılıklar ile finansman fonu, iştirak hisseleri ve gayrimenkul maliyet artış fonu ve yenileme fonu gibi şirketin mali yapısını güçlendirmek amacıyla oluşturulan fonlardır.
6. **Ortaklara I. Temettü:** YTTK'nun 509. md. 2. fıkrasına göre, "*kar payı ancak dönem karından ve serbest yedek akçelerden dağıtılabilir*" denilerek, bunun şirket sözleşmesinde görülüp görülmemesini veya dağıtılıp dağıtılmamasını şirket genel kurulunun kararına bırakılmıştır⁴³. Ancak SPK'na tabi şirketlerde dağıtılacak I. temettü, ara dönem karından kanunlara

⁴² Çabuk ve Lazol, a.g.e., s. 64; 6102 Sayılı, 13/1/2011 Tarihli, Yeni Türk Ticaret Kanunu, Madde: 519.

⁴³ 6102 Sayılı, 13/1/2011 Tarihli, Yeni Türk Ticaret Kanunu, Madde: 509.

ve esas sözleşmeye göre ayrılması gereken yedek akçeler ile vergi, fon ve mali karşılıklar ve varsa geçmiş yıl zararlarının tamamı düşüldükten sonra kalan kısmın yarısını geçemez. Ayrıca SPK'na göre temettü ödemesi için şirketin 3, 6, 9 aylık ara dönem finansal tablolarında kar edilmiş olması gerekmektedir⁴⁴.

7. **Personele Temettü:** YTTK'nun 523. md. 3'nolu bendinde şirketlerin esas sözleşmede bulunmasa bile genel kurul kararıyla şirketin işçileri, yardım sandıkları ve diğer yardım örgütlerinin kurulması ve bunların sürdürülebilmesi için kar payı ödenebileceğine değinilmiştir⁴⁵.
8. **Yönetim Kuruluna Temettü:** YTTK'nun 511 md. göre yönetim kurulu üyelerine kazanç payları, sadece net kardan ve ancak kanuni yedek akçe için belirli ayırım yapıldıktan ve pay sahiplerine ödenmiş sermayenin % 5 oranında veya esas sözleşmede öngörülen daha yüksek bir oranda kar payı dağıtıldıktan sonra verilebilir⁴⁶.
9. **Ortaklara II. Temettü:** Genel kurul kararı ile ortaklara dağıtılması kararlaştırılan ikinci kar payıdır. Birinci temettü dağıtılması zorunlu temel kar payını göstermekte iken, ikinci temettünün dağıtılması kanun ve esas sözleşme hükümlerine ve özellikle genel kurul kararına bağlıdır⁴⁷.
10. **II. Tertip Yasal Yedek Akçe:** YTTK 519. maddesi uyarınca; ortaklara % 5 oranında birinci temettü ayrıldıktan sonra kalan karın, pay sahipleri ile kara iştirak eden diğer kimselere dağıtılması kararlaştırılmışsa, dağıtılması kararlaştırılan kısmın % 10 oranında ikinci tertip yasal yedek akçe ayrılması gereklidir. Buna göre, % 5 oranındaki I. temettü, II. tertip yedek akçenin matrahına girmemektedir⁴⁸.

⁴⁴ 6362 Sayılı, 06/12/2012 Tarihli, Yeni Sermaye Piyasası Kanunu, Madde: 20; Akbulak, Y. (2012), 17 Ağustos 2012 Tarihli Dünya Gazetesi, s. 12.

⁴⁵ 6102 Sayılı, 13/1/2011 Tarihli, Yeni Türk Ticaret Kanunu, Madde: 523.

⁴⁶ 6102 Sayılı, 13/1/2011 Tarihli, Yeni Türk Ticaret Kanunu, Madde: 511.

⁴⁷ Çabuk ve Lazol, a.g.e., s. 64; 6102 Sayılı, 13/1/2011 Tarihli, Yeni Türk Ticaret Kanunu, Madde: 511.

⁴⁸ 6102 Sayılı, 13/1/2011 Tarihli, Yeni Türk Ticaret Kanunu, Madde: 519.

11. **Statü Yedekleri:** Esas sözleşmeye göre ayrılması gereken yedek akçeleri kapsamına alır. Şirketler dağıtılabılır karın tamamını kar payı sahiplerine dağıtılabileceği gibi bunun bir kısmını da işletmede bırakabilirler. İşte bu çerçevede yasal yedekler dışında genel kurul kararı ile işletmede bırakılan karlar, statü ve ihtiyari yedek akçeler olarak nitelendirilir.
12. **Olağanüstü Yedekler:** Olağanüstü durumlarda kullanılmak üzere ayrılan yedek akçeleri veya geçmiş dönemlerle ilgili olan ve dağıtımı yapılmayarak şirkette bırakılan karları ifade eder.
13. **Diğer Yedekler:** Genel kurul kararı ile kardan ayrılan ve daha önceki başlıklarda yer alan yedekler dışında kalan yedek akçeler bu başlıkta gösterilir.
14. **Özel Fonlar:** Çeşitli mevzuat hükümleri gereğince kardan ayrılarak işletmede bırakılması zorunlu olan fonlarla, özel amaçlar için ayrılan diğer fonları ifade eder⁴⁹.

1.4.1.1.2. Yedeklerin Dağıtımı

1. **Dağıtılan Yedekler:** Dağıtılmasına karar verilen yedekler ve geçmiş yıl karları tablonun bu bölümünde yer alır.
2. **II. Tertip Yasal Yedekler:** YTTK'nun 519 md. 2. fıkrasının c bendine göre pay sahiplerine % 5 oranındaki kar payı ödendikten sonra, kardan pay alacak kişilere dağıtılacak tutarın % 10'u yasal yedek akçe olarak ayrılır⁵⁰.

⁴⁹ Türko, M. (1999), *Finansal Yönetim*, 1. Baskı, Alfa Yayınları, s. 8-10; 6102 Sayılı, 13/1/2011 Tarihli, Yeni Türk Ticaret Kanunu, İstanbul, Madde: 519.

⁵⁰ 6102 Sayılı, 13/1/2011 Tarihli, Yeni Türk Ticaret Kanunu, Madde: 519.

3. **Ortaklara Pay:** Genel kurul kararı ile dağıtılan yedek ve dağıtılmamış karlardan ortaklara ödenecek kısmı ifade eder.
4. **Personele Pay:** Dağıtılan yedek ve dağıtılmamış karlardan genel kurul kararıyla personele ödenecek kısmı ifade eder.
5. **Yönetim Kuruluna Pay:** Genel kurul kararı ile dağıtılan yedek veya dağıtılmamış karlardan yönetim kuruluna ödenecek kısmı ifade eder⁵¹.

1.4.1.1.3. Hisse Başına Kar

Dağıtım konusu kardan hisse başına düşen pay bu satırda yer alır. Pay sahiplerine henüz dağıtım yapılmayan, ancak kar dağıtım kapasitesini göstermek bakımında önemlidir. Şu formülle hesaplanır:

$$\text{Hisse Başına Kar} = \frac{\text{Dağıtılabılır Kar}}{\text{Hisse Senedi Sayısı}}$$

1.4.1.1.4. Hisse Başına Kar Payı

Hisse sahiplerine dağıtılmasına karar verilen toplam kar payından hisse sahiplerine düşen kısmını ifade eder. Buradaki amaç, hisse başına kar dağıtım potansiyelini değil, hisse başına fiilen dağıtım yapılan kar payını belirlemektir. Hisse

⁵¹ Armağan, S. (2007), *Kar Dağıtım Politikalarının Bireysel Yatırımcı Kararları Üzerine Etkileri ve Bir Uygulama*, Süleyman Demirel Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, Isparta, s. 26-28.; 6102 Sayılı, 13/1/2011 Tarihli, Yeni Türk Ticaret Kanunu, Madde: 394.

başına kar payı hesaplaması yapılırken, ortaklara fiilen dağıtılmış olan kar payı toplamı, hisse adedine bölünür.

$$\text{Hisse Başına Kar Payı} = \frac{\text{Dağıtılan Kar Payı}}{\text{Hisse Senedi Sayısı}}$$

1.4.2. Anonim Şirketlerde Kar Dağıtımı

Dönem karlarının bir bölümünü devlet; kurumlar vergisi, gelir vergisi ve çeşitli vergi ve fonlar adı altında alır. Geriye kalan kar ise şirket bünyesinde dağıtılmayan karlar olarak yedek akçe ve fonlar adı altında tutulur. Bütün bunların dışında kalan pay ise, şirket ortaklarına kar payı olarak dağıtılır. Bu işlemler, yukarıda detayları gösterilen kar dağıtım tablosuna göre düzenlenir. Kar dağıtım tablosu, zorunlu olmadığı halde ödenecek vergi ve fonların, ayrılan yedek akçelerin ve ortaklara verilecek olan kar payının gösterilmesi nedeniyle, özellikle sermaye şirketleri açısından önem arz ettiğinden düzenlenmektedir⁵².

Kar dağıtımında önemli konulardan birisi de, kar dağıtımında uygulanacak olan vergi yükümlülükleri, kar dağıtımına etki eden hukuk kuralları ve bunlara dair kısıtlamalardır. Çünkü tabi olduğu özellikler bakımından her şirketin kar dağıtımında uygulaması gereken farklı yaptırımlar bulunmaktadır. Örneğin, bir sermaye şirketinin kar dağıtımında uygulaması gereken kurallar ile bir şahıs şirketin uygulaması gereken kurallar farklıdır. Çünkü bunlar farklı kanun hükümlerine tabidir. Tüzel kişiliği olan anonim şirketler kurumlar vergisi öderken, şahıs şirketlerinin ortakları gelir vergisi kapsamında değerlendirilir ve buna göre vergi öderler⁵³.

Halka açık olan şirketler YTTK hükümleri saklı kalmakla beraber SPK hükümlerine tabidirler. Halka kapalı olan şirketler ise YTTK hükümlerine tabidirler. Bu

⁵² Çabuk ve Lazol, a.g.e., s. 64.

⁵³ Armağan, a.g.e., s. 26-28.

nedenle, halka açık anonim şirketler ile halka kapalı anonim şirketlerin kar dağıtımı ile ilgili mevzuatın karşılaştırılması bir ön bilgi olarak verilecektir.

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

YTTK'na Tabi Anonim Şirketlerde Kar Dağıtımı	SPK'na Tabi Anonim Şirketlerde Kar Dağıtımı
Kar payı ancak net dönem karından ve serbest yedek akçelerden dağıtılabilir. Kar payı avansı, Sermaye Piyasası Kanununa tabi olmayan şirketlerde, Gümrük ve Ticaret Bakanlığı'nın tebliği ile düzenlenir.	Halka açık anonim şirketlerde dağıtılabilir kar, hesap dönemi karından kanunlar çerçevesinde ayrılan yedek akçeler ile vergi, fon ve mali ödemeler ve geçmiş yıl zararları çıkarıldıktan sonra elde edilmektedir.
Anonim şirketlerde bilanço karının dağıtımı konusunda YTTK bazı esaslar belirlemiştir. YTTK'nun 509. maddesinde kar payının dönem karı ve geçmiş yıl yedek akçelerinden yapılacağını belirtmiştir. Ayrıca 511. maddede yönetim kurulu üyelerine verilecek olan kar payının yasal yükümlükler karşılandıktan sonra ödenmiş sermayenin %5 oranında ya da genel kurul tarafından belirlenen daha yüksek oranda yapılabileceğini öngörmüştür. Ayrıca YTTK'nun 519. maddesine göre yıllık karın % 5'ine	SPK birinci kar payının dağıtımı ile ilgili olarak iki farklı seçenek sunmaktadır. İlk seçeneğe göre, hisse senetleri borsada işlem görmeyen anonim şirketler için birinci kar payının nakden dağıtılması zorunluluğu söz konusudur. Fakat Seri IV No 9. sayılı ihraççıların Muafiyet Şartlarına ve Kurul Kaydından Çıkarılmalarına ilişkin Esaslar Tebliği'nde bulunan bağımsız denetim muafiyetinden yararlanmayan ortaklıkların birinci kar payını nakden, hisse senedi veya her iki biçimde de ödemeleri söz konusu olmaktadır.

ödenmiş sermayenin % 20'sine ulaşınca dek yasal yedek akçe ayrılması zorunludur.	İkinci seçeneğe göre, hisse senetleri borsada alınıp satılan anonim şirketler, genel kurullarının kararları çerçevesinde birinci kar payını, “tamamen nakden dağıtma, tamamen hisse senedi olarak dağıtma, belli oranda nakit belli oranda hisse senedi olarak dağıtarak kalanını ortaklık bünyesinde bırakma ve nakit ya da hisse senedi olarak dağıtmadan ortaklık bünyesinde bırakma” seçeneklerine sahiptirler.
Her iki şirket türünde de kar dağıtımında söz edebilmek için bilançoda kar olması gerekir.	Halka açık anonim ortaklıklar, sermaye piyasası mevzuatına uygun olarak düzenlenmiş ve bağımsız denetimden geçmiş üçer aylık ara dönemler itibariyle hazırladıkları mali tablolarında yer alan karlarından, kanunlara ve esas sözleşmeye göre ayırmak zorunda oldukları yedek akçeler ile vergi karşılıkları düşüldükten sonra kalan kısmın yarısını geçmemesi, ana sözleşmelerinde hüküm bulunması ve genel kurul kararıyla ilgili yıla sınırlı olmak üzere yönetim kuruluna yetki verilmesi koşullarıyla kar payı avansı dağıtabilirler.

Kaynak: (Kaplanoğlu, 2005: 87; YTTK; SPK.)

Tabi oldukları kanunlar bakımından halka açık olan şirketler ile halka açık olmayan şirketler birbirinden farklı uygulamalar içermektedir. Bu nedenle her iki şirket türündeki kar dağıtımını ayrı değerlendirmek yerinde olacaktır.

1.4.2.1. TTK'ya Tabi Anonim Şirketlerde Kar Dağıtımı

YTTK'nun 509/2'e göre kar payı ancak dönem karından ve serbest yedek akçelerden dağıtılabılır hükmü getirilmiştir. Yine YTTK'nun 511/ 1 maddesine göre, *“Yönetim kurulu üyelerine kazanç payları, sadece net kardan ve ancak kanuni yedek akçe için belirli ayırım yapıldıktan ve pay sahiplerine ödenmiş sermayenin yüzde beşi oranında veya esas sözleşmede öngörülen daha yüksek bir oranda kar payı dağıtıldıktan sonra verilebilir”*⁵⁴. Bu maddeye göre TTK'da ödenecek asgari kar payı oranını belirlemiş, şirketin daha fazla kar payı dağıtılıp dağıtılmayacağı konusunda genel kurulu serbest bırakmıştır.

ETTK ve YTTK şirketin finansal yapısını güçlendirmek, belirli oranlarda kar payı dağıtımını yaparak ortakları korumak yönünde bir takım kararlar içerir. Bu amaçla YTTK'da finansal olanaklar yaratabilmek için dönem karının üzerinden yasal ve ihtiyari yedek akçelerin ayrılması mümkün kılınmış ve yedek akçelerle ilgili düzenlemeler kanunun ilgili maddelerinde yer almıştır. Gerek eski gerekse yeni TTK'na göre yıllık karın % 5'i ödenmiş sermayenin % 20'sine ulaşınca kadar yasal yedek akçe ayırımının yapılması gerektiği belirtilmiştir^{55,56}.

⁵⁴ 6102 Sayılı, 13/1/2011 Tarihli, Yeni Türk Ticaret Kanunu, Madde: 509- 511.

⁵⁵ İMKB. (2003), *Sermaye Piyasası ve Borsa Temel Bilgiler Kılavuzu*, İMKB Yayınları, İstanbul, s. 93; 6102 Sayılı, 13/1/2011 Tarihli, Yeni Türk Ticaret Kanunu, Madde: 519.

⁵⁶ Bu kapsamda TTK' ya tabi şirketlerin kar dağıtım tablosu Ek- 2 deki gibi düzenlenir.

1.4.2.2. SPK'ya Tabi Şirketlerde Kar Dağıtımı

SPK'ya tabi şirketler halka açık şirketler olup, bu şirketlerin ortak sayısı eski SPK'nun 11 maddesine göre 250'yi aşınca; yeni SPK'nun 16. maddesine göre ise 500 kişiyi aşınca halka arz olunmuş kabul edilir ve SPK hükümlerine tabi olurlar⁵⁷.

SPK'na göre “Halka açık ortaklıklar, karlarını genel kurulları tarafından belirlenecek kar dağıtım politikaları çerçevesinde ve ilgili mevzuat hükümlerine uygun olarak dağıtırlar. Şu kadar ki, Kurul halka açık ortaklıkların kar dağıtım konusunda ortaklık veya sektör bazında farklı esaslar belirleyebilir”⁵⁸. Bu hüküm ile kanun hem genel kurulun yetkilerini artırmış, hem de kar dağıtımında daha serbest bir yaklaşım benimsemiştir.

Ayrıca eski SPK'dan farklı olarak yeni SPK ilgili maddelerde halka açık kabul edilen şirketlerin bağış yapabilmesi hususunu düzenlemiştir. Yeni SPK da “Halka açık ortaklıklar tarafından bağış yapılabilmesi veya pay sahibi dışındaki kişilere kardan pay dağıtılabilmesi için esas sözleşmede hüküm bulunması şarttır. Yapılacak bağışın sınırı halka açık ortaklık genel kurulunca belirlenir. Kurul, bağış tutarına üst sınır getirmeye yetkilidir. Ortaklıkların ilgili mali yıl içinde yapmış olduğu bağışlar, dağıtılabilir kar matrahına eklenir”^{59, 60} denilerek halka açık şirketlerin bağış kararlarına sınırlama getirilmiştir.

⁵⁷ 2499 Sayılı, 28/07/1981 Tarihli, Eski Sermaye Piyasası Kanunu, Madde: 11; 6362 Sayılı, 06/12/2012 Tarihli, Yeni Sermaye Piyasası Kanunu, Madde: 16.

⁵⁸ 6362 Sayılı, 06/12/2012 Tarihli, Yeni Sermaye Piyasası Kanunu, Madde: 19.

⁵⁹ 6362 Sayılı, 06/12/2012 Tarihli, Yeni Sermaye Piyasası Kanunu, Madde: 19/5.

⁶⁰ SPK'ya tabi şirketlerde kar dağıtım tablosu Ek- 3'deki gibi düzenlenir.

1.4.3. Kar Payı Avansı

Kar payı avansı dağıtımı, işletmelerin dönem sonu karlarını dağıtmadan önce geçici vergi dönemlerinde ortaklarına önceden yaptıkları kar payı ödemesidir. Şirketler önceden yaptıkları kar payı ödemelerini dönem sonunda yapacakları kar payı ödemelerinden düşer ve kalan tutarı dönem sonunda kar payı olarak öder⁶¹.

Kar payı avansı politikasının benimsendiği şirketlerde, hesap dönemi bitmeden veya bitmiş olsa bile genel kurul tarafından kar dağıtım kararı alınmadan, ileride her paya karşılık düşecek kar payına mahsuben avans ödemesi yapılmaktadır⁶².

Eski SPK 15. maddesinde, *“Halka açık anonim ortaklıklar, sermaye piyasası mevzuatına uygun olarak düzenlenmiş ve bağımsız denetimden geçmiş üçer aylık ara dönemler itibariyle hazırladıkları mali tablolarında yer alan karlarından, kanunlara ve esas sözleşmeye göre ayırmak zorunda oldukları yedek akçeler ile vergi karşılıkları düşüldükten sonra kalan kısmın yarısını geçmemesi, ana sözleşmelerinde hüküm bulunması ve genel kurul kararıyla ilgili yıla sınırlı olmak üzere yönetim kuruluna yetki verilmesi koşullarıyla temettü avansı dağıtabilirler. Her ara dönemde verilecek temettü avansı bir önceki yıla ait bilanço karının yarısını aşamaz⁶³”* hükmü ile kar payı avansı dağıtmak isteyen ortaklıkların esas sözleşmelerinde hüküm bulunması ve genel kurul kararıyla ilgili yıla sınırlı olmak üzere yönetim kuruluna yetki vermeleri zorunlu hale getirilmiştir.

Ancak Yeni Sermaye Piyasası Kanunu 20. maddesinde, *“Bir hesap döneminde verilecek toplam kar payı avansı bir önceki yıla ait dönem karının yarısını aşamaz. Önceki dönemde ödenen kar payı avansları mahsup edilmeden ilave kar payı avansı verilmesine ve kar payı dağıtılmasına karar verilemez. Kusurlarına ve durumun gereklerine göre zararlar şahsen kendilerine yükletilebildiği ölçüde yönetim kurulu üyeleri ve hazırladıkları raporlarla sınırlı olarak bağımsız denetimi yapanlar, ara*

⁶¹ <http://muhasibeturk.org>; www.turmob.gov.tr; Erişim Tarihi: 19.02.2012.

⁶² Kaplanoğlu, E. (2005), *Temettü Politikası Teorileri ve İMKB’de Ampirik Bir Çalışma*, Pamukkale Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, Denizli, s. 70-71.

⁶³ 2499 Sayılı, 28/07/1981 Tarihli, Eski Sermaye Piyasası Kanunu, Madde: 15.

dönem finansal tablolarının gerçeği dürüst bir şekilde yansıtmamasından veya mevzuat ile muhasebe ilke ve kurallarına uygun olarak düzenlenmemiş olması nedeniyle dağıtılan kar payı avansının doğru olmamasından doğan zararlar için ortaklara, pay sahiplerine, ortaklık alacaklılarına ve ayrıca doğrudan doğruya olmak üzere kar payı avansının kararlaştırıldığı veya ödendiği hesap dönemi içinde pay iktisap etmiş bulunan kişilere karşı sorumludurlar. Hukuki sorumluluk doğuran hallerin varlığı halinde, pay sahipleri ve yönetim kurulu üyeleri tarafından kararın ilanından itibaren otuz gün içinde, 18 inci maddenin altıncı fıkrasına göre iptal davası açılabilir”⁶⁴ hükmü ile kar payı avansı dağıtımında yeni düzenlemeye gidilmiştir.

Kar payı avansı dağıtacak olan ve payları Borsa'da işlem gören ortaklıkların ayrıntılı ara finansal tablolarını, Seri: IV, No: 27 sayılı Tebliğin ekinde yer alan kar payı avansı dağıtım tablosunu ve bağımsız sınırlı veya özel denetleme raporunu ilgili ara dönemi izleyen altı hafta içerisinde Kurul'a ve Borsa'ya göndermeleri ve Türkiye çapında yayımlanan herhangi bir gazetede ve merkezlerinin bulunduğu yerde çıkan en yüksek tirajlı iki mahalli gazeteden birinde ilan ettirmeleri zorunludur⁶⁵.

⁶⁴ 6362 Sayılı, 06/12/2012 Tarihli, Yeni Sermaye Piyasası Kanunu, Madde: 20.

⁶⁵ 13/11/2001 Tarihli, 24582 Sayılı Resmi Gazete, SPK'ya Tabi Halka Açık Anonim Ortaklıkların Temettü ve Temettü Avansı Dağıtımdan Uyacakları Esaslar Hakkında Tebliğ, Seri IV, No: 27, Madde: 12.

İKİNCİ BÖLÜM

KAR PAYI DAĞITIM POLİTİKASINI ETKİLEYEN UNSURLAR

Firmalar karlarını pay sahiplerine dağıtabileceği gibi, bir kısmını kendi bünyelerinde bırakabilir. Aynı zamanda ortaya çıkan kardan kanunlar tarafından belirlenen oranlarda yasal akçeler ayırırlar. Firmalar karın pay sahiplerine dağıtılıp dağıtılmayacağını, dağıtılacak ise karın ne kadarının dağıtılacağını belirlerken, bazı özellikleri dikkate alırlar. Bu özellikler şirketin borç ödeme gereği, likidite durumu, kredi sözleşmelerinde yer alan hükümler gibi firma ile ilgili özellikler olabileceği gibi yasal düzenlemeler de olabilir.

Firmaların kar dağıtım politikalarını etkileyen unsurlar iki kısımda incelenebilir. Birinci kısım firmaların kar dağıtım politikalarını etkileyen firma ile ilgi unsurlar, ikinci kısım ise firmaların kar dağıtım politikalarını etkileyen yasal düzenlemeler şeklinde ele alınabilir⁶⁶.

2.1. KAR PAYI DAĞITIM POLİTİKASINI ETKİLEYEN FİRMA İLE İLGİLİ FAKTÖRLER

Genel olarak kar dağıtımını etkileyen firma kaynaklı faktörler; kanun ve şirket sözleşmesinde yer alan hükümler, işletmenin likidite durumu, borç ödeme gereği, kredi sözleşmesinde yer alan hükümler, yeni yatırım planları, şirketin büyüme hızı, istikrarlı kar dağıtımı, yönetimin kontrol isteği, şirketin ortaklık yapısı, sermaye piyasasına başvurma imkanı ve vergi etkisi gibi başlıklar altında incelemektedir.

⁶⁶ Kaba, a.g.e., s. 53.

2.1.1. Kanun ve Şirket Sözleşmesinde Yer Alan Hükümler

Kanun ve şirket sözleşmesinde yer alan hükümler, kar payı dağıtımında genel kurulu sınırlandıran etmenler arasında yer alır. Genel kurul aldığı kararlarda öncelikli olarak kanun hükümlerini dikkate almak zorundadır⁶⁷. Daha sonra da şirket sözleşmesinde kaynaklanan hükümler yerine getirilmeye çalışılır.

Ülkemizde bu konuyla ilgili düzenlemeler, TTK, SPK ve Sermaye Piyasası Kurulunun ilgili tebliğlerinde yer almaktadır. Yasalarla belirlenen ve şirket sözleşmelerinde yer alan hükümler çerçevesinde kar payı dağıtım kararları oluşturulmaktadır. Yasal düzenlemeler göz önüne alındığında kar payı dağıtım yönünden şirketler, halka açık anonim şirketler ve bunların dışında kalan şirketler olmak üzere iki gruba ayrılmaktadır. Kar dağıtımında, SPK hükümlerine tabi olan ve bu hükümlere göre gerekli düzenlemeleri yapan şirketler halka açık anonim şirketler olarak nitelendirilirken, vergi mevzuatı hükümleri yanında, sadece TTK hükümlerini göz önünde bulunduran şirketler ise halka açık anonim şirketler dışında kalan tüm şirketlerdir⁶⁸.

Kar dağıtımında uyulması gereken üç temel esas benimsenmiştir. Bu esaslar ETTK’ da yer almakta ancak, YTTK’ da aynen korunmaktadır. Bunlar⁶⁹;

1. **Net Kar İlkesi:** TTK’nun 509. maddesine göre “*Kar payı ancak net dönem karından ve serbest yedek akçelerden dağıtılabilir*” denilmiştir. Bu maddeye göre firmalar kar payı dağıtımını ya hesap dönemi sonunda elde ettiği kara göre ya da geçmiş yıllarda elde etmiş olduğu karlardan ayrılan yedek akçelere göre yaparlar⁷⁰.
2. **Esas Sermayenin Korunması İlkesi:** Yine TTK’nun 509. maddesi gereği şirket kar etmişse ya da serbest yedek akçeleri mevcutsa kar dağıtım

⁶⁷ Kızılot, Ş. (1987), “Anonim Şirketler Kar Dağıtım”, *Mali Sorulara Çözüm Dergisi*, 3. Sayı, s. 53.

⁶⁸ Karaca, a.g.e., s. 125.

⁶⁹ Akgüç, a.g.e., s. 783.

⁷⁰ 6102 Sayılı, 13/1/2011 Tarihli, Yeni Türk Ticaret Kanunu, Madde: 509.

yapabileceğinin, bunun haricinde esas sermayeden kar payı dağıtılmayacağını benimser. Bu madde, şirketin esas sermayesinin kar payı gibi dağıtılıp şirketin yok olmasını önlemeyi amaçlar. Bu sayede hem şirket hem de şirkete ortak olan yatırımcılar ve şirketle ilişkisi bulunan üçüncü şahıslar korunmuş olur⁷¹.

3. **Şirketin Borç Ödeme Gücüne Sahip Olması İlkesi:** TTK'nun 509. maddesi gereği şirketler, kar paylarını ancak net kar bulunması durumunda ve serbest yedek akçelerden dağıtılabileceğinden bahseder. Burada net kar kavramı vergi ve diğer yasal yükümlülüklerin karşılandıktan sonra kalan karı anlatmaktadır. Ayrıca TTK'nun 523 maddesine göre *“Kanuni ve esas sözleşmede öngörülen isteğe bağlı yedek akçeler ayrılmadıkça pay sahiplerine dağıtılacak kar payı belirlenemez”* denilerek şirketin kanunlardan ve esas sözleşmeden doğan borçlarını yerine getirmeden kar payı dağıtmasını engellemiştir⁷². Dolayısıyla TTK'nun 509 ve 523. maddeleri gereği şirketler, kar elde etmiş ve elde ettiği kar nedeniyle yükümlü bulunduğu kanuni ve esas sözleşme gereği ödenmesi gereken borçlarını ödemediği takdirde kar payı dağıtımını yapamazlar.

Anonim şirketler kar payı dağıtım politikasını belirlemek için şirket sözleşmesine çeşitli hükümler koyarlar. Ancak konulan bu hükümlerde dikkat edilmesi gereken husus, bunların kanunlarla çelişmemesi gerektiğidir. Dolayısıyla kanunlarla çelişmeyen konular şirket sözleşmelerinde yer alarak kar payı dağıtımına etki eder⁷³.

⁷¹ 6102 Sayılı, 13/1/2011 Tarihli, Yeni Türk Ticaret Kanunu, Madde: 509.

⁷² 6102 Sayılı, 13/1/2011 Tarihli, Yeni Türk Ticaret Kanunu, Madde: 509, 523.

⁷³ Arslanboğa, a.g.e., s. 29.

2.1.2. İşletmenin Likidite Durumu

Firmanın elde ettiği kar finansal bir kaynaktır ve dönem boyunca firma faaliyetlerinde kullanılmaktadır. Firmaların elde ettikleri karları nakit olarak tutmaları beklenmez. Bu durum geçmiş yıllar karları için olduğu kadar, içinde bulunulan yıl karları için de geçerlidir. Bu nedenle elinde nakit bulundurmeyen bir firmanın kar payı dağıtımına karar vermesi, firmayı finansal açıdan sıkıntıya sokacaktır⁷⁴.

İşletmelerin elde tutmuş olduğu kar, bir kaynak olarak firmanın faaliyetlerini yürütebilmesi için gerekli aktif değerlerin elde edilmesinde kullanılmış olabilir. Bu nedenle, bilançoda dönem karı olduğu halde firmanın nakit durumu kar dağıtımına elverişli olmayabilir⁷⁵.

Firmaların likit değeri firma karından tamamen bağımsızdır ve firma yüksek oranda karlıyken bile likidite sorunu yaşayabilir. Kar payı ödemeleri nakit çıkışı gerektiren bir işlem olduğundan, firmaların likidite durumu kar payı dağıtım kararlarını büyük ölçüde etkiler. Likiditesi yüksek olan firmalar, kar payı dağıtım kararı verirken fazla sıkıntı çekmeyecektir. Fakat aynı durum bir firmanın karının yüksek olması durumunda kar payı dağıtımını rahatlıkla yapabileceği anlamına gelmez. Çünkü firmanın karlılığı yüksek olabilir ancak, firma elinde likit tutmamış yeni yatırımlara yönelmiş olabilir. Bu durum firmada likit sıkıntısı oluşturur, dolayısıyla kar payı dağıtımında firmayı olumsuz etkileyebilir⁷⁶.

⁷⁴ Gönenli, A. (1988), *İşletmelerde Finansal Yönetim*, İstanbul Üniversitesi İşletme Fakültesi İşletme İktisadi Enstitüsü, 6. Baskı, İstanbul, s. 386.

⁷⁵ Yüksel, A. S. (1982), *Para Bulma ve Yatırım, İşletmelerinde Sermaye Yönetimi*, 1. Baskı, Ar Basım, İstanbul, s. 290.

⁷⁶ Yüksel, a.g.e., s. 290.

2.1.3. Borç Ödeme Gereği

Kar payı ödemeleri firmaların nakit sistemini bozabilir. Bu da firmanın faaliyetleri ya da borçları için nakit sıkıntısı yaşamasına neden olmaktadır. Özellikle borçların anapara ya da faizleriyle ilgili ödemeler, firmaların nakit dengesini bozar. Bu durum firmanın borçlarını ödeyebilmek için iki alternatifle karşı karşıya kalmasına neden olur. Bunların birincisi, firmanın yeni borçlar alarak eski borçları ödemesi, ikincisi ise, firmanın faaliyetlerinden doğan karlar sonucunda borçlarını ödemesidir⁷⁷. Şüphesiz ki bu alternatiflerden birincisi, firmayı yeni borç yükü altına soktuğundan tehlikelidir⁷⁸.

Büyük ve piyasada kendini kabul ettirmiş firmaların borçlanma yetenekleri daha fazla olacaktır. Borçlanma yeteneği fazla olan firmalar, kolaylıkla borç alabilme imkanlarına sahip olduklarından, kar payı dağıtımında daha esnek bir yapı kazanacaklardır. Bu firmalar için borçlanma tahvil ihracı ya da kredi kuruluşlarından alınan orta ve uzun vadeli borçlar şeklinde olabilir⁷⁹.

Bütün bunlar göz önüne alındığında firmaların borç ödeme yükümlülüğü kar dağıtım politikasına etki ederken, finansal açıdan güçlü olup olmamasına ve piyasadaki rekabet gücüne göre de değişiklik gösterir.

2.1.4. Kredi Sözleşmesinde Yer Alan Hükümler

Kredi sözleşmeleri genellikle kar payı dağıtımını sınırlandırıcı hükümler içerirler. Bu hükümleri kredi veren kuruluşlar firmanın borç ödeme yeteneğini koruması için talep ederler. Bu sayede firmaya vermiş oldukları kredinin geri dönme olasılığını

⁷⁷ Gönenli, (1988) a.g.e., s. 386.

⁷⁸ Akgüç, a.g.e., s. 785.

⁷⁹ Van Horne, J. C. ve Wachowicz, J. M. (2005), *Fundamentals of Financial Management*, 20. Baskı, Prentice Hall International, Harlow, s. 340.

yükseltirler. Kredi veren kuruluşlar bunu, kredi sözleşmesinde firmanın borçları bitinceye kadar hiç kar dağıtmaması ya da dağıtılan karların belirli bir tutarı geçmemesi şeklinde hükümler koyarak geri dönüşü kolaylaştırmak isterler. Bu tür sınırlandırılmalar doğal olarak firmanın kar payı dağıtım politikalarını etkiler. Bazen yöneticiler, kar payı dağıtmaktan kaçındıklarından kredi sözleşmesinde yer alan bu hükümleri hoş görürler ve bunu ortaklarına karşı ileri sürerler⁸⁰.

Özellikle orta vadede ve uzun vadede borç veren kuruluşlar, kredi sözleşmelerine borçların geri ödenebilme imkanını artırmak için aşağıdaki hükümlere benzer hükümler eklerler. Bunlar⁸¹;

- Kar payı ödemeleri cari yıl karlarından yapılır ve geçmiş yıllardaki dağıtılmayan karlardan kar payı ödemeleri yapılamaz.
- Net çalışma sermayesi belirli bir tutarın altına düştüğü takdirde firmanın kar payı ödemeleri yapılmaz.

Görüldüğü gibi firmanın borç alması, aldığı borçların vadesi ve kredi veren kuruluşun riski algılama düzeyi, kar payı dağıtımına etki etmektedir.

2.1.5. Yeni Yatırım Planları

Yeni yatırımlar yapmayı planlayan işletmeler, karlarının önemli bir bölümünü firma bünyesinde tutarak yatırımların finansmanında kullanmayı tercih edebilirler. Bu nedenle işletmelerin yeni yatırım planlarının olması kar dağıtım politikalarını etkilemektedir⁸².

⁸⁰ Van Horne ve Wachowicz, a.g.e., s. 491.

⁸¹ Weston, F. J. ve Brigham, E. F. (1987), *Essentials of Managerial Finance*, Dryden Pres, Holt, Rinehart and Winston, New York, s. 512.

⁸² Akgüç, a.g.e., s. 785.

Firmaların kar payı politikası, yatırım politikası ile yakından ilişkili olabilir. Yatırım politikası, kar payı politikasını etkileyebilir. Bunun sebebi, yeni yatırım planlayan firmaların yatırımlarının gerektirdiği finansman ihtiyacını karşılayabilmek amacıyla karların büyük bir bölümünü işletme bünyesinde tutmalarıdır. Özellikle borçlanma olanakları sınırlı olan firmalar için böyle bir finansman stratejisi zorunlu olabilir. Bu zorunluluk, sermaye piyasasına başvurma imkanına sahip büyük işletmelerde daha az ise de, bu imkanı bulunmayan küçük işletmelerde gözetilmesi gereken bir ilkedir⁸³.

Özellikle yüksek enflasyon, firmaların düşük oranlarda faizle borçlanmasını engeller. Bu da firmalara ciddi bir faiz borcu doğurur. Bu nedenden dolayı yüksek enflasyon ve dolayısıyla yüksek faiz uygulanan ekonomilerde, düşük faiz oranlarıyla kredi bulma imkanı olmayan firmalar için kar paylarını firma bünyesinde tutmak optimal kaynak oluşturmaktadır⁸⁴.

2.1.6. Şirketin Büyüme Hızı

Genel olarak büyüme hızı yüksek olan şirketlerde yatırımların finansmanında kullanılacak fon ihtiyacı fazladır. Bu daha çok gelişmekte olan firmalar açısından geçerlidir. Hızlı büyüme eğilimine girmiş şirketler, yeni yatırımlar için yüksek tutarlarda fon ihtiyacı hisseder. Bu durumda karları dağıtmayıp, büyük bir kısmını firma bünyesinde tutarlar. Ancak gelişmesini tamamlamış, pazardaki payını yeterince almış kısacası büyüme imkanı azalmış ya da kalmamış olan şirketlerin büyüme hızı da düşük olacaktır. Bu firmalar karlarının büyük kısmını dağıtma yoluna gideceklerdir⁸⁵. Zaten

⁸³ Gönenli, (1988) a.g.e., s. 389.

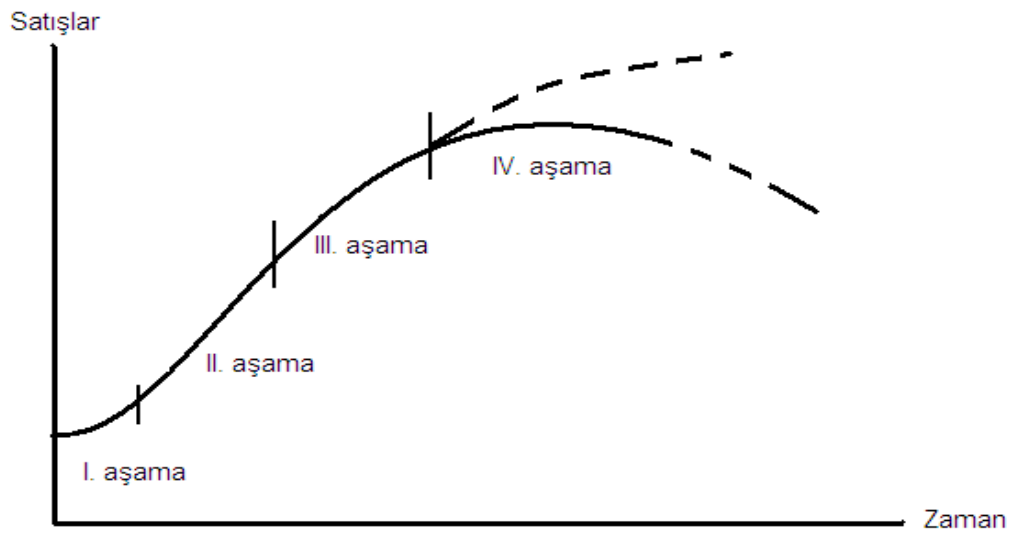
⁸⁴ Ünsal, N. (1998), *İşletmelerde Temettü Politikasının Firma Değeri Üzerine Etkisi ve Bir Uygulama*, Niğde Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, Niğde, s. 50.

⁸⁵ Lerner, E. ve Carleton, W. (1966), *A Theory of Financial Analysis*, Harbrace Series, New York, s. 120-121.; Bakır, P. (1985), *Finansal Yönetim*, Nihat Sayar Yayın ve Yardım Vakfı Yayını, İstanbul, s. 276-278.

büyümesini tamamlamış ve piyasada tanınmış olan firmaların daha kolay ve düşük faiz oranlarıyla kredi bulabilirler.

Büyüme ile kar payı dağıtma arasındaki ilişkiyi bir şekil yardımıyla açıklama yerinde olacaktır⁸⁶.

Şekil 2.1.: Firma Büyüme Aşamaları ile Kar Payı Dağıtımı Arasındaki İlişki



I. Aşama (Gelişme Aşaması): Bu safhada, firma küçük ve gelişme aşamasında olmasından dolayı yatırımlarını finanse etmek için fon ihtiyacı fazladır ve bu dönemde kar payı dağıtmak firmayı sıkıntıya sokabilir. Bu nedenle firma, kar payı dağıtmayıp bünyesinde tutar.

II. Aşama (Büyüme Aşaması): Bu safhada, firmanın satışları ve varlıklar üzerinden sağlanan karlar artarak büyüdüğünden firma, kar payını hisse senedi şeklinde ya da üçüncü aşamaya yakın olduğu dönemlerde az da olsa nakit yöntemiyle yapabilir.

⁸⁶ Stanley, B. B. ve Hirt, G. A. (1987), *Foundation of Financial Managemenet*, Irwin Inc. Homewood, Illinois, s. 574.

III. Aşama (Genişleme Aşaması): Bu safhada firma, büyümesini tamamlamış genişleme aşamasına girmiştir. Bu dönemde firmanın pazardaki tanınırlığı artmış, kredi bulma imkanları çoğalmış ve pazara yeni giren firmalar nedeniyle yatırım karlılığı azalmış olacaktır. Özellikle bu aşamada firma, fazla nakit kar payı ödeme gücüne sahiptir ve sektöre göre değişmekle beraber bu oran % 40'lara kadar çıkabilir.

IV. Aşama (Düşme Aşaması): Bu aşama firmaların olgunlaşma aşaması olarak da değerlendirilir. Bu dönemde firmalar yeterince yatırımda bulunduklarından farklılaşmaya gidecek yeni yatırım alternatifleri araştırmazlar. Firmaların kar payı ödemeleri sektöre göre değişiklik gösterir ve genel olarak % 40- 60 civarında seyreder. Bu aşamada kar payı dağıtım oranları yüksek tutulur. Farklılaşma ile gelir sağlayamayan firmalar, hisse senetlerine olan talebi artırarak hisse senedi fiyatlarını yükseltmeyi, böylece firmanın değerini maksimize etmeyi amaçlarlar.

2.1.7. İstikrarlı Kar Dağıtımı

Uygulamada firmalar çoğu istikrarlı kar payı dağıtmaya özen göstermektedir. Bu şekilde firmalar istikrarlı ve uzun vadede gittikçe artış yönünde olan bir kar payı dağıtım politikasını kabul etmektedirler. Ayrıca yatırımcılar, riski az olan veya risksiz yatırımlarda bulunmayı tercih ederler. İstikrarlı kar payının dağıtılması, riski minimize etmekte, bu da hisse senetlerine olan talebi arttırmaktadır⁸⁷.

İstikrarlı kar payı dağıtan firmalar iki hususu göz önünde bulundurmalıdır. Bunlardan ilki, firmanın cari yıl içinde net karında düşme olması durumunda bir önceki yıldan daha az kar payı dağıtmaması, ikincisi ise, net karın yüksek olduğu dönemlerde kar payı oranını çok yüksek tutmamaları gerektiğidir. Bunun sebebi, kar payının çok

⁸⁷ Kutukız, D. (1997), *Finansal Açıdan Anonim Şirketlerde Kar Payı Dağıtım Politikası ve Türkiye Uygulaması*, İnönü Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Yayınlanmamış Doktora Tezi, Malatya, s. 203- 204.

yüksek tutulduğu dönem sonrası firmanın, bir önceki yılın kar payının altına düşmemek için en az bir önceki yıl kadar kar payı dağıtması gereğidir. Böyle bir durumda firma bir önceki yıla göre karlılığının az olduğu dönemlerde istikrarlı kar payı dağıtımını nedeniyle ciddi finansal sıkıntılar yaşayabilir. Bunun için firmalar, yüksek olduğu dönemlerde karların büyük kısmını yedek akçe olarak ayırmalı, karların düşük olduğu dönemlerde ise bu yedek akçelerden kar payı ödemelerini yapmalıdırlar⁸⁸.

2.1.8. Yönetimin Kontrol İsteği

Özellikle aile işletmeleri ve halka kapalı olan şirketler, oto finansman yoluyla büyümeyi tercih ederler. Kontrolün elinde bulundurulması, firmanın hem gelecekteki karlarını hem de mülkiyet yapısını etkiler. Bu konuda tutucu davranan yönetimler, kar paylarını dağıtmayarak kendi kendini finanse etme yoluna giderler⁸⁹.

Alternatif finans kaynaklarının firmanın kontrol mekanizması üzerinde etkisi vardır. Firma yüksek kar payı ödemeleri yaparak ihtiyaç duyduğu fonu dışarıdan sağlarsa, ya yeni hisse senedi çıkarma işlemiyle bunu gerçekleştirir ya da borçlanma yoluna gider. Bu iki durumun da kendine göre sakıncaları vardır. İlk durumda hisse senedi ihraç edilerek firmadaki baskın grubun ortaklar üzerindeki etkisi azaltılır. İkinci durumda ise firma kontrolü kredi kuruluşuna kısmen de olsa verdiği için yönetimin kontroldeki etkinliği azalır⁹⁰. Bu durumun diğer bir sakıncası ise, eğer firmayı ele geçirme hissiyatı içerisinde olan ortaklar varsa bunlar, yönetimde söz sahibi oldukları zaman mevcut yönetimden daha çok kar payı dağıtacağı iddiasıyla diğer ortakları yanlarına çekebilirler. Bu durumda mevcut yönetim, söz hakkını kaybetmemek için ortaklara daha fazla kar payı ödeyerek diğer ortakların organize olmasını da engeller.

⁸⁸ Ünsal, a.g.e., s. 61.

⁸⁹ Akgüç, a.g.e., s. 786.

⁹⁰ Samuels, J. M., Wilkes, F. M. ve Brayshaw, R. E., (1995), *Management of Company Finance*, 6. Baskı, Chapman and Hall, London, s. 621.

Sonuç olarak yönetimde söz sahibi olabilmek için yapılan mücadeleler, kar payı dağıtımına etki etmektedir⁹¹.

2.1.9. Şirketin Ortaklık Yapısı

Anonim şirketlerde şirketin ortaklık yapısı kar dağıtımına etki eden etmenlerden biridir. Bu konuda özellikle halka açık olan ve olmayan anonim şirketler birbirinden ayrılmaktadır. Halka açık olan şirketler kar paylarını dağıtmayı tercih ederken, halka kapalı olan şirketler kar paylarını bünyelerinde tutmayı tercih ederler.

Halka açık olan anonim şirketlerde kar dağıtım oranı genellikle yüksektir. Çünkü bu şirketlerin ortaklık yapısı genelde küçük yatırımcılardan meydana gelmektedir ve bu yatırımcılar kar paylarını ek bir geçim kaynağı olarak görmektedir. Bu nedenle kar paylarının yatırımcıyı tatmin etmesi gerekir. Bu sebeple işletmeler yatırımcıların tercihlerine cevap verebilmek için yüksek kar payı dağıtım oranları belirlerler⁹². Ayrıca ESPK 15. maddesinde 1999 yılında yapılan değişikliğe göre, “*Halka açık anonim ortaklıkların esas sözleşmelerinde birinci temettü oranının gösterilmesi zorunludur. Bu oran, Kurul tarafından belirlenecek ve tebliğlerle ilan edilecek miktardan aşağı olamaz. Kurul, ihraççıların türleri ve dağıtılabilir kar tutarları itibariyle temettü dağıtım zorunluluğunu kaldırabilir veya erteleyebilir*”⁹³” denilerek karara bağlanmış bu sayede küçük yatırımcılar korunmuştur. Ancak YSPK’da küçük yatırımcıların kar payları konusunda korunmasına ilişkin belirgin maddeler olmayıp, kar payı dağıtım kararları genel kurul yetkisine bırakılmış ve 19. madde ile “*Halka açık ortaklıklar, karlarını genel kurulları tarafından belirlenecek kar dağıtım politikaları çerçevesinde ve ilgili mevzuat hükümlerine uygun olarak dağıtırlar. Kurul halka açık ortaklıkların kar dağıtım politikalarına ilişkin olarak, benzer nitelikteki ortaklıklar bazında farklı*

⁹¹ Van Horne, ve Wachowicz, a.g.e., s. 491.

⁹² Akgüç, a.g.e., s. 788.

⁹³ 2499 Sayılı, 28/07/1981 Tarihli, Eski Sermaye Piyasası Kanunu, Madde: 15.

*esaslar belirleyebilir*⁹⁴ ” hükmü ile hem ESPK’daki yatırımcıyı koruyan hükümleri kaldırmış, hem de genel kurul yetkilerini artırmıştır.

2.1.10. Sermaye Piyasasına Başvurma İmkânı

İşletmeler uzun vadeli fona ihtiyaç duyduklarında bunu sağlayabilecekleri en uygun yer sermaye piyasasıdır. Tanınmış büyük firmalar sermaye piyasasından kolaylıkla kredi bulurken, aynı durum küçük firmalar için geçerli değildir. Bu nedenden dolayı büyük firmalar, kar paylarının daha az bir kısmı firma bünyesinde tutmayı tercih ederler ve dolayısıyla yüksek kar payı ödemeleri yaparlar. Diğer taraftan küçük ölçekli firmaların borçlanma kabiliyeti az olduğundan kar paylarının büyük bir kısmını firma bünyesinde tutarak finansman ihtiyacını bu yolla karşılar⁹⁵. Büyük firmalar yukarıda anlatılan nedenden ötürü sermaye piyasasından borçlanarak finansman yolunu seçerler. Zaten bu firmaların uzun vadeli borçları diğer firmalara nazaran daha düşük faiz oranları ile alma imkanı vardır. Bu da büyük firmaların diğer firmalara göre düşük faiz oranları ile borçlanmalarına ve buradan da avantaj sağlamalarına imkan sağlar⁹⁶. Kısacası büyük ve tanınmış firmaların küçük ve yeni firmalara göre kar payları, borçlanma kabiliyetlerine bağlı olarak daha yüksek olacaktır.

2.1.11. Vergi Etkisi

Kar paylarının ödenmesi durumunda, hissedarların ek bir vergi yüküyle karşı karşıya kalmaları söz konusu olduğundan, firmaların kar dağıtım politikasını etkileyen

⁹⁴ 6362 Sayılı, 06/12/2012 Tarihli, Yeni Sermaye Piyasası Kanunu Madde: 19.

⁹⁵ Weston ve Brigham, (1987), a.g.e., s. 513.

⁹⁶ Akgüç, a.g.e., s. 786.

faktörlerden birisi de hissedarların vergi durumlarıdır⁹⁷. Firmaların dağıttıkları karlarla, firmada bıraktıkları karların farklı oranlarda vergilendirilmesi kar dağıtımını etkiler.

Bir ülkede uygulanmakta olan vergi oranları, sermaye kazançlarına uygulanan vergiler ve firmanın ortaklarının içinde bulundukları vergi dilimleri kar payı dağıtımına etki eder. Kar dağıtıldığı durumlarda, yüksek gelir dilimine giren ortak, yüksek gelir vergisi ödemek zorunda kalacaktır. Buna karşılık kar dağıtılmayarak bünyede bırakıldığı takdirde, artan yedek akçeleri hisse senetlerinin piyasa fiyatlarını, diğer şartlar aynı kalmak şartıyla yükseltecektir. Hissedar, piyasa değeri artmış hisse senedini sattığında hiç vergi ödemeyecek veya daha düşük bir oranda sermaye kazancı vergisi ödemekle yükümlü olacak ise, vergiden kaçınmak olanağını bulacağı için, kar payı dağıtılmaması yolunu tercih edebilecektir⁹⁸.

Firmalar karlarını dağıtmayıp bünyelerinde tuttuklarında daha az vergi oranı ile karşılaşırken, aynı kar payını ortaklara dağıtmaları durumunda daha yüksek vergi öderler. Ayrıca şirketin yüksek vergi oranlarına rağmen kar payını dağıtması vergi dilimini artıracığından, ortak bu durum karşısında kar payı ödemesi yapılmasını istemeyebilir⁹⁹.

2.2. KAR PAYI DAĞITIM POLİTİKASINI ETKİLEYEN YASAL FAKTÖRLER

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

⁹⁷ Hansen, R. S., Kumar, R. ve Shame, D. K., (1994), "Dividend Policy and Corporate Monitoring Evidence From The Regulated Electric Utulity Industry", *Journal of the Financial Management Association*, Vol: 23, Issue: 1, s. 17.

⁹⁸ Akgüç, a.g.e., s. 787.

⁹⁹ Arslanboğa, a.g.e., s. 34.

Anonim şirketler kar dağıtımını şirket ana sözleşmesi hükümlerine göre yaparlar. Bu nedenle şirket ana sözleşmesi hazırlanırken TTK ve SPK dikkate alınmalıdır. Halka açık olan anonim şirketlerde SPK hükümleri ve şirket ana sözleşmesi, halka kapalı olan anonim şirketlerde TTK hükümleri ve şirket ana sözleşmesi hükümleri dikkate alınır¹⁰⁰.

Kar dağıtımında TTK, SPK ve şirket ana sözleşmesi hükümlerinin yanı sıra dikkate alınması gereken bazı hükümler de vardır. Örneğin; dönem karının ve diğer yasal yükümlülüklerin tespitinde kurumlar vergisi kanunu dikkate alınırken kar payının vergilendirilmesinde gelir vergisi kanunları dikkate alınır. Kar payı ödemelerinde öncelik, en büyük tüzel ortak olan devlettir. Devlet kardan payını vergi yoluyla aldıktan sonra kalan pay diğer ortaklar arasında payları oranında taksim olunur.

Yukarıda anlatılanlar ışığında TTK ve SPK'ya göre kar dağıtımını daha detaylı incelemek yerinde olacaktır.

2.2.1. Yeni Türk Ticaret Kanununa Göre Kar Dağıtımı

İşletmelerin kar payı dağıtım politikası ve yatırım politikası, birbirlerini etkileyen ve tamamlayan bir takım finansal kararların alınmasını zorunlu kılan politikalardır. İşletmenin kar dağıtım politikasını uygularken özellikle halka açık anonim şirketlerde Yeni Türk Ticaret Kanunu (YTTK), Sermaye Piyasası Kanunu (SPK), Vergi Usul Kanunu (VUK), Kurumlar Vergisi Kanunu (KVK), Gelir Vergisi Kanunu (GVK) ve işletmenin ana sözleşmesinde yer alan bazı emredici hükümler gibi bir dizi yasal düzenlemelerin göz önünde tutulması gerekmektedir.

YTTK'nda; kar dağıtımıyla yetkilendirilmiş organ, kar dağıtımının ne zaman ne şekilde yapılacağı kim tarafından karar alınacağı, kar dağıtımına kimlerin tabi olacağı, ayrılması gereken yedek akçeler ve kar payı oranları gibi düzenlemeler mevcuttur. Buna

¹⁰⁰ Koçyalkın, a.g.e., s. 64.

göre halka kapalı anonim şirketlerde YTTK, kar dağıtımında kısıtlayıcı yasal unsuru oluşturur¹⁰¹.

YTTK'nun 507. maddesine göre her pay sahibi, kanun ve esas sözleşme hükümlerine göre, pay sahiplerine dağıtılması kararlaştırılmış "Net Dönem Karına" payları oranında katılma hakkına sahiptir¹⁰². ETTK'nun 455. maddesine karşılık olan bu düzenlemede yer alan ibare, "Safi Kazanç" ibaresi olmakla birlikte, kar payı tanımını yapan 470. maddede yer alan ibare ise "Safi Kar"dır. Safi kar, bilindiği gibi, şirketin tüzel kişiliği ile ilgili vergiler çıktıktan sonra kalan kısımdır¹⁰³.

YTTK'da ortaklara dağıtılacak kar payı ile ilgili kavram karmaşıklığına son verilerek, "Net Dönem Karı" ortaklara dağıtılabilecek kar olarak esas alınmıştır. Kaldı ki, Türkiye Muhasebe Standartlarına göre düzenlenen mali tablolarda vergi karşılığı ayrıldıktan sonra gösterilmek zorunda olunan "Net Dönem Karı" ile söz konusu yeni düzenleme birbiri ile uyumludur. Diğer taraftan YTTK'nun 508. maddesinde, "Yıllık Kar" bilançoya göre belirlenir, ifadesi kullanılmıştır. Bu düzenleme ile 507. madde de yer alan net dönem karı ifadesi birlikte değerlendirildiğinde, ortaklara dağıtılabilecek karın "Net Dönem Karı" olduğu, YTTK'nunda açık olarak ortaya konulmuştur. Yedek akçeler de bu tanımlamalar dikkate alınarak ayrılır¹⁰⁴.

Yedek akçelerin ayrılması iki şekilde yapılmaktadır. Bunlar, kanuni yedek akçeler ve şirketin isteği ile ayrılan ihtiyari yedek akçeler.

I. Kanuni Yedek Akçeler

Kanuni yedek akçeler, net dönem karından ayrılan, şirketin yıllık karından yedek akçeye konu olan miktarların varlığı ile başka bir işleme gerek kalmadan ayrılır. Bu yedek akçelerin ayrılması kurucu nitelikte değil, açıklayıcı nitelikte anlam taşır.¹⁰⁵

¹⁰¹ Engin, Y. (2006), *Kar Payı Dağıtım Politikası ve Anonim Şirketlerde Kar Payı Dağıtım*, Kocaeli Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, İzmit, s. 74.

¹⁰² 6102 Sayılı, 13/1/2011 Tarihli, Yeni Türk Ticaret Kanunu, Madde: 507.

¹⁰³ 6762 Sayılı, 29/06/1956 Tarihli Eski Türk Ticaret Kanunu Madde: 455, 470

¹⁰⁴ 6102 Sayılı, 13/1/2011 Tarihli, Yeni Türk Ticaret Kanunu, Madde: 507, 508.

¹⁰⁵ Tekinalp, Ü. (1979), *Anonim Ortaklığın Bilançosu ve Yedek Akçeleri*, 2. Baskı, İstanbul, s. 277.

Kanuni yedek akçelere ilişkin hükümler üçüncü kişilerin menfaatlerini ilgilendirdiği için ayrılımları ve kullanma koşulları şirketin takdirine bırakılmayıp, doğrudan doğruya emredici olarak düzenlenmiştir. Bundan dolayı kanuni yedek akçelerin esas sözleşme veya genel kurul kararı ile ortadan kaldırmaları veya sınırlandırılmaları olanaksızdır. Ancak kanunda belirtilen miktarları artıran esas sözleşme hükümleri geçerlidir¹⁰⁶.

1- Genel Kanuni Yedek Akçe

Yedek akçelerin ayrılması ile ilgili düzenleme aşağıdaki gibidir¹⁰⁷.

(1) Yıllık karın yüzde beşi, ödenmiş sermayenin yüzde yirmisine ulaşınca kadar genel kanuni yedek akçeye ayrılır.

(2) Birinci fıkradaki sınıra ulaşıldıktan sonra da;

a) Yeni payların çıkarılması dolayısıyla sağlanan primin, çıkarılma giderleri, itfa karşılıkları ve hayır amaçlı ödemeler için kullanılmamış bulunan kısmı,

b) Iskat sebebiyle iptal edilen pay senetlerinin bedeli için ödenmiş olan tutardan, bunların yerine verilecek yeni senetlerin çıkarılma giderlerinin düşülmesinden sonra kalan kısmı,

c) Pay sahiplerine yüzde beş oranında kar payı ödendikten sonra kardan pay alacak kişilere dağıtılacak toplam tutarın yüzde onu, genel kanuni yedek akçeye eklenir.

(3) Genel kanuni yedek akçe sermayenin veya çıkarılmış sermayenin yarısını aşmadığı takdirde, sadece zararların kapatılmasına, işlerin iyi gitmediği zamanlarda işletmeyi devam ettirmeye veya işsizliğin önüne geçmeye ve sonuçlarını hafifletmeye elverişli önlemler alınması için kullanılabilir.

(4) İkinci fıkranın (c) bendi ve üçüncü fıkra hükümleri, başlıca amacı başka işletmelere katılmaktan ibaret olan holding şirketler hakkında uygulanmaz.

¹⁰⁶ Tekinalp, a.g.e., s. 278.

¹⁰⁷ 6102 Sayılı, 13/1/2011 Tarihli, Yeni Türk Ticaret Kanunu, Madde: 519.

(5) Özel kanunlara tabi olan anonim şirketlerin yedek akçelerine ilişkin hükümler saklıdır.

Maddenin gerekçesinde, ETTK'nun ilgili 466. maddesinin ana unsurlarının korunduğu farklı yorumlara neden olan ifa yapısının değiştirildiği belirtilmektedir. Ancak ETTK'da I. tertip yedek akçenin ayrılacağı baz olarak safi kar esas alınırken, yeni düzenlemede yıllık kar ifadesine yer verilmiştir. Daha çok yedek akçe ayrılması hedeflenmiştir. Ayrıca yedek akçe ayırma üst sınırı olan % 50 oranının bazı da esas sermaye değil, çıkarılmış sermaye olarak değiştirilmiştir¹⁰⁸.

2- Şirketin İktisap Ettiği Kendi Pay Senetleri İçin Ayrılan Yedek Akçe ve Yeniden Değerleme Fonları¹⁰⁹

Şirketin kendi hisse senetlerine sahip olması şirketin kuruluş felsefesine çok uygun düşmese de YTTK 520. madde ile bunun şartları belirtilmiştir. Buna göre;

(1) Şirket, iktisap ettiği kendi payları için iktisap değerlerini karşılayan tutarda yedek akçe ayırır. Bu yedek akçeler, anılan paylar devredildikleri veya yok edildikleri takdirde iktisap değerlerini karşılayan tutarda çözülebilirler.

(2) Yeniden değerlendirme fonu ile ilgili mevzuat uyarınca pasifte yer alan diğer fonlar, sermayeye dönüştürüldükleri ve yeniden değerlendirilen aktifler amorti edildikleri veya devredildikleri takdirde çözülebilirler.

Öte yandan, iptal edilen hisse senetleri ile ilgili yedek akçenin ayrılmasında, YTTK'daki düzenleme eski düzenlemeden farklıdır. Bu farklılık; eski hükümde, iptal konusu olan hisse senetleri ile ilgili ödenmemiş kısmını, çıkarılan yeni hisse senedinin hasılatından düşükten sonra, kalan kısmın yedek akçeye ayrılması hüküm altına alınırken, yeni düzenlemede; iptal edilen hisse senetlerinin ödenmiş kısmından, yalnızca, yeni hisse senedinin ihraç giderleri düşüldükten sonra kalan kısmının yedek akçelere ayrılması öngörülmüştür. İkinci tertip yasal yedek akçenin ayrılmasında ise,

¹⁰⁸ 6102 Sayılı, 13/1/2011 Tarihli, Yeni Türk Ticaret Kanunu, Madde: 519 ve 6762 Sayılı, 29/06/1956 Tarihli Eski Türk Ticaret Kanunu Madde: 466.

¹⁰⁹ 6102 Sayılı, 13/1/2011 Tarihli, Yeni Türk Ticaret Kanunu, Madde: 520.

pay sahiplerine % 5 oranında I. temettü ayrıldıktan sonra, kardan pay alacak kişilere (ortaklar ve personel, işçiler vs.) dağıtılacak toplam tutarın, % 10'u ifadesi kullanılmıştır. ETTK'daki 1/10'u yerine, % 10 ifadesi kullanılarak, süregelen tartışmaya son verilmiştir¹¹⁰.

II- Şirketin İsteği İle Ayırdığı Yedek Akçeler

Esas sözleşmeye dayanılarak ayrılan yedek akçeler otofinansman ve bünyeyi kuvvetlendirmek maksadıyla oluşturulan yedek akçelerdir. Şirket bu yedek akçeleri ayırıp ayırmamakta tamamen serbest olmakla birlikte genel kurul kararı ile bu işlemi gerçekleştirebilir. Bu yedek akçeler YTTK'nun 521. maddesinde düzenlemiş ve "tahsis ve sarf tesbiti"nde genel kurulu tam yetkili kılmıştır¹¹¹.

1-İhtiyari Yedek Akçe Yerine Şirketin İsteği ile Ayırdığı Yedek Akçe: ETTK'nun 467. maddenin yeni hali şu şekildedir. Yedek akçeye yıllık karın yüzde beşinden fazla bir tutarın ayrılacağı ve yedek akçenin ödenmiş sermayenin yüzde yirmisini aşabileceği hakkında esas sözleşmeye hüküm konabilir. Esas sözleşme ile başka yedek akçe ayrılması da öngörülebilir ve bunların harcanma yolları ve şartları belirlenebilir¹¹².

2- Genel ve İşçiler Lehine Yardım Akçesi¹¹³: ETTK'nun 468. maddesi yeni haliyle güncellenerek devam etmektedir. 522. Maddeye göre;

(1) Esas sözleşmede şirketin yöneticileri, çalışanları ve işçileri için yardım kuruluşları kurulması veya bunların sürdürülebilmesi amacıyla veya bu amacı taşıyan kamu tüzel kişilerine verilmek üzere yedek akçe ayrılabilir.

(2) Yardım amacıyla yedek akçelerin ve diğer malların şirketten ayrılması suretiyle bir vakıf veya kooperatif kurulması zorunludur. Vakıf senedinde, vakıf mal varlığının şirkete karşı bir alacaktan ibaret olacağı da öngörülebilir.

¹¹⁰ www.elitdenetim.com/dosyalar/270, s. 3; Erişim Tarihi: 15.11.2013.

¹¹¹ Poroy, R., Tekinalp, Ü. ve Çamoğlu, E., (2000), *Ortaklıklar ve Kooperatif Hukuku*, 8. Baskı, İstanbul, s.754.

¹¹² www.elitdenetim.com/dosyalar/270, s. 4; Erişim Tarihi: 15.11.2013.

¹¹³ 6102 Sayılı, 13/1/2011 Tarihli, Yeni Türk Ticaret Kanunu, Madde: 522.

(3) Şirket bu amaçla yedek akçeden başka, yöneticilerden, çalışanlardan ve işçilerden aidat alınmışsa, iş ilişkisinin sonunda, vakıf senedine göre yapılan ayırmadan yararlanamadıkları takdirde çalışanlara ve işçilere hiç değilse ödedikleri tutarlar ödeme tarihinden itibaren kanuni faiziyle birlikte geri verilir.

3- Kar Payı ile Yedek Akçeler Arasında İlgî¹¹⁴

YTTK'nun 522. maddesine göre (Eski 469. Madde);

(1) Kanuni ve esas sözleşmede öngörülen isteğe bağlı yedek akçeler ayrılmadıkça pay sahiplerine dağıtılacak kar payı belirlenemez.

(2) Genel kurul;

a) Aktiflerin yeniden sağlanabilmesi için gerekliyse,

b) Bütün pay sahiplerinin menfaatleri dikkate alındığında, şirketin sürekli gelişimi ve olabildiğince kararlı kar payı dağıtımını yönünden haklı görülüyorsa, Kanunda ve esas sözleşmede öngörülenlerden başka yedek akçe ayrılmasına da karar verebilir.

(3) Esas sözleşmede hüküm bulunmasa bile, genel kurul, şirketin işçileri için yardım sandıkları ve diğer yardım örgütleri kurulması veya bunların sürdürülebilmesi amacıyla veya diğer yardım ve hayır amaçlarına hizmet etmek üzere, bilanço karından yedek akçe ayırabilir.

2.2.2. Sermaye Piyasası Kanununa Göre Kar Dağıtım

Aralık 2012'de yürürlüğe giren 6362 sayılı Sermaye Piyasası Kanununa göre kar payı ve bedelsiz pay dağıtımına ilişkin düzenlemeler aşağıdaki şekilde özetlenebilir¹¹⁵.

¹¹⁴ 6102 Sayılı, 13/1/2011 Tarihli, Yeni Türk Ticaret Kanunu, Madde: 522.

Halka açık ortaklıklar, karlarını genel kurullar tarafından belirlenecek kar dağıtım politikaları çerçevesinde ve ilgili mevzuat hükümlerine uygun olarak dağıtır. Kanunen ayrılması gereken yedek akçeler ve esas sözleşmede pay sahipleri için belirlenen kar payı ayrılmadıkça başka yedek akçe ayrılmasına, ertesi yıla kar aktarılmasına ve intifa senedi sahiplerine, yönetim kurulu üyelerine ve ortaklık çalışanlarına kardan pay dağıtılmasına karar verilir. Belirlenen kar payı ödenmedikçe bu kişilere kardan pay dağıtılamayacaktır. Halka açık ortaklıklarda kar payı, dağıtım tarihi itibarıyla mevcut payların tümüne, bunların ihraç ve iktisap tarihleri dikkate alınmaksızın eşit olarak dağıtılacaktır. Halka açık ortaklıklar ve kolektif yatırım kuruluşları ile bunların iştirak ve bağlı ortaklıkları; ilişkide bulundukları kişilerle emsallerine uygunluk, piyasa teamülleri, ticari hayatın basiret ve dürüstlük ilkelerine aykırı olarak farklı fiyat, ücret, bedel veya şartlar içeren anlaşmalar veya ticari uygulamalar yapamayacaktır.

Kazanç aktarımının tespiti halinde halka açık ortaklıklar, kolektif yatırım kuruluşları ile bunların iştirak ve bağlı ortaklıkları, kendilerine kazanç aktarımı yapılan taraflardan aktarılan tutarın kanuni faiziyle mal varlığı veya kar azaltılan ortaklığa veya kolektif yatırım kuruluşuna iadesini talep edecektir. Halka açık ortaklıklar, kendi paylarını, SPKu tarafından belirlenen şartlar çerçevesinde satın alabilecek ve rehin olarak kabul edebilecektir.

SPK'nun 19. ve 20. maddelerine göre;

Kar payı ve bedelsiz pay dağıtımı ile bağış yapılması¹¹⁶:

(1) Halka açık ortaklıklar, karlarını genel kurulları tarafından belirlenecek kar dağıtım politikaları çerçevesinde ve ilgili mevzuat hükümlerine uygun olarak dağıtırlar. Şu kadar ki, Kurul halka açık ortaklıkların kar dağıtımı konusunda ortaklık veya sektör bazında farklı esaslar belirleyebilir.

(2) Halka açık ortaklıklar tarafından bağış yapılabilmesi veya pay sahibi dışındaki kişilere kardan pay dağıtılabilmesi için esas sözleşmede hüküm bulunması şarttır.

¹¹⁵ <http://www.posta.com.tr/ekonomi/HaberDetay/SPK-da-son-dakika-surprizi.htm?ArticleID=151511>, Erişim Tarihi: 15.04.2013.

¹¹⁶ 6362 Sayılı, 06/12/2012 Tarihli, Yeni Sermaye Piyasası Kanunu, Madde: 19.

Yapılacak bağışın sınırı halka açık ortaklık genel kurulunca belirlenir. Kurul, bağış tutarına üst sınır getirmeye yetkilidir. Ortaklıkların yapacağı bağışlar, dağıtılabilir kar miktarını azaltamaz. 5411 sayılı Bankacılık Kanunu hükümleri saklıdır.

(3) Kanun hükmü ile ayrılması gereken yedek akçeler ve esas sözleşmede pay sahipleri için belirlenen kar payı ayrılmadıkça başka yedek akçe ayrılmasına, ertesi yıla kar aktarılmasına ve intifa senedi sahiplerine yönetim kurulu üyeleri ile ortaklık çalışanlarına kardan pay dağıtılmasına karar verilemeyeceği gibi, belirlenen kar payı ödenmedikçe bu kişilere kardan pay dağıtılamaz.

(4) Halka açık ortaklıkların, mevzuata uygun olarak hazırlanmış yıllık finansal tablolarında yer alan karları üzerinden ve varsa yaptıkları bağış tutarları indirilmeksizin hesaplanacak kar payı, dağıtım tarihi itibarıyla mevcut payların tümüne, bunların ihraç ve iktisap tarihleri dikkate alınmaksızın eşit olarak dağıtılır.

(5) Halka açık ortaklıkların sermaye artırımlarında, bedelsiz paylar artırım tarihindeki mevcut paylara dağıtılır.

Kar payı avansı¹¹⁷:

(1) Bir hesap döneminde verilecek toplam kar payı avansı bir önceki yıla ait dönem karının yarısını aşamaz. Önceki dönemde ödenen kar payı avansları mahsup edilmeden ilave kar payı avansı verilmesine ve kar payı dağıtılmasına karar verilemez.

(2) Yönetim kurulu üyeleri ve bağımsız denetimi yapanlar ara dönem finansal tablolarının gerçeği dürüst bir şekilde yansıtmamasından veya mevzuat ile muhasebe ilke ve kurallarına uygun olarak düzenlenmemiş olması nedeniyle dağıtılan kar payı avansının doğru olmamasından doğan zararlar için ortaklığa, pay sahiplerine, ortaklık alacaklılarına ve ayrıca doğrudan doğruya olmak üzere kar payı avansının kararlaştırıldığı veya ödendiği hesap dönemi içinde pay iktisap etmiş bulunan kişiler ile üçüncü kişilere karşı müteselsilen sorumludurlar. Hukukî sorumluluk doğuran hallerin

¹¹⁷ 6362 Sayılı, 06/12/2012 Tarihli, Yeni Sermaye Piyasası Kanunu, Madde: 20.

varlığı halinde, pay sahipleri ve yönetim kurulu üyeleri, Kurul tarafından kararın ilanından itibaren otuz gün içinde, bu Kanunun 18 inci maddesinin altıncı fıkrasındaki esaslar çerçevesinde iptal davası açılabilir.

(3) Bu maddenin uygulanmasına ilişkin usul ve esaslar Kurul tarafından düzenlenir.

2.2.3. Kar Payı Dağıtımında Vergi ve Diğer Yasal Yükümlülükler

Bilindiği gibi işletmenin bilançosunda hesaplanan kar, ticari kardan. Ancak vergi yasalarımız açısından verginin hesaplanıp ödenebilmesi için esas alınan kar mali kardan. Ticari kar; bilanço ve gelir tablosunda hesaplanan muhasebe ilkeleri ve TTK hükümlerine göre belirlenen kardan. Mali kar veya vergi karı ise; üzerinde vergi kesintisi yapılacak olan ve vergi kanunlarının ilgili hükümlerine uyularak saptanmış olan kardır¹¹⁸.

4842 Sayılı, 09/03/2003 Tarihli, Bazı Vergi Kanunlarında Değişiklik Yapılması Hakkındaki Kanun ile kar payının dağıtımı, beyanı ve vergilendirilmesi hususunda yapılan yeni düzenlemelere göre konuya ilişkin yaklaşımlar aşağıdaki gibidir¹¹⁹:

1- Gelir Vergisi Kanununun 94 üncü maddesinin birinci fıkrasının 6 numaralı bendinin b alt bendi uyarınca yapılacak tevkifat, kazancın istisna olup olmadığına bakılmaksızın kar dağıtımına bağlı hale getirilmiştir. Ancak GVK geçici 61'nci madde kapsamında yatırım indirimi istisnasından yararlanılması durumunda bu maddede belirtilen %19,8 oranında tevkifat yapılması gerekmektedir.

Geçici 61 inci madde kapsamında tevkifata tabi tutulan kazançların dağıtılması halinde bu kar payları üzerinden ayrıca tevkifat yapılmayacaktır.

¹¹⁸ Gücenme, Ü. (1996), *Muhasebe ve Envanter*, Marmara Kitabevi, Bursa, s. 468.

¹¹⁹ 4842 Sayılı Kanunla Yapılan Yeni Düzenlemelere Göre Kar Dağıtımı, Beyanı ve Vergilendirilmesi, http://www.alomaliye.com/veysi_yesilkaya_kar_dagitim.htm, Erişim Tarihi: 19.02.2013.

Gerçek kişilerce elde edilen kar paylarının, kurumlar vergisinden istisna kazançlardan kaynaklanması durumunda, elde edilen net kar payına, elde edilen kar payının 1/9'u eklendikten sonra, bulunan tutarın yarısı vergiye tabi gelir olarak dikkate alınır. Bu gelirlerle ilgili olarak beyanname verilmesi halinde, beyannameye intikal ettirilen gelirin 1/5'i beyanname üzerinden hesaplanan gelir vergisinden mahsup edilecektir.

2- 1998 ve öncesi hesap dönemlerine ait kurum kazançları, kurumlar vergisinden istisna kazançlar olup olmadığına bakılmaksızın gelir vergisinden muaf tutulmuştur.

3- 1999 yılına ilişkin olarak elde edilen kazançlara uygulanan yatırım indiriminin Danıştay İçtihatları Birleştirme Kurulunun E.2003/3, K.2003/3 sayılı kararı ile istisna kavramı içinde düşünülmesinin hukuken mümkün bulunmadığı yönünde karar verilmiş olması nedeniyle, 1999 yılı kazançları üzerinden indirim konusu yapılan, ancak yargı kararı uyarınca tevkifata tabi tutulmamış veya yapılan tevkifatları düzeltilmiş bulunan yatırım indirimi tutarına isabet eden kazançların kar dağıtımına tabi tutulması halinde, bu kazançlar üzerinden % 10 oranında tevkifat yapılacaktır. Bu nitelikte kar payı elde eden gerçek kişiler açısından ise, elde edilen brüt kar payının yarısı 12 milyarı aşması durumunda yıllık beyanname ile beyan edilecek ve kazancın dağıtımı sırasında yapılan %10'luk vergi kesintisi beyanname üzerinden hesaplanan gelir vergisinden mahsup edilecektir.

4- 4842 sayılı kanundan önce yürürlükte bulunan GVK'nun 94'üncü maddesinin 6 numaralı bendinin b alt bendi uyarınca yapılan tevkifat oranı halka açık anonim şirketlerde % 5, diğerlerinde % 15 olarak uygulanmakta iken; 4842 sayılı kanun ile farklı oran uygulamasına son verilmiş olup, bu oran; 15.05.2003 tarih ve 25109 sayılı Resmi Gazetede yayınlanan 2003/5590 193 Sayılı Gelir Vergisi Kanununun 94 üncü Maddesinde Yer Alan Tevkifat Nispetleri Hakkındaki 93/5148 Sayılı kararnamenin Eki Karar'da Değişiklik Yapılmasına İlişkin Karar uyarınca halka açık olsun olmasın tüm şirketler için % 10 olarak belirlenmiştir.

5- 4842 sayılı kanun ile 24.04.2003 tarihinden itibaren Vergi Alacağı başlığını taşıyan GVK'nun mükerrer 75'nci maddesi yürürlükten kaldırılmıştır. Ancak 4842

sayılı kanunla GVK'na eklenen geçici 62'inci madde ile kurumlar vergisinden istisna kazançlara ilişkin kar paylarının beyanında 1/9 oranında vergi alacağı, farklı bir uygulama ile yeniden getirilmiştir.

6- 4842 sayılı kanun öncesi elde edilen kar paylarının tamamı vergilendiriliyor iken; yeni uygulamada elde edilen kar payının yarısı vergiye esas gelir olarak dikkate alınacaktır. Gelir vergisinden istisna edilen kar payına isabet eden tevkifat tutarının da beyanname üzerinden hesaplanan vergiden mahsup edilecek olması diğer dikkate değer bir uygulamadır.

7- 4842 sayılı kanunla kurum kazançlarında fon payı uygulamasına son verildiğinden dolayı, dağıtılacak kar payları üzerinden yapılacak tevkifata bağlı olarak her hangi bir fon payı kesintisi yapılmayacaktır.

Avans Kar Payı Dağıtımı ve Yeni Kurumlar Vergisi Genel Tebliği ile ilgili olarak¹²⁰, daha önce 1 Seri Nolu Kurumlar Vergisi Kanunu Genel Tebliği'nde yapılan düzenlemenin Danıştay'ca yürürlüğünün durdurulması dolayısıyla Gelir İdaresi Başkanlığı internet sitesinde 6 Seri Nolu Genel Tebliğ taslağı tartışmaya açılmış ve 05/05/2012 Tarihli, 28283 Sayılı Resmi Gazetede yayımlanarak yürürlüğe girmiştir.

6 Seri Nolu Genel Tebliğe göre, "Kurumlar vergisi mükelleflerince avans kar payı dağıtımı yapılması halinde, dağıtılan kar payları üzerinden elde edenin hukuki niteliğine göre vergi kesintisi yapılacaktır. Kesilen vergiler, avans kar payı dağıtımının yapıldığı aya ait muhtasar beyanname ile beyan edilecektir.

Avans kar payı dağıtımında kurum ortakları açısından elde etme, kurumun yıllık safi kazancının kesinleşip, karın nakden veya hesaben dağıtıldığı, diğer bir ifadeyle avansın kar dağıtım kararı uyarınca dağıtılan kardan mahsup edildiği tarihte gerçekleşecektir. Şu kadar ki; bu süre, ilgili hesap dönemine ilişkin beyannamenin verildiği hesap döneminin sonunu geçemeyecektir.

¹²⁰ www.dunya.com/kurumlarda-avans-kar-payi-dagitimi-yeni-duzenleme, Erişim Tarihi: 19.02.2013.

Avans kar payı dağıtılması halinde, transfer fiyatlandırması yoluyla örtülü kazanç dağıtımı hükümleri uygulanmayacaktır. Ancak, hesap dönemi itibarıyla zarar doğması veya safi kazancın avans olarak dağıtımı yapılan kardan düşük çıkması halinde, transfer fiyatlandırması yoluyla örtülü kazanç dağıtımı hükümleri uygulanacaktır. Aynı husus, birden fazla takvim yılına yaygın inşaat ve onarım işlerinin bitiminde zarar doğması veya safi kazancın avans olarak dağıtımı yapılan kardan düşük olması halinde de geçerlidir. Bu nedenle Gelir Vergisi Kanunu'nda belirtilen esaslara göre, “Birden fazla takvim yılına yaygın inşaat ve onarım işleri ile uğraşan mükelleflerin, dağıtılabilecek avans kar payı tutarlarını, devam eden işlerin gerçekleşen maliyet ve hak edişleri arasındaki müspet farktan, kesinti suretiyle ödenen vergiler, varsa geçmiş yıl zararlarının tamamı ile kanunlara ve esas sözleşmeye göre ayrılmak zorunda olan yedek akçeler düşüldükten sonra kalan kısmın yarısı üzerinden hesaplamaları gerekmekte olup, bu hesaplanın yapılması için ayrıca bir bilanço düzenlemesine gerek bulunmamaktadır¹²¹”.

YTTK hükümleri uyarınca ortakların şirketten borçlanmaları imkanı ortadan kaldırıldığından yıl içinde avans kar payı dağıtımı daha da önemli hale gelmektedir. Her yıl genel kurulda kar dağıtımı yapılması da kaçınılmaz olabilecektir.

Ortakların, özellikle yıllara sari inşaat faaliyetini sürdüren şirketlerde geçimlerini sağlayabilmeleri bakımından kar dağıtımı gereklidir. Ancak, kar dağıtımı halinde yapılacak vergi kesintisinin yüksekliği engelleyici bir unsur olarak görülebilir. YTTK'nun ilk uygulama yıllarında kar payı üzerindeki vergi yükünün düşürülmesi yararlı olabilir.

Bu açıklamalar ışığında şirketlerin kar payı avansı dağıtabilmeleri için, şirket genel kurulunca kar payı avansı dağıtılmasına ilişkin karar alınması ve kar payı avansı dağıtılacak hesap döneminde hazırlanan üç, altı veya dokuz aylık ara dönem finansal tablolara göre kar edilmiş olması gereklidir^{122,123}

¹²¹ 28283 Sayılı Resmi Gazete, 05/05/2012 Tarihli, Kurumlar Vergisi Kanunu 6. No'lu Tebliğ.

¹²² Vergi Sirküleri, No: 2012/96, Konu: Kar Payı Avansı Dağıtımı Hakkında Tebliği, <http://www.verginet.net/dtt/11/Vergi-Sirkuleri-2012-97.aspx>, Erişim Tarihi: 19.02.2013.

ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

KAR PAYI DAĞITIM POLİTİKALARI İLE İLGİLİ TEORİK YAKLAŞIMLAR

Kar payı politikaları firmaların önemli finansman kararlarından biridir. Çünkü yaygın olan görüşe göre firmaların kar payı politikaları firmaların performansı hakkında bilgi verir. Kar payı politikaları firmaların bünyesinde bırakacakları ve ortaklara dağıtacakları kar miktarını gösterdiğinden, ortaklara fazla kar payı dağıtılması firmanın yatırımlarında finansman sıkıntısı yaşamasına neden olacaktır. Bu nedenle firmalar bu kararlarını piyasa da algılanma düzeyine göre doğru vermelidirler¹²⁴.

Kar payı dağıtımında birçok görüş bulunmakla beraber bunlardan iki tanesi oldukça önemlidir. Birinci yaklaşım Modigliani ve Miller (MM) ikilisi tarafından 1961 yılında yapılan bir çalışma ile ortaya atılmıştır. Literatürde “Kar Payı İlintisizliği” olarak adlandırılan bu yaklaşım, firmaların uygulamış oldukları kar payı politikalarının piyasa performansı üzerinde etkili olmadığını savunur¹²⁵. İkinci yaklaşımda ise, John Linther ve Myron Gordon (GL) tarafından ortaya atılan görüştür. Bu görüşe göre ise, birinci yaklaşımda anlatılanın aksine kar payı politikaları, firmanın piyasa değeri ve hisse senetlerinin fiyatları üzerinde etkili olduğunu savunan görüştür. Bu görüşe finans literatüründe “Eldeki Kuş Teorisi” de denilmektedir¹²⁶.

Belirli varsayımlar altında, yatırımcıların sahip oldukları hisse senetlerini uygun buldukları zamanda ve oranda sermaye piyasalarında satarak kendilerine kar payı benzeri nakit akışları yaratabileceklerini savunan MM, kar payı politikası ile sermaye

¹²³ Kar Payı Avansı Tutarının Hesaplanmasına İlişkin Tablo Ek- 4’ de yer almaktadır.

¹²⁴ Özenalp, S. (2000), *Kar Dağıtım Politikasının ve Kar Paylarının İstikrarlılığının İMKB’de İşlem Gören Seçilmiş Şirketler İçin Değerlendirilmesi*, Akdeniz Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, Antalya, s. 20.

¹²⁵ Miller, M. H. ve Modigliani, F. (1961), “Dividend Policy, Growth and The Valuation of Shares”, *The Journal of Business*, Vol: 34, s. 411- 433.

¹²⁶ Linther, J. (1956), “Distribution of Incomes of Corporations Among Dividends, Retained Earnings, and Taxes”, *American Economic Review*, Vol: 46, s. 97- 113.

maliyetinin ve firma değerinin bağımsız olduğunu öne sürmüşlerdir. Çünkü kar payı politikaları, firmaların beklenen nakit akışlarını ya da sermaye maliyetlerini etkilememektedir. Nitekim, bu görüşe göre firma yöneticilerinin sistematik bir kar payı politikası arayışı içerisinde olmaları gereksizdir. Dolayısıyla, MM'nin kar payı ilintisizliği önermesine göre kar payı kararları, yalnızca sermaye piyasalarına yeni bir bilgi aktardığı takdirde önemi bulunmaktadır¹²⁷.

Kar payı politikası teorisiyle ilgili yapılan çalışmalarda, “eldeki kuş” şeklinde de anılan yaklaşımdan yola çıkarak kar payının sermaye kazancına kıyasla üstün olduğunu, zira sermaye kazancı üzerindeki belirsizliğin kar payında bulunmadığını savunmuşlardır. Dolayısıyla, bu görüş sermaye piyasalarının kar paylarını dağıtılmayan karlara nazaran üstün gördüğünü ve yatırımcıların yüksek oranda kar payı dağıtan firmaların hisse senetlerini tercih ettiğini savunmaktadır. Nitekim, bu görüşe göre firmalar tarafından ortaklarına yüksek oranlarda kar payı dağıtılması, ortakların menfaatine bir durum ortaya çıkarmaktadır¹²⁸.

Vergileri dikkate alan bir diğer görüşe göre, sermaye kazançlarından alınan vergilerin kar payı kazançlarından alınan gelir vergilerinden düşük olduğu durumlarda, firmaların ortaklarının servetlerini artırabilmek için mümkün olan en düşük oranda kar payı dağıtmaları gerekmektedir¹²⁹. Diğer bir ifadeyle, kar payı üzerindeki vergilerin sermaye kazançları üzerindeki vergilerden yüksek olduğu durumlarda yatırımcıları, düşük kar payı ve yüksek sermaye kazancı sağlayan firmaları yüksek kar payı ve düşük sermaye kazancı sağlayan firmalara tercih edecektir¹³⁰.

¹²⁷ Miller ve Modigliani, a.g.e., s. 411- 433.

¹²⁸ Gordon, M. J. (1962), “The Savings Investment and Valuation of a Corporation”, *The Review of Economics and Statistics*, Vol: 44, Issue: 1, s. 37- 51.

¹²⁹ Litzenberger, R. ve Ramaswamy, K. (1979), “The Effect of Personal Taxes and Dividends on Asset Prices: Theory and Empirical Evidence”, *Journal of Financial Economics*, Vol: 7, s. 163- 195.

¹³⁰ Akyol, E. (2007), *Temsil Sorunu ve Temettü Politikası Arasındaki İlişkiyi Test Etmeye Yönelik Olarak Türkiye Üzerine Bir Araştırma*, İstanbul Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Yayınlanmamış Doktora Tezi, İstanbul, s. 55.

3.1. KAR PAYI İLİNTİSİZLİĞİ YAKLAŞIMI

Hisse senetlerinin piyasa değerinin kar payı dağıtım politikalarından bağımsız olduğunu 1961 yılında ortaya atan Modigliani ve Miller (MM), kar payı politikalarının ayrıntıdan başka bir anlam ifade etmediğini savunur. Firmanın elde etmiş olduğu karları dağıtıp dağıtmaması, hisse senedi sahipleri için belirleyici bir unsur olarak kabul edilmez. MM'e göre firmanın piyasa değerini etkileyen unsur, firmanın kazanç gücü, yani yatırım politikalarının hedefe ulaşabilmesidir¹³¹.

Bu teori özetle; bir firmanın kar payı politikasının ne firma değeri ne de sermaye maliyetini etkilemediğini savunur. Dolayısıyla optimal bir kar dağıtım politikası yoktur. MM'e göre firma değeri yalnızca firmaların aktiflerinde meydana gelen kara bağlıdır. MM, vergilerin, ihraç ve işlem maliyetlerinin olmadığı, finansal kaldıraç kullanmanın sermaye maliyetini etkilemediği, yatırımcıların ve yöneticilerin firma geleceği konusunda eşit bilgilere sahip olduğu gibi mükemmel piyasalarının varlığına dayanarak bir takım varsayımlarda bulunmuşlardır. Ancak bu varsayımlar, gerçek dünya ile bağdaşmayan ve karşılaşılamayacak varsayımlardır¹³². Söz konusu varsayımları şu şekilde özetlemek mümkündür¹³³;

- Yatırımcılar, hisse senetlerini piyasada herhangi bir işlem maliyetine katlanmadan alıp satabilme imkanına sahiptirler. İşlem ve komisyon ödemelerinin olmadığı kabul edilir.
- Firma ve ortakları açısından kurumlar vergisi ve gelir vergisi gibi vergiler yoktur.

¹³¹ Kutukız, a.g.e., s. 42.

¹³² Brigham, E. F. ve Gapenski, L. C. (1995), *Fundamentals of Financial Managemanet*, 7. Baskı, The Dreyden Pres, USA, s. 468.

¹³³ Miller ve Modigliani, a.g.e., s. 439- 345.; Akgüç, a.g.e., s. 858.; Okka, O. (2009), *Analitik Finansal Yönetim* (A5), 4. Baskı, Nobel Yayın Dağıtım, Ankara s. 545.; Duman, H. (2004), *Halka Açık Şirketlerde Kar Dağıtım Politikalarının Sermaye Yapısına Etkisi ve İMKB'de Bir Uygulama*, Selçuk Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, Konya, s. 72.

- Firmalar, yöneticiler ve hissedarlar piyasalardan bütün bilgilere diledikleri gibi ulaşabilme imkanına sahiptirler.
- Yatırımcılar ve hissedarlar sermaye maliyeti ve kar payı kazancı karşısında kayıtsızdırlar.
- Yönetim ve hissedarlar arasında herhangi bir çıkar çatışması yoktur ve finansal başarısızlık ya da iflas giderleri bulunmamaktadır.
- Firmalar, eş risk kümelerinde sınıflandırılmaktadır. Aynı risk kümesi içerisinde yer alan firmaların beklenen getiri oranlarının aynı olduğu ve bu oranın değişmeyeceği öngörülmektedir.
- Firmaların yatırım politikaları kar dağıtım politikalarından bağımsızdır.
- Sermaye piyasalarında tam rekabet koşulları geçerlidir ve yatırımcılar rasyonel davranmaktadırlar.

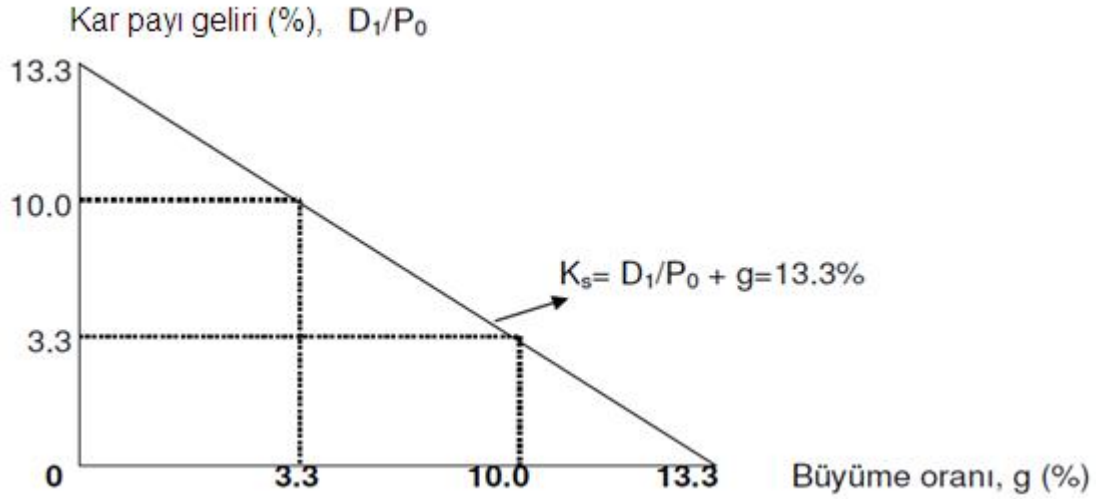
Yukarıdaki varsayımlar altında, yatırımcılar elde edecekleri gelirlerin kar payı kazancı veya sermaye kazancı olması konusunda kayıtsızdırlar. Zira yatırımcılar, istedikleri zaman istedikleri boyutta hisse senedini sermaye piyasalarında alıp satarak kendilerine nakit akışı sağlama imkanına sahiptirler¹³⁴.

Kar payı dağıtımının yatırımcılar açısından tarafsızlığını ispatlayan MM modeli, aşağıda şekilde açıklanmaktadır¹³⁵.

¹³⁴ Akgüç, a.g.e., s. 781.

¹³⁵ Karaca, a.g.e., s. 91- 92.

Şekil 3.1.: MM Modeli



Kaynak: (Karaca, a.g.e., s. 91.)

Burada;

D_1 = Kar Payı Dağıtımı

g = Büyüme oranı

k_s = Hisse senedi verimini ifade etmektedir.

Yukarıdaki şekil incelendiğinde; hisse senedinin verimi $k_s = D_1 / P_0 + g = 13.3$ noktasında sabit olup, sermaye kazancının büyümesi ile kar payı geliri arasındaki ilintisizliğe dikkat çekilmektedir. Çünkü yatırımcılar hangi noktayı seçerse seçsin, toplam verim değişmeyecektir. Başka bir ifade ile yatırımcı % 3.3 oranındaki kar dağıtımını seçerse, firmada kalan kar % 10 olacak ve verim % 13.3 seviyesinde gerçekleşecektir. Aynı şekilde yatırımcı % 10 oranında kar dağıtımını seçerse, firmada kalan kar % 3.3 olacak ve yatırımcının verimi yine % 13.3 olarak gerçekleşecektir.

Böylece yatırımcının her durumda elde ettiği verim eşit olacak, bu da modeli geçerli hale getirecektir¹³⁶.

Diğer bir ifadeyle, kar payı politikaları, firmaların beklenen nakit akışlarını ya da sermaye maliyetlerini etkilememektedir. Dolayısıyla, bu görüşe göre firma yöneticilerinin ortaklarının servetlerini artırmak adına sistematik bir kar payı politikası arayışı içerisinde olmaları gereksizdir. Kar payı gelirleri üzerindeki vergi oranlarının, sermaye kazançları üzerindeki vergi oranlarından fazla olmasının ise, firmaları kar payı ödememeye teşvik edecek önemli bir neden oluşturabileceğini öne sürmüşlerdir¹³⁷.

3.2. KAR PAYI İLİŞKİSİ YAKLAŞIMI

John Linther ve Myron Gordon, MM'in aksine kar dağıtımının firmaların hisse senetlerinin fiyatlarını etkilediğini ileri sürmüşlerdir. Gordon ve Linther'e (GL) göre kar payları nakittir ve sermaye piyasalarının gelişiminin belirsiz olması nedeniyle kar payları sermaye kazançlarına göre daha güvenilirdir. Bu modelde yatırımcılar, kısa sürede almak istedikleri kar paylarını uzun sürede almak istedikleri kar paylarına tercih etmektedir. Söz konusu yaklaşımı “eldeki bir kuş daldaki iki kuştan daha yeğdir” prensibi üzerine kurmuşlardır. Bu nedenle teorinin adı literatürde “Eldeki Kuş Teoremi” olarak da anılmaktadır¹³⁸.

Hissedarlar genel olarak riskten kaçınma eğilimi içerisindedirler. Bu durumda mevcut olan ya da yakın gelecekte dağıtılması muhtemel olan kar paylarını tercih edeceklerdir. Böylece kazançları aynı olan, fakat kar payı dağıtım oranı yüksek olan firmanın hisse senetleri piyasada daha fazla alıcı bulacaktır. Ortakların bugün elde edecekleri değeri yarın elde edecekleri değere tercih etmeleri, eldeki kuşu

¹³⁶ Karaca, a.g.e., s. 91- 92.

¹³⁷ Miller ve Modigliani, a.g.e., s. 411- 433.

¹³⁸ Gordon, a.g.e., s. 37- 51.

yeğlemelerinden kaynaklamaktadır. Aslında eldeki kuş daha fazla riske girmeden bir şeylere sahip olabilmeyi ifade etmektedir¹³⁹.

Bu görüşün savunucularına göre piyasadaki mevcut belirsizlik ve piyasaların mükemmel olmayışı, hisse senetlerinin fiyatlarında dalgalanmalara neden olmaktadır. Bu dalgalanmalar da yatırımcılar açısından risk olarak kabul edilmektedir. Hisse senetlerinin likiditesi ve kazançların farklı vergi oranlarına tabi tutulması gibi nedenlerle yatırımcıların kar payı tercihleri farklılık göstermektedir¹⁴⁰.

GL'e göre hissedarlar, hisse senetlerinin değerlerindeki artış ile nakit olarak yapılan kar payları arasında kayıtsız değillerdir. Bu durumda hissedarların tercihlerine cevap verebilmek için optimal bir kar payı dağıtım politikasının uygulanmasını zaruri kılmıştır¹⁴¹.

GL modelinin dayandığı varsayımlar şunlardır¹⁴²;

- Dış finansman yoktur,
- İç verim oranı (r) sabittir. Böylece sermayenin azalan marjinal etkinliği dikkate alınmayacaktır,
- Firmalar için uygulanan iskonto oranı (k) sabittir,
- Firmanın faaliyet süresi sonsuzdur,
- Vergiler ihmal edilmiştir,
- Büyüme hızı (g) sabittir,
- k daima g 'den büyük kabul edilmiştir ($k > g$). Aksi durumda hisse senedinin değeri sonsuz olacaktır.

¹³⁹ Kutukız, a.g.e., s. 54- 55.

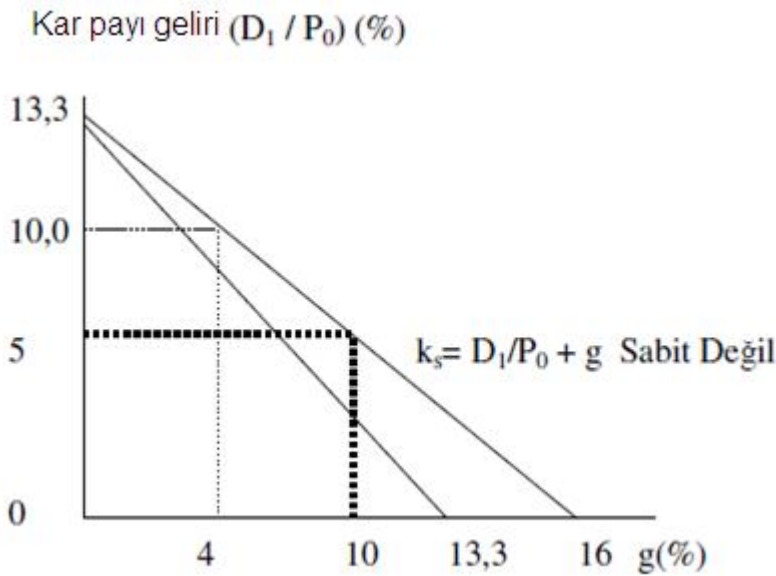
¹⁴⁰ Bakır, a.g.e., s. 62.

¹⁴¹ Gordon, a.g.e., s. 37- 51.

¹⁴² Gordon, a.g.e., s. 37- 51.; Türko, M. (1985), *Değerleme Açısından Kar Dağıtım Politikası*, Atatürk Üniversitesi Basımevi, Atatürk Üniversitesi Yayınları No: 630, Erzurum, s. 21.

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

Şekil 3.2.: GL Modeli



Kaynak: (Karaca, a.g.e., s.104.)

MM örneğinden hatırlanacağı üzere, kar payı politikaları neticesinden uygulanan k_s oranı her zaman sabit ve % 13,3 düzeyini göstermekteydi. Ancak bu modelde durum daha farklı bir hal almıştır. GL'in görüşüne göre cari kar payı, gelecekte beklenen değer artışına nazaran daha yüksektir. Bu durumda da hissedarlar kar payı almayı tercih edecek ve gelecekte elde edecekleri geliri riskli bulup bugünden iskonto edeceklerdir. Yani hissedarlar eldeki kuşu daldaki iki kuşa tercih etmiş olacaklardır. Şekilden de anlaşılacağı üzere kar payı ödeme oranı azaldıkça kapitalizasyon oranı artmakta ve kar payı ödemesinin sıfır olduğu noktada değer artışı maksimum seviyeye çıkmaktadır.

Burada kapitalizasyon oranı MM gibi sabit değildir ve uygulanan politikalar neticesinde farklılık göstermektedir¹⁴³.

GL modeline göre hisse senetlerinin değeri, hisse senetlerine dağıtılması beklenen kar paylarının değerinin bugüne indirgenip kümülatiflerinin alınmasıyla elde edilir. Bunu da şu şekilde formüle etmişlerdir¹⁴⁴:

$$P_0 = [D_1 / (1 + k_1) + D_2 / (1 + k_2) + D_3 / (1 + k_3) + \dots + D_n / (1 + k_n)]$$

Yukarıda yer alan formül aşağıdaki şekilde yazılabilir:

$$P_0 = \sum_{t=1}^{\infty} \left(\frac{D_t}{(1 + k)_t} \right)$$

Burada;

P_0 : Hisse senedinin piyasa değeri

D_t : t dönemde elde edilmesi beklenen kar payı

k: Firmanın içinde bulunduğu risk sınıfına uygulanan iskonto oranı ya da yatırımcıların beklediği getiri oranıdır.

Burada süre arttıkça belirsizlik artacağından ilk yıllarda düşük daha sonraki yıllarda daha yüksek iskonto oranı uygulanacaktır ($k_n > k_3 > k_2 > k_1$). Bu formüle göre firmanın her yıl aynı miktarda kar payı dağıtacağı ve dağıtılan kar paylarının kapitalizasyon oranının hep aynı kalacağı varsayılmıştır. Fakat kar payı dağıtım süresinin uzamasıyla beraber ortaklar daha fazla getiri beklentisi içerisinde olacaklardır.

¹⁴³ Weston, F. J. ve Brigham, E. F. (1992), *Essential of Managerial Finance*, 3. Baskı, Harcourt Brace Company, International Edition, s. 635- 636.

¹⁴⁴ Bolak, M. (1991), *Sermaye Piyasası Menkul Kıymetler ve Portföy Analizi*, Beta Basım Yayın Dağıtım, İstanbul, s. 127.; Aydın, N. Başar, M. ve Coşkun M. (2007), *Finansal Yönetim*, 2. Baskı, Genç Copy Center, Eskişehir, s. 427.

Bu durum büyüyen firmaların her yıl daha yüksek kar payı dağıtmaları beklentisini doğuracaktır¹⁴⁵.

Bu formüle firmanın gelecek yıllarda da büyüyeceği ve her yıl artan şekilde kar payı da ödeyeceği düşüncesiyle büyüme oranı da dahil edildiğinde formül aşağıdaki halini alacaktır¹⁴⁶.

$$P_0 = [D_0 (1+g)^1 / (1+k)^1] + [D_0 (1+g)^2 / (1+k)^2] + \dots + [D_0 (1+g)^\infty / (1+k)^\infty]$$

Ortaklığın kar payı dağıtımının ve kar payındaki yıllık büyüme oranının (g) sonsuza dek devam edeceği varsayımı altında hisse senedinin cari değerinin veren eşitlik¹⁴⁷,

$$P_0 = [D_0 / (k-g)] \text{ şeklini alır.}$$

Burada;

g: Büyüme hızıdır.

GL'e göre optimum kar dağıtım politikası, firmanın yeni yatırımlarından beklediği karlılık (r) ile ortakların yatırımlardan beklediği karlılık (k) arasındaki ilişkiye göre belirlenir¹⁴⁸. Bu durumda üç alternatif söz konusudur. Bunlar; $r > k$, $r = k$, $r < k$ 'dır. $r > k$ olması durumunda firma büyüme eğilimi içerisindedir. Dolayısıyla firmanın yatırımlarının karlılığı ortakların yatırımlarının karlılığından daha yüksektir. Bu durumda ortakların daha az kar payı almaya razı olarak firmanın daha çok büyümesini istemeleri doğaldır. $r > k$ olan firmalar yıllık net karı dağıtmayarak bünyede tutmayı ve hisse senetlerinin piyasa değerini yükseltmeyi amaçlayabilirler¹⁴⁹.

$r = k$ olan firmalar için yeni yatırım alternatifleri yoktur ve büyüme söz konusu değildir. Yani MM de olduğu gibi kar payı politikasının büyüme üzerine etkisinden söz

¹⁴⁵ Bakır, (1976), a.g.e., s. 24- 25.

¹⁴⁶ Ünsal, a.g.e., s. 94.

¹⁴⁷ Akgüç, a.g.e., s. 849.

¹⁴⁸ Akgüç, a.g.e., s. 780.

¹⁴⁹ Akgüç, a.g.e., s. 780.

edilemez. Bu durumun ortaya çıkmasının nedenlerini şu şekilde sıralamak mümkündür¹⁵⁰:

- Yüksek enflasyonunun yarattığı belirsizlik hisse senedi sahiplerini kar payı tercihine yöneltir.
- Sermaye piyasası yeterince gelişmemiştir.
- Küçük yatırımcıların piyasadan haber alma imkanları kısıtlıdır ve bu nedenle genellikle kar payı oranlarına bakarak bilgi alma yolunu seçerler.
- Sermaye yetersizliği nedeniyle olumsuz etkilenen kar payı dağıtımları, hisse senedi sahiplerinin işletmeye olan güvenini sarsmaktadır.

$r < k$ olması durumunda ise firma, gerileme dönemi içerisine girmiş demektir. Dolayısıyla bu firmanın kar payı ödeme oranlarını yüksek tutması beklenir. Çünkü firmalar artık piyasada yatırımları ile değil, ödedikleri kar payları sayesinde tutunacaklardır ve rakip firmalara karşı ancak bu yolla üstünlük sağlayacaklardır¹⁵¹.

3.3. VERGİ TERCİHİ YAKLAŞIMI

Verginin piyasa performansı üzerine etkilerini araştıran Litzenberg ve Ramaswamy (LR)'e göre yatırımcılar, vergi avantajı sağlamak için düşük kar paylarını tercih ederler. Çünkü LR'e göre yatırımcılar, vergi öncesi karla değil vergi sonrası karla ilgilenirler ve genellikle kar paylarından alınan vergi oranları sermaye kazançlarından alınan vergi oranlarından daha yüksektir. Bu da bazı yatırımcıların kar paylarını almayıp sermaye olarak firmada tutulmasını istemelerine neden olur. Zaten bu iki durumda kazanç üzerinden alınan vergi farkı çok olmasa bile, kar paylarında alınan

¹⁵⁰ Sedef, C. A. (1988), *Finansal Amaçların Önceliği ve Kar Dağıtımı*, Erciyes Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi, 2. Sayı, Kayseri, s. 298.

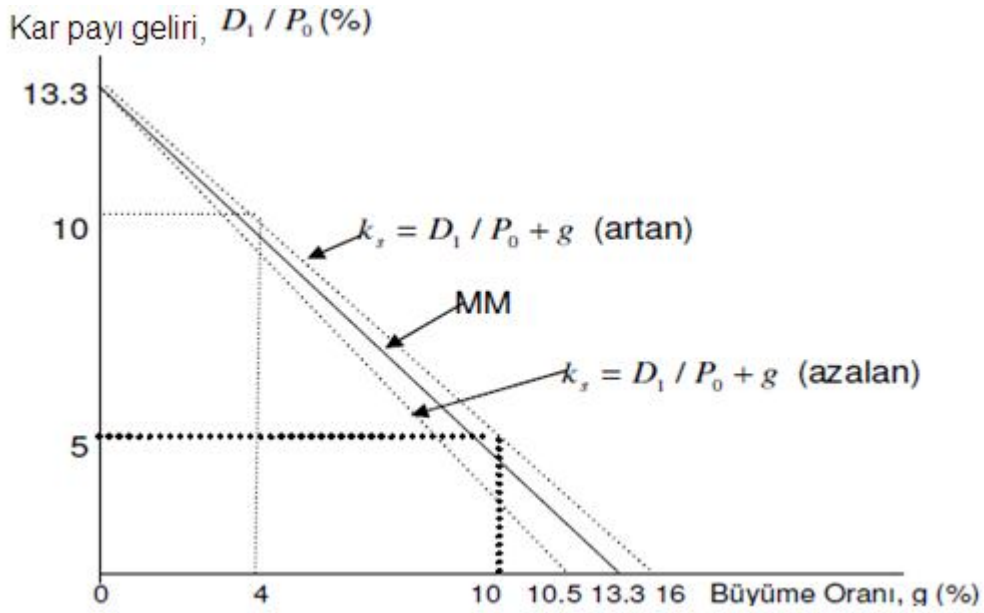
¹⁵¹ Akgüç, a.g.e., s. 780.

vergiler kar dağıtıldığı an alınırken, sermaye kazançlarında vergiler hisse senetlerinin satışı sırasında alınmaktadır. Bu da yatırımcıların kar payı isteklerini etkilemektedir¹⁵².

Bu yaklaşıma göre önemli diğer bir etken, paranın zaman değeridir. Çünkü yatırımcılar kar paylarını aldıkları anda vergiyi öderler. Bu da vergi olarak o anki parasal değerinin ödenmesi demektir. Ancak sermaye kazançlarında vergi satışta ödenir. Bu da paranın zaman olarak değer kaybettikten sonra ödenmesi anlamına gelir. Çünkü bugünkü bir lira yarınki bir liradan daha değerlidir¹⁵³.

LR'e göre vergi tercihinin kar paylarının dağıtımıyla olan ilişkisini Şekil 4' de görmek mümkündür.

Şekil 3.3.: GL Teorisiyle Birlikte LR Teorisinin Karşılaştırması



Kaynak: (Karaca, a.g.e., s. 106.)

¹⁵² Yükü, S. (1999), *Muhasebe Sistemi Uygulama Genel Tebliğine Göre Finansal Yönetim*, Vizyon Yayınları, İzmir, s. 109.

¹⁵³ Sayılğan, G. (2003), *Soru ve Yanıtlarla İşletme Finansmanı*, Turhan Kitabevi, Ankara, s. 248.

Şekildeki 13.3- 10.5 doğrusu LR teorisini, 13.3- 13.3 doğrusu MM teorisini ve 13.3- 16 doğrusu ise GL teorisini göstermektedir. MM doğrusunun eğimi -1.0 'dir. LR doğrusunun eğimi MM doğrusunun sol tarafında yer aldığından -1.0'den daha küçük olacaktır. Bu durumda tümüyle kar payı dağıtan bir hisse senedi % 13.3 değere sahip olurken, tüm getirisi sermaye kazancı olan benzer bir başka hisse senedi % 10.5 değere sahip olacaktır. Bu nedenle kar payı getirisindeki % 1'lik bir daralmayı karşılamak için % 1'den daha az ek bir büyümeye gerek duyulacaktır¹⁵⁴.

Özetle, LR teorilerinde GL'e tamamıyla karşı çıkarak, kar paylarının sermaye kazançlarından daha yüksek oranda vergilendirildiği için yatırımcıların yüksek kar payı getirili hisse senetleri üzerinden yüksek getiri oranını tercih etmeleri gerektiğini savunmuşlardır. Bu teoriye göre firma, düşük ya da sıfır kar payı politikası uygularsa değerini maksimize etmiş olur. Oysa GL, yüksek kar payı ödeme oranını tercih etmektedir¹⁵⁵. LR ayrıca, çeşitli endüstri dalında yaptıkları analizlerde hisse senetlerinin piyasa fiyatlarının, kar payı, büyüme oranı, işletme büyüklüğü ve belirsizlik etmeni gibi değişkenlerden etkilendiğini, dolayısıyla MM'nin hipotezinin geçerli olmayacağını da ileri sürmüşlerdir¹⁵⁶.

3.4. TEMSİL MALİYETİ YAKLAŞIMI

Günümüzde modern işletmelerde, yöneticiler ve hakim hissedarlardan oluşan firma içindekiler ve yatırımcılardan oluşan firma dışındakilerin çıkarlarının uyuşmaması önemli bir konu olarak ön plana çıkmaktadır. Bu durumda varlıkların hissedarları temsil eden yöneticiler tarafından firma dışındakilerin çıkarları aleyhine kullanılabilmesi mümkün olabilmektedir. Buna örnek olarak, varlıkların yöneticilere aktarılması,

¹⁵⁴ Karaca, a.g.e., s. 106- 107.

¹⁵⁵ Brigham, E. F. ve Gapenski, L. C. (1990), *Intermediate Financial Managemant*, 3. Baskı, The Dreyden Pres, Ankara, s. 532- 533.

¹⁵⁶ Aslanlar, İ. (1995), *Firmaların Temettü Politikaları ve Finansal Yapıları Üzerindeki Etkileri, Türkiye Örneği (1986-1992)*, Selçuk Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, Konya, s. 35.

yöneticilerin hisselerinin artırılarak yatırımcıların gelirlerinin azaltılması, yüksek maaş ödemelerinin yapılması ve holdinglere yapılan varlık aktarımları sayılabilir¹⁵⁷.

Bu yaklaşımda temsil maliyeti, “fon sahiplerinden kaynak sağlayan işletme sahipleri ve yöneticilerin bu fonları sahiplerinin çıkarlarına aykırı şekilde kullanmalarından oluşan riskle ilgili maliyetler” olarak tanımlanır. Temsil maliyetlerini doğuran nedenler, asimetrik bilginin varlığı, yüksek risk ve getirisi olan projelerin uygulanması, pozitif net bugünkü değerli projelerin dikkate alınmaması ve ihtiyatlı yöneticilerin öngördüğü miktardan daha fazla harcama yapılması olarak sıralanabilmektedir¹⁵⁸.

Temsil maliyetin en önemli örneğini, firmanın hisse senedinin değerini maksimum kılmak için katlanılan maliyetler oluşturur. Bu durumda, firmanın kar payı dağıtım politikası, hissedarları, yönetimi ve borç verenleri etkilemektedir. Dolayısıyla, yönetim ve hissedarların çıkarları uyuşmazsa, kar payı dağıtım politikası etkilenmektedir. Bu çıkar uyumsuzluğunu doğuran nedenler, hissedarların beklentilerini karşılamayan harcamalar ve genişleme stratejileridir. Bu problemin giderilmesi, firma yönetiminin kontrolündeki nakit miktarının azaltılması ile mümkün olmaktadır. Bu kapsamda hissedarlara yapılan kar payı ödemeleri artırılarak, işletme bünyelerindeki nakit miktarı azaltılır¹⁵⁹.

Diğer taraftan, kar payı dağıtım politikası, hissedarların ve borç verenlerin çıkarlarının çatışmasına neden olmaktadır. Bunun en önemli nedeni, borç verenlerin getirisinin, aşırı ve beklenmeyen kar payı ödemelerinden etkilenmesidir. Bu nedenle, yatırımların azaltılarak, kar paylarının artırılması veya borçlanarak taahhüt edilen kar paylarının finanse edilmesi, borçların piyasa değerini olumsuz etkilerken, öz sermayenin piyasa değerini olumlu etkilemektedir. Dolayısıyla, işletmeye borç veren

¹⁵⁷ La Porta, R., Lopez, S., Florencio, A. ve Robert, W. (2000), “Agency Problems and Dividend Policies Around the World”, *Journal of Finance*, Vol: 15, Issue: 1, s. 3.

¹⁵⁸ Saunders, A., ve Cornett, M. M., (2006), *Financial Institutions Management: A Risk Management Approach*, 5. Baskı, McGraw Hill International Edition, New York, s. 6.

¹⁵⁹ Allen, F., (2002), *Roni Payout Policy*, Wharton Financial Institutions Center, s. 62-65.

kişi ve gruplar açısından kar payı ödemelerinin sınırlandırılması büyük önem taşımaktadır¹⁶⁰.

Bir diğer husus ise, kar payı dağıtım politikasının, sermaye piyasası aracılığı ile kontrol mekanizması oluşturarak temsil maliyetlerini azaltmasıdır. Firmaların yüksek miktarda kar payı ödemesi, gerekli yatırımlar için sermaye piyasalarından finansman kaynaklarına başvurulmasına neden olur. Bu sayede, sermaye piyasasının etkin kontrol araçları kullanılarak, verimli olmayan yatırımlar ve gereksiz harcamalar önlenirken, temsil maliyetleri de azaltılmış olmaktadır. Sermaye piyasasına alternatif olarak kurumsal yatırımcıların da kontrol görevini üstlendiği görülmektedir. Bu kapsamda, firmaların kar paylarını arttırdığı oranda ek finansman bulmaları için sermaye piyasalarını kullanmaları, kurumsal yatırımcıların kontrol görevinin önemli bir göstergesi olarak değerlendirilmektedir¹⁶¹.

Diğer taraftan temsil maliyeti yaklaşımı, kar payları yerine hisse senetlerinin geri toplanmasının da yönetim, hissedarlar ve borç verenler arasında uyumsuzluğa neden olacağını vurgulamaktadır. Bunun en önemli göstergesi, hisse senetlerinin geri toplanmasının borç verenlerin ve savurgan yöneticilerin ihtiyaç duyacağı nakit miktarını azaltmasıdır¹⁶². Sonuç olarak, kar paylarına ilave olarak hisse senetlerinin geri toplanmasının da yönetim, hissedarlar ve borç verenler arasındaki ilişkiyi düzenleyeceği belirtilmektedir. Birçok akademik çalışmada, yüksek büyüme potansiyeli olan firmalar ile riski ve kaldıraç oranı yüksek firmalarda kar payı dağıtımı düşük oranda gerçekleşirken; hissedar sayısı fazla olan firmalarda kar payı dağıtımının yaygın olduğu gözlemlenmiştir. Dolayısıyla, kar payı dağıtım politikası ile temsil maliyetlerinin kontrolünün mümkün olabileceği belirtilmektedir¹⁶³.

Sonuç olarak, temsil maliyetlerinin azaltılmasında, yönetim faaliyetlerinin izlenmesi ve firmanın değerini maksimum yapacak imkanların yönetime verilmesinin

¹⁶⁰ Allen., a.g.e., s.62-65.

¹⁶¹ Short, H., Zhang, H., ve Keasy K., (2002), "The Link Between Dividend Policy and Institutional Ownership", *Journal of Corporate Finance*, Vol: 8, Issue: 2, s. 108.

¹⁶² Ross, S., Westerfield, F. ve Jeffrey J. (2005), *Corporate Finance*, 7. Baskı, McGraw Hill International Edition, New York, s. 519.

¹⁶³ Frankfurter, G., Wood, B. ve James W. (2003), *Dividend Policy: Theory and Practice*, Academic Press Inc., London, s.101.

öneminin büyük olduğu vurgulanmaktadır. Temsil maliyetlerinin azaltılmasının, hissedar ve yönetici amaçlarının iyi tanımlanması veya yönetici faaliyetlerini denetleyebilen büyük blok hissedarların varlığı ile mümkün olabileceği vurgulanmaktadır.

3.5. SİNYAL YAKLAŞIMI VE KAR PAYLARININ BİLGİ ETKİSİ

Günümüzde ülkeler arasındaki kurumsal, yasal ve sosyo-kültürel farklılıklar nedeni ile çok uluslu firmalar bilgi asimetrisine daha fazla açıktır. Buna ilaveten, küresel düzeyde faaliyet gösteren firmaların denetimi sadece yerel faaliyeti olan firmalara göre daha zordur. Taraflar arasındaki bilgi eşitsizliğinden doğan bu asimetriler nedeni ile işletmeler, sermayelerinin maliyeti artabilmektedir. Ayrıca, uluslararası faaliyetlerinin şeffaf olmaması, borç sahipleri ile hissedarlar arasında çıkar çatışmasının daha fazla büyümesine yol açan kontrol maliyetleri ile yöneticiler ve hissedarlar arasında temsil maliyetlerinin oluşmasına neden olabilmektedir¹⁶⁴.

Sinyal yaklaşımı, asimetric bilginin varlığı durumunda, kar payı dağıtım politikasının önemini vurgulayan bir modeldir. Bu modele göre asimetric bilgi, mevcut karlar ve yatırımların düzeyinden etkilenmektedir. Ayrıca, yatırımların düzeyinin belirsizliği kar paylarının yüksek miktarda ödenmesini ve gelirlerin artacağını sinyali göstermektedir. Bu modelle ilgili görüşlere göre, asimetric bilginin artması, kar paylarının yükselmesini gerektirmektedir¹⁶⁵.

Diğer taraftan kar payı ilanları, firmaların gelecekteki beklentileri hakkında önemli bilgiler verir. Çünkü kar paylarının artması veya azalması ile ilgili bilgiler, yöneticilerle yatırımcılar arasındaki asimetric bilgiyi ortadan kaldırarak, hisse senedi

¹⁶⁴Singh, M., ve Nejadmalayeri, A., (2004), "Internationalization, Capital Structure and Cost of Capital: Evidence from French Corporations", *Journal of Multinational Financial Management*, Vol: 14, s. 156.

¹⁶⁵ Deshmukh, S., (2003), "Dividend Initiations and Asymmetric Information", *The Financial Review*, Vol: 38, s. 356.

fiyatının analiz edilmesine yardımcı olurken, firmanın geleceği ve nakit akımları açısından olumlu/olumsuz işaretler olarak kabul edilir¹⁶⁶.

Daha öncede ifade edildiği gibi, kar payı ilişkisizliği yaklaşımına göre kar payı dağıtım politikası, hisse senedi fiyatını etkilememektedir. Hisse senedinin değeri, gelecekteki nakit akımlarından ve büyüme imkanlarınca belirlenmektedir. Bu nedenle, kar payındaki değişmelerin hisse senedi fiyatına olan etkileri kar paylarının bilgi içeriği ile açıklanabilir. Hisse senedinin fiyatının, kar paylarının bilgi içeriği nedeni ile değişmesi aynı zamanda işletme yöneticileri ile yatırımcılar arasında farklı bilgilerin olduğunun bir göstergesidir. Tam rekabet piyasalarının geçerli olduğu durumlarda, hisse senedi fiyatları yalnızca kar payı seviyelerindeki anormal değişmelerden ve kamuya yeni bilgilerin açıklanmasından etkilenmektedir¹⁶⁷. Doğal olarak kar payı dağıtım politikasının değişmesi yönündeki açıklamaların hisse senedi fiyatlarını etkilemesi normal kabul edilmektedir. Bu kapsamda, hisse senedi fiyatlarının, firmaların gelecekteki beklentilerine göre şekillendiği ifade edilebilir. Kar payı dağıtım politikasının, yönetim yetkisinde olması ve pay sahiplerine maliyetli bir nakit çıkışı gerektirmesi, işletmenin beklentilerini yansıtmada yardımcı olmaktadır. Dolayısıyla, kar paylarının işletme ile ilgili güvenilir bir işaret olması, yönetimin kar paylarını azaltmasını engeller¹⁶⁸. Bununla birlikte başarılı firmalar, kar payları yardımıyla piyasayı bilgilendirerek diğer firmalar ile aralarındaki farkları ortaya koyarlar. Bu kapsamda, kar payları güvenilir ve aynı zamanda maliyetli bir yöntem olarak ön plana çıkmaktadır¹⁶⁹. Zira hissedarların yalnız başarılı firmalar hakkında bilgi sahibi olabilmesi kar paylarının yöntem olarak maliyetini arttırmaktadır. Diğer firmaların bu yöntemi kullanamaması, yatırımcıların eksik bilgilenmesi sonucunda yatırım kararlarını

¹⁶⁶ Allen, D. E., ve Rachim, V. S., (1996), "Dividend Policy and Stock Price Volatility: Australian Evidence", *Applied Financial Economics*, Vol: 6, s. 178.

¹⁶⁷ Bancel, F., Bhattacharyya, N., ve Mittoo, U. R., (2005), "Cross-Country Determinants of Payout Policy: A Survey of European Firms", *SSRN Electronic Journal*, Vol: 13, Issue: 1, s. 91, 92.

¹⁶⁸ Brigham, E. F. ve Gapenski, L. C. (1994), *Financial Management, Theory and Practice*, The Dreyden Pres., Orlando, s. 618.

¹⁶⁹ Brigham ve Gapenski (1994), a.g.e., s.618.

olumsuz etkiler. Aynı zamanda, sermaye piyasalarının tam ve mükemmel olmasını da engeller¹⁷⁰.

Kar paylarının maliyetli bir yöntem olması konusunda da farklı görüşler bulunmaktadır. İlk görüşe göre, kar paylarının nakit olarak ödenmesi, sürekli bir nakit akışını gerektirdiğinden maliyeti oldukça yüksektir. İkinci görüşe göre, hissedarlara yapılacak ödemeler için firmaların erteledikleri yatırımların maliyeti veya yatırım fırsatlarının yaratılması için katlanılan finansmanın ek maliyetinin daha önemli olduğu belirtilmektedir. Diğer bir görüşe göre ise, kar payı ödemelerinin gelecek dönemlerde yeni karlı projelere yeniden yatırım yapılmasını engelleyen bir ortam sunduğu ifade edilmektedir. Dolayısıyla kar paylarının kesilmesi, gelecekteki karlı yatırımları olumlu etkileyerek, firmaların yeni finansman kaynakları için ödeyecekleri maliyetleri azaltacaktır¹⁷¹.

Bu yaklaşıma göre dağıtılan ve gelecek dönemlerde dağıtılacak kar payları, hissedarlara ve yatırımcılara firmanın karlılığı hakkında bilgi vermektedir. Bu nedenle, kar dağıtım politikalarının hisse senedinin değerini etkileyebileceği belirtilmektedir. Kar paylarının belirli bir oranda artması beklenirken daha fazla artması, hisse senedinin değerini olumlu etkilemektedir. Buna karşı, beklenenden daha az oranda kar dağıtılması durumunda da hisse senedi fiyatları olumsuz etkilenmektedir. Daha öncede ifade edildiği gibi MM, işletmelerin istikrarlı kar payı dağıtım politikasını tercih ettiklerini vurgulamaktadır. Buna rağmen, kar paylarının beklenenden daha fazla oranda gerçekleşmesi, gelecek dönemlerde karların artacağı yönünde sinyal olarak nitelenebilir. Dolayısıyla, hisse senedinin değerinin değişmesi, kar payı duyurularında önemli bilgiler vermektedir. Kar payı artış ve azalışları karşılaştırıldığında ise, piyasaların kar payı azalışlarına gösterdiği tepkinin daha fazla olduğu görülmektedir¹⁷².

Diğer taraftan kar paylarının yükselmesi, piyasa açısından iki şekilde yorumlanabilir. Bunlardan birincisi, firmanın riskinde bir azalışın gerçekleşmesidir.

¹⁷⁰ Brigham ve Gapenski (1994), a.g.e., s.618.

¹⁷¹ Dhanani, A., (2005), "Corporate Dividend Policy: The Views of UK Managers", *Journal of Business Finance and Accounting*, Vol: 32, Issue: 7-8, s. 1631.

¹⁷² Türko, (2002), a.g.e., s. 525.

İkincisi ise, karların azalacak olmasıdır. Bu açıdan bakıldığında, yatırımcıların kar paylarının artmasını pozitif yorumlayacağı söylenebilir. Çünkü firmanın kaynaklarının aşırı yatırım yapılarak tüketileceği beklentisi varsa, kar paylarının dağıtılması, hisse senedinin piyasa fiyatının artmasını sağlayacaktır. Sinyal yaklaşımını ele alan bütün modellerde, kar payları ve hisse senedi geri alımları arasındaki farklar dikkate alınarak en uygun dağıtım yöntemi belirlenmektedir. Kar payları ve hisse senedi geri alımları firmaların kalitesi hakkında yatırımcılara önemli bir işaret vermektedir¹⁷³.

¹⁷³ Türko, (2002), a.g.e., s. 525.

DÖRDÜNCÜ BÖLÜM

BORSA İSTANBUL'DA İŞLEM GÖREN FİRMALARIN KAR PAYI DAĞITIM POLİTİKALARININ FİNANSAL PERFORMANSLARI ÜZERİNE ETKİLERİ

4.1. ARAŞTIRMANIN AMACI

Bu çalışmada kar payı dağıtımının ve dağıtım şeklinin firmaların finansal performansları üzerinde etkisinin olup olmadığı araştırılmaktadır. Bu bağlamda, ilk olarak Borsa İstanbul 100 Endeksi'nde yer alan 82 firmanın 2008-2012 yılları arasındaki finansal performans değişkenlerinin, yıllara göre aralarında istatistiki açıdan anlamlı bir farklılık olup olmadığını test etmek amacıyla eşleşmiş gruplar t-testi uygulanmıştır. Daha sonra kar payı dağıtan firmaların performanslarının kar payı dağıtmayan firmalara göre farklılık gösterip göstermediği Man-Whitney-U testi ile test edilmiştir. Son olarak da, kar payı dağıtan firmaların dağıtım şekillerine göre finansal performanslarında bir farklılık olup olmadığı Kruskal Wallis H testi ile araştırılmıştır.

4.2. ARAŞTIRMANIN VERİ SETİ

Araştırmaya dahil edilmek üzere Borsa İstanbul (BİST) 100 Endeksi'nde yer alan, 2008 yılından 2012 yılına kadar borsada kesintisiz işlem gören 82 firma belirlenmiştir. Bu firmalara ait finansal veriler www.borsaistanbul.com ve www.finnnet.com.tr internet adreslerinden elde edilmiştir. Finansal performansa ilişkin değişkenler, muhasebe ve piyasa performansı olmak üzere iki başlık altında incelenmiştir. Muhasebe performansını ölçmek amacıyla aktif karlılığı ve öz sermaye karlılığı oranları kullanılmıştır. Firmaların piyasa performansını ölçmek amacıyla Fiyat/Kazanç (F/K)

oranı, Piyasa Değeri/ Defter Değeri (PD/DD) oranı ve Tobin Q değerleri hesaplanmıştır. Hesaplamalarda kullanılan formüller aşağıda yer almaktadır.

Tablo 4.1.: Finansal Performans Değişkenleri ve Hesaplanışları

Değişkenler	Hesaplanma Şekli
Aktif Karlılığı	Net Dönem Karı / Toplam Aktifler
Öz sermaye Karlılığı	Net Dönem Karı / Öz sermaye
Piyasa Değeri / Defter Değeri	Piyasa Değeri/ Defter Değeri
Fiyat / Kazanç Oranı	Hisse Senedinin Kapanış Fiyatı/ Hisse Başına Kar
Tobin Q Değeri	Piyasa Değeri / Toplam Aktifler

Aktif karlılığı, firmanın belirli bir dönem içerisinde varlıklarına yaptığı yatırımlardan ne oranda kar sağladığını ölçmeye yönelik bir orandır. Bu oranın yüksek olması beklenir. Çünkü firma aktiflerine yaptığı her birimden maksimum fayda sağlamak ister. Ancak bu oranda önemli olan husus, yapılan yatırımların ne kadarının öz kaynak ne kadarının yabancı kaynaklardan elde edildiğidir¹⁷⁴.

Öz sermaye karlılığı, firmanın karı ile firma ortaklarının firmaya sağladıkları sermaye arasındaki ilişkiyi göstermektedir. Bu oran, ortaklar tarafından firmaya sağlanan sermayenin bir birimine düşen kar miktarını ortaya koymaktadır. Bu durumda öz sermaye karlılık oranı, öz sermayenin firma yönetimi tarafından verimli kullanılıp kullanılmadığını gösteren bir orandır¹⁷⁵.

¹⁷⁴ Akdoğan, Y. E. ve Acar Boyacıoğlu, M., “The Effect of Corporate Governance on Firm Performance: A Case of Turkey”, *International Journal of Critical Accounting, Special Issue on Turkish Accounting* (Yayımlanmak üzere kabul edildi), s.12.

¹⁷⁵ Akdoğan ve Acar Boyacıoğlu, a.g.e., s. 17.

Piyasa Değeri/ Defter Değeri (PD/DD), firmanın hisse senetlerinin borsada defter değerinin kaç katına alınıp satıldığını gösterir. Bu değişkeni hesaplamak için öncelikle defter değerini hesaplamak gerekir. Defter değeri, öz sermayenin ödenmiş sermayeye bölünmesi ile bulunur. Daha sonra firmanın hisse senedinin borsadaki kapanış fiyatı defter değerine bölünerek piyasa değeri hesaplanır. Böylece firmanın hisse senetlerinin defterde gözüken değerinin kaç katına satıldığı hesaplanır¹⁷⁶.

Fiyat/ Kazanç oranı (F/K), firmanın her 1 TL' lik karına karşılık, yatırımcının kaç TL ödemeye razı olduğunu gösterir. Büyüme potansiyelleri yüksek, geleceği parlak kuruluşlarda bu oran yüksek çıkar. Firmanın piyasa fiyatının, hisse başına kazanca bölünmesi ile bulunur¹⁷⁷.

Tobin Q değeri, Varlıkların Piyasa Değeri/ Varlıkların Yerine Koyma Maliyeti şeklinde hesaplanır. Ancak literatürde birçok çalışmada¹⁷⁸ Piyasa değeri/ Toplam Aktifler şeklinde hesaplanmaktadır. Buna göre Tobin Q değeri firmanın piyasa değerinin varlıklarının değerine oranını ifade eder. Eğer piyasa değeri sadece firmanın varlıklarının değerini yansıtıyorsa bu oran bir olur. Eğer Tobin Q birden büyükse, o zaman yatırımcıların firmanın maddi varlıklarından başka ölçülemeyen ve karlılığını etkileyen başka faktörlere değer verdikleri sonucu çıkar. Tobin Q değeri birden küçükse, bu piyasanın firmaya varlıkların değerinden daha az bir değer verdiğini gösterir¹⁷⁹.

¹⁷⁶ Okka, O. a.g.e., s. 114, ve <http://www.hisse.net/forum/entry.php?b=1797>, Erişim Tarihi: 27.12.2013.

¹⁷⁷ Okka, O. (2010), *Finansal Yönetim*, 1. Baskı, Nobel Yayın Dağıtım, Ankara, s.125.

¹⁷⁸ Literatürde Tobin Q değerini Piyasa Değeri/ Toplam Aktifler olarak hesaplayan bazı çalışmalar: Canbaş, S., Doğukanlı, H. ve Düzakın, H., (2007), "Tobin Q Oranı ve Günümüzde İşletme Kararları Açısından Önemi", *Çukurova Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi*, Cilt: 13, Sayı: 2.; Yıldırım, M. ve Demireli, E., (2009), "Kurumsal Yönetim, Mülkiyet ve Kontrol Yapıları ve Şirketlerin Finansal Performanslarına Etkileri (İMKB İmalat Sanayi Örneği)", *Finans Politik ve Ekonomik Yorumlar Dergisi*, Cilt: 46, Sayı: 532.; Kocyiğit, M., (2009), "Havayolu İşletmelerinin Performansının Tobin Q Oranı İle Ölçülmesi", *Muhasebe ve Finansman Dergisi*, Sayı: 44.; Aygün, M. ve Taşdemir, A., (2010), "Banka Performansı Üzerinde Yönetim Kurulu Büyüklüğünün Etkisi", *Atatürk Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Dergisi*, Cilt: 24, Sayı: 3.; Akyol, E., (2007), *Temsil Sorunu ve Temettü Politikası Arasındaki İlişkiyi Test Etmeye Yönelik Olarak Türkiye Üzerine Bir Araştırma*, İstanbul Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Yayınlanmamış Doktora Tezi, İstanbul.

¹⁷⁹ Dinler, Z. (2008), *İktisada Giriş*, Ekin Kitabevi, Bursa, s. 360.; <http://not-so-dismal.science.blogspot.com/2007/03/tobinin-q-oran.html>, Erişim Tarihi: 27.12.2013.

Çalışma kapsamındaki firmaların ilgili yıllarda kar payı dağıtıp dağıtmadıkları bilgisine, www.kap.gov.tr adresinde yer alan faaliyet raporlarından ulaşılmıştır. Kar payı dağıtan firmaların nakit, hisse senedi ya da melez (nakit ve hisse senedi birlikte) kar payı dağıtım yöntemlerinden hangisini kullandıkları www.borsaistanbul.com adresinde yer alan firma verilerinden tespit edilmiştir. Kar payı dağıtmayan firmalar “0”, dağıtan firmalar ise “1” olarak kodlanmıştır. Kar payı dağıtan firmaların dağıtım şekli ise örneğin; hisse senedi ise “1”, nakit ve melez dağıtım “0” olarak kodlanmıştır.

Yıllara göre kar payı dağıtan ve dağıtmayan firmalar ile kar payı dağıtımını nakit, hisse senedi ve melez şeklinde yapan firmaların sayıları Tablo 4.2. de yer almaktadır.

Tablo 4.2.: Kar Payı Dağıtan ve Dağıtmayan Firmalar İle Kar Payı Dağıtımını Nakit, Hisse Senedi ve Melez Şeklinde Yapan Firmaların Sayıları

YILLAR		2008	2009	2010	2011	2012
KAR DAĞITIM ŞEKLİ	NAKİT	36	43	48	46	47
	HİSSE SENEDİ	10	3	1	2	0
	MELEZ	6	6	3	4	7
KAR DAĞITMAYAN		30	30	30	30	28

Tablo 4.2. incelendiğinde; nakit kar payı dağıtan firma sayısının 2008 yılı 36, 2009 yılı 43, 2010 yılı 48, 2011 yılı 46 ve 2012 yılı 47 olduğu görülmektedir. Bu da kar payı dağıtımında en çok tercih edilen yöntemin, nakit kar payı dağıtımı olduğunu göstermektedir. Ancak, hisse senedi yöntemiyle yapılan kar payı ödemeleri incelendiğinde ise, 2008 yılı 10, 2009 yılı 3, 2010 yılı 1, 2011 yılı 2 ve 2012 yılı 0 firmanın kar payı ödemelerini hisse senedi şeklinde yaptığı ve diğer iki dağıtım yöntemine göre daha az tercih edildiği gözlenmektedir. Melez kar payı dağıtımı incelendiğinde, 2008 yılı 6, 2009 yılı 6, 2010 yılı 3, 2011 yılı 4 ve 2012 yılı 7 firma tarafından yapıldığı görülmektedir. 2008’den 2012 yılına kadar kar payı dağıtımını yapmayan firma sayısı da, 2012 yılında 28 diğer yıllarda 30 olarak belirlenmiştir.

Araştırmaya dahil olan firmaların sektörel dağılımı ise Tablo 4.3.'de gösterilmektedir.

Tablo 4.3.: Analize Dahil Edilen Firmaların Sektörel Dağılımı

SEKTÖR	FİRMA SAYISI
BANKALAR VE ÖZEL FİNANS KURUMLARI	11
BAYINDIRLIK VE İMAR	1
CAM	3
ÇİMENTO-BETON	4
DAYANIKLI TÜKETİM	3
DEMİR ÇELİK	2
DİĞER KİMYASAL ÜRÜNLER	1
ENERJİ	2
GAYRİMENKUL YAT. ORT.	3
GIDA	3
GÜBRE VE ZİRAİ ÜRÜNLER	2
HOLDİNG	11
İÇECEK	2
İLAÇ-SAĞLIK	1
İLETİŞİM-SAVUNMA	2
KAĞIT ÜRÜNLERİ	1
MADENCİLİK-KIYMETLİ MADEN	1
MEDYA	1
METAL İŞLEME-BORU-VANA	1
OTOMOTİV	7
OTOMOTİV YAN SANAYİ	3
PERAKENDE TİCARET	2
PETROL	4
SİGORTA ŞİRKETLERİ	2
SPOR HİZMETLERİ	1
TEKSTİL KİMYASALLARI	2
TELEKOMÜNİKASYON- HABERLEŞME	2
ULAŞTIRMA	3
YATIRIM ŞİRKETLERİ	1
TOPLAM	82

Tablo 4.4.'de ise çalışmaya dahil edilen 82 firmanın listesi yer almaktadır.

Tablo 4.4.: Analize Dahil Edilen Firmaların Listesi

BİST KODU	FİRMA ADI
AEFES	ANADOLU EFES BİRACILIK VE MALT SANAYİİ
AFYON	AFYON ÇİMENTO SANAYİ T.A.Ş.
AKBNK	AKBANK T.A.Ş.
AKENR	AKENERJİ ELEKTRİK ÜRETİM A.Ş.
AKSA	AKSA AKRİLİK KİMYA SANAYİİ A.Ş.
ALARK	ALARKO HOLDİNG A.Ş.
ALGYO	ALARKO GAYRİMENKUL YATIRIM ORTAKLIĞI A.Ş.
ALKIM	ALKİM ALKALİ KİMYA A.Ş.
ANACM	ANADOLU CAM SANAYİİ A.Ş.
ANHYT	ANADOLU HAYAT EMEKLİLİK
ANSGR	ANADOLU ANONİM TÜRK SİGORTA ŞİRKETİ
ARCLK	ARÇELİK ANONİM ŞİRKETİ
ASELS	ASELSAN ELEKTRONİK SANAYİ VE TİCARET
ASUZU	ANADOLU ISUZU OTOMOTİV SANAYİ VE TİCARET
ASYAB	ASYA KATILIM BANKASI
AYGAZ	AYGAZ ANONİM ŞİRKETİ
BAGFS	BAGFAŞ BANDIRMA GÜBRE FABRİKALARI
BANVT	BANVİT BANDIRMA VİTAMİNLİ YEM SANAYİİ A.Ş.
BIMAS	BİM BİRLEŞİK MAĞAZALAR
BRISA	BRİSA BRIDGESTONE SABANCI LASTİK SAN. VE TİC. A.Ş.
BRSAN	BORUSAN MANNESMANN BORU SAN. VE TİC. A.Ş.
CCOLA	COCA-COLA İÇECEK A.Ş.
CIMSA	ÇİMSA ÇİMENTO SANAYİ VE TİCARET A.Ş.
CLEBI	ÇELEBİ HAVA SERVİSİ A.Ş.
DOAS	DOĞUŞ OTOMOTİV SERVİS VE TİCARET A.Ş.
DOHOL	DOĞAN ŞİRKETLER GRUBU HOLDİNG A.Ş.
DYHOL	DOĞAN YAYIN HOLDİNG A.Ş.
ECILC	EİS ECZACIBAŞI İLAÇ, SİNAİ VE FİNANSAL YATIRIMLAR SANAYİ VE TİCARET A.Ş.
ECZYT	ECZACIBAŞI YATIRIM HOLDİNG ORTAKLIĞI A.Ş.
ENKAI	ENKA İNŞAAT VE SANAYİ A.Ş.
EREGL	EREĞLİ DEMİR VE ÇELİK FABRİKALARI T.A.Ş.
FENER	FENERBAHÇE FUTBOL A.Ş.
FROTO	FORD OTOMOTİV SANAYİ A.Ş.
GARAN	T.GARANTİ BANKASI A.Ş.
GLYHO	GLOBAL YATIRIM HOLDİNG A.Ş.
GOLTS	GÖLTAŞ GÖLLER BÖLGESİ ÇİMENTO SAN. VE TİC.A.Ş.
GOODY	GOODYEAR LASTİKLERİ T.A.Ş.
GSDHO	GSD HOLDİNG A.Ş.
GUBRF	GÜBRE FABRİKALARI T.A.Ş.

HALKB	TÜRKİYE HALK BANKASI A.Ş
HURGZ	HÜRRİYET GAZETECİLİK VE MATBAACILIK A.Ş
IHEVA	İHLAS EV ALETLERİ İMALAT SANAYİ VE TİCARET A.Ş
IHLAS	İHLAS HOLDİNG A.Ş
ISCTR	T.İŞ BANKASI A.Ş - ISCTR
ISGYO	İŞ GAYRİMENKUL YATIRIM ORTAKLIĞI A.Ş
IZMDC	İZMİR DEMİR ÇELİK SANAYİ A.Ş
KARSN	KARSAN OTOMOTİV SANAYİİ VE TİCARET A.Ş
KARTN	KARTONSAN KARTON SANAYİ VE TİCARET A.Ş
KCHOL	KOÇ HOLDİNG A.Ş
KONYA	KONYA ÇİMENTO SANAYİ A.Ş
KOZAA	KOZA ANADOLU METAL MADENCİLİK İŞLETMELERİ A.Ş
MGROS	MİGROS TİCARET A.Ş
MUTLU	MUTLU AKÜ VE MALZEMELERİ SANAYİ A.Ş
NETAS	NETAŞ TELEKOMÜNİKASYON A.Ş
NTHOL	NET HOLDİNG A.Ş
OTKAR	OTOKAR OTOMOTİV VE SAVUNMA SANAYİ A.Ş
PETKM	PETKİM PETROKİMYA HOLDİNG A.Ş
PTOFS	OMV PETROL OFİSİ A.Ş
SAHOL	H.Ö. SABANCI HOLDİNG A.Ş
SASA	ADVANSASA POLYESTER SANAYİ A.Ş.
SISE	T.ŞİŞE VE CAM FABRİKALARI A.Ş
SKBNK	ŞEKERBANK T.A.Ş
SNGYO	SİNPAŞ GAYRİMENKUL YATIRIM ORTAKLIĞI A.Ş
TATKS	TAT GIDA SANAYİ A.Ş.
TAVHL	TAV HAVA LİMANLARI HOLDİNG A.Ş
TCELL	TURKCELL İLETİŞİM HİZMETLERİ A.Ş
TEBNK	TÜRK EKONOMİ BANKASI A.Ş
TEKST	TEKSTİL BANKASI A.Ş
THYAO	TÜRK HAVA YOLLARI A.O
TKFEN	TEKFEN HOLDİNG A.Ş
TOASO	TOFAŞ TÜRK OTOMOBİL FABRİKASI A.Ş
TRCAS	TURCAS PETROL A.Ş
TRKCM	TRAKYA CAM SANAYİİ A.Ş
TSKB	T.SİNAİ KALKINMA BANKASI A.Ş
TTKOM	TÜRK TELEKOMÜNİKASYON A.Ş
TTRAK	TÜRK TRAKTÖR VE ZİRAAT MAKİNELERİ A.Ş
ULKER	ÜLKER BİSKÜVİ SANAYİ A.Ş
VAKBN	TÜRKİYE VAKIFLAR BANKASI T.A.O
VESTL	VESTEL ELEKTRONİK SANAYİ VE TİCARET A.Ş.
YAZIC	YAZICILAR HOLDİNG A.Ş
YKBNK	YAPI VE KREDİ BANKASI A.Ş
ZOREN	ZORLU ENERJİ ELEKTRİK ÜRETİM A.Ş

4.3. ARAŞTIRMANIN YÖNTEMİ

Araştırmada elde edilen veriler SPSS (Statistical Package for Social Sciences) 21.0 paket programı kullanılarak analiz edilmiştir. Verileri değerlendirilirken tanımlayıcı istatistiksel metotlar (sayı, yüzde, ortalama ve standart sapma) kullanılmıştır. Niceliksel verilen karşılaştırılmasında örnek birim sayılarının $n < 30$ olduğu veya normal dağılım göstermediği durumlarda parametrik olmayan yöntemler uygulanmıştır. Niceliksel verilerin karşılaştırılmasında iki grup arasındaki farkı Man-Whitney-U, ikiden fazla grup olması halinde parametrelerin gruplar arası karşılaştırmalarında Kruskal Wallis H testi ve farklılığa neden olan grubun tespitinde ise Man-Whitney-U testi kullanılmıştır. Man-Whitney-U testi, bağımsız iki örneklemin aynı medyanlı popülasyondan alınmış rastgele örnekler olup olmadığını test etmek için uygulanır ve t testinin parametrik olmayan alternatifidir¹⁸⁰. Kruskal Wallis H testi ise, parametrik olmayan tek yönlü varyans analizi yöntemidir. Bağımsız örneklerin benzer ortanca değerli popülasyonların rastgele örnekleri olup olmadığını test etmede kullanılır¹⁸¹.

4.4. ARAŞTIRMANIN BULGULARI

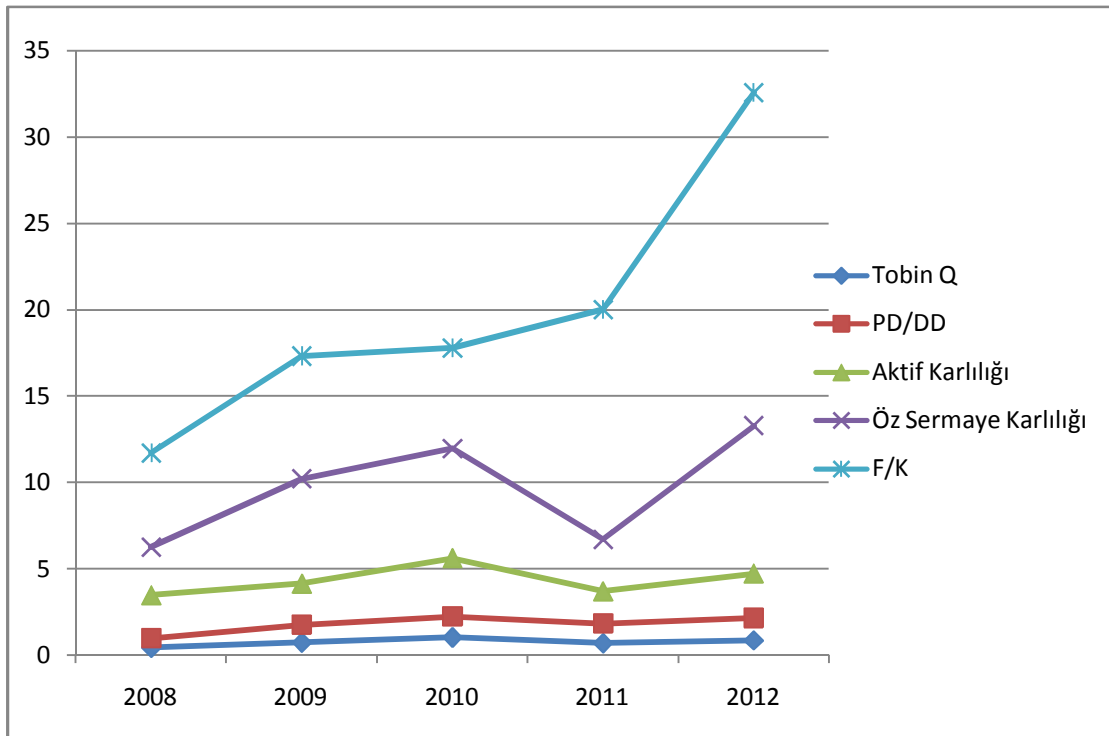
Çalışmada ilk olarak, Borsa İstanbul 100 Endeksi'nde yer alan 82 firmanın 2008-2012 yılları arasındaki finansal performans değişkenlerinin yıllara göre artış ve azalış değerlerini istatistiki açıdan test etmek amacıyla eşleşmiş gruplar t-testi uygulanmıştır. Finansal performans değişkenlerinin 2008-2012 yılları arasında yıllara göre değerlerinin ortalamaları, Tablo 4.5 ve Grafik 4.1' de yer almaktadır.

¹⁸⁰ Özdamar, K., (2002), *Paket Programlar İle İstatistiksel Veri Analizi*, Kaan Kitapevi, 4. Baskı, Eskişehir, s. 516.

¹⁸¹ Özdamar, a.g.e., s. 520.

Tablo 4.5. Yıllara Göre Finansal Performans Değerlerinin Ortalamaları

	2008	2009	2010	2011	2012
Aktif karlılığı	3,473	4,13	5,604	3,691	4,725
Öz sermaye karlılığı	6,253	10,208	11,955	6,695	13,272
PD/DD	0,983	1,74	2,226	1,832	2,136
F/K	11,708	17,317	17,782	20,015	32,569
Tobin Q	0,445	0,735	1,032	0,703	0,863

Grafik 4.1. Yıllara Göre Finansal Performans Değerleri

Eşleşmiş gruplar t-testi sonuçlarına göre 2008 yılı ile 2009 yılı arasındaki finansal performans değişkenleri arasındaki farklılaşmalar incelendiğinde; aktif karlılığı parametresindeki artış anlamlı bulunmamıştır ($t=-0,530$; $p=0,597>0,10$). 2008 yılı ile 2009 yılı öz sermaye karlılığı parametresindeki artış da anlamlı bulunmamıştır ($t=-$

1,416; $p=0,159>0,10$). 2009 yılının PD/DD puanları ($x=1,740$), 2008 yılının PD/DD puanlarından ($x=0,983$) yüksek bulunmuştur ($t=-2,984$; $p=0,003<0,01$). 2008 yılı ile 2009 yılı F/K parametresindeki artış ise, % 10'da anlamlı bulunmuştur ($t=-1,864$; $p=0,064<0,10$). 2008 yılı ile 2009 yılı Tobin Q arasındaki fark istatistiksel açıdan % 10'da anlamlı bulunmuştur ($t=-1,722$; $p=0,087<0,10$). Bu durumda Tobin Q değerinin 2008 yılına göre 2009 yılında arttığı söylenebilir.

2009 yılı ile 2010 yılı arasındaki performans göstergeleri arasındaki farklılaşmalar incelendiğinde; aktif karlılığı puanları arasındaki fark istatistiksel açıdan anlamlı bulunmamıştır ($t=-1,327$; $p=0,186>0,10$). 2009 yılı ile 2010 yılı öz sermaye karlılığı puanları arasındaki fark da istatistiksel açıdan anlamlı bulunmamıştır ($t=-0,761$; $p=0,448>0,10$). 2009 yılı ile 2010 yılı PD/DD puanları arasındaki fark istatistiksel açıdan anlamlı bulunmamıştır ($t=-1,525$; $p=0,129>0,10$). 2009 yılı ile 2010 yılı F/K puanları arasındaki fark istatistiksel açıdan anlamlı bulunmamıştır ($t=-0,145$; $p=0,885>0,10$). 2009 yılı ile 2010 yılı Tobin Q puanları arasındaki fark da istatistiksel açıdan anlamlı bulunmamıştır ($t=-1,454$; $p=0,148>0,10$). Bu durumda 2009 yılına göre 2010 yılında hiçbir parametrede istatistiksel olarak anlamlı bir farklılaşma olmamıştır.

2010 yılı ile 2011 yılı arasındaki performans göstergeleri arasındaki farklılaşmalar incelendiğinde; aktif karlılığı puanları arasındaki fark istatistiksel açıdan anlamlı bulunmamıştır ($t=1,609$; $p=0,110>0,10$). 2010 yılı ile 2011 yılı öz sermaye karlılığı puanları arasındaki fark istatistiksel açıdan anlamlı bulunmamıştır ($t=1,514$; $p=0,132>0,10$). 2010 yılı ile 2011 yılı PD/DD puanları arasındaki fark istatistiksel açıdan anlamlı bulunmamıştır ($t=1,129$; $p=0,261>0,10$). 2010 yılı ile 2011 yılı F/K puanları arasındaki fark istatistiksel açıdan anlamlı bulunmamıştır ($t=-0,528$; $p=0,606>0,10$). 2010 yılı ile 2011 yılı Tobin Q puanları arasındaki fark istatistiksel açıdan % 10'da anlamlı bulunmuştur ($t=1,698$; $p=0,092<0,10$). Bu durumda Tobin Q değerinin 2011 yılında 2010 yılına göre düştüğü söylenebilir.

2011 yılı ile 2012 yılı arasındaki performans göstergeleri arasındaki farklılaşmalar incelendiğinde; aktif karlılığı puanları arasındaki fark istatistiksel açıdan anlamlı bulunmamıştır ($t=-0,984$; $p=0,327>0,10$). 2011 yılı ile 2012 yılı öz sermaye karlılığı

puanları arasındaki fark istatistiksel açıdan % 10'da anlamlı bulunmuştur ($t=-1,851$; $p=0,066<0,10$). Anlamlılık düzeyi %10 alındığında, 2011 yılına göre öz sermaye karlılığının 2012 yılında arttığı söylenebilir. 2011 yılı ile 2012 yılı PD/DD puanları arasındaki fark istatistiksel açıdan anlamlı bulunmamıştır ($t=-0,883$; $p=0,378>0,10$). 2011 yılı ile 2012 yılı F/K puanları arasındaki fark istatistiksel açıdan anlamlı bulunmamıştır ($t=-1,209$; $p=0,229>0,10$). 2011 yılı ile 2012 yılı Tobin Q puanları arasındaki fark da istatistiksel açıdan anlamlı bulunmamıştır ($t=-1,098$; $p=0,274>0,10$). Bu durumda öz sermaye karlılığının 2012 yılında 2011 yılına göre arttığı söylenebilir.

Çalışmanın ikinci aşamasında kar payı dağıtan firmaların performanslarının dağıtmayan firmalara göre farklılık gösterip göstermediği Man-Whitney-U testi ile yıllara göre ayrı ayrı test edilmiştir. Kar payı dağıtımı kontrol değişkeni yıllara göre farklılaştığından, verilere yılların toplu olarak analiz edilebileceği “Tekrarlı Ölçümler ANOVA” testi uygulanamamıştır. Son olarak, kar payı dağıtan firmaların nakit, hisse senedi ve melez kar payı dağıtımı şekillerine göre finansal performanslarında bir farklılık olup olmadığı Kruskal Wallis H testi ile araştırılmıştır. Araştırma bulguları aşağıda yer almaktadır.

2008 Yılına İlişkin Bulgular

Finansal performansının kar payı dağıtımına göre farklılık gösterdiğine ilişkin araştırmanın temel hipotezleri aşağıda verilmiştir.

Hipotezler:

H₁: Firmaların 2008 yılı aktif karlılığı kar payı dağıtımına göre anlamlı bir farklılık gösterir.

H₂: Firmaların 2008 yılı öz sermaye karlılığı kar payı dağıtımına göre anlamlı bir farklılık gösterir.

H₃: Firmaların 2008 yılı PD/DD değerleri kar payı dağıtımına göre anlamlı bir farklılık gösterir.

H₄: Firmaların 2008 yılı F/K değerleri kar payı dağıtımına göre anlamlı bir farklılık gösterir.

H₅: Firmaların 2008 yılı Tobin Q değerleri kar payı dağıtımına göre anlamlı bir farklılık gösterir.

Tablo 4.6. 2008 Yılı Kar Payı Dağıtımına Göre Parametrelerin Karşılaştırılması

	Grup	N	Ort	Ss	MW	P
Aktif karlılığı	Dağıtmıyor	30	-2,744	6,213	170,500	0,000
	Dağıtıyor	52	7,059	8,138		
Öz sermaye karlılığı	Dağıtmıyor	30	-8,689	23,236	262,500	0,000
	Dağıtıyor	52	14,873	12,106		
PD/DD	Dağıtmıyor	30	0,720	0,454	691,500	0,394
	Dağıtıyor	52	1,135	1,807		
F/K	Dağıtmıyor	15	19,238	27,668	368,000	0,741
	Dağıtıyor	52	9,536	7,209		
Tobin Q	Dağıtmıyor	30	0,187	0,127	441,500	0,001
	Dağıtıyor	52	0,594	1,349		

Firmaların aktif karlılığı puanları ortalamalarının kar payı dağıtımını değişkenine göre anlamlı bir farklılık gösterip göstermediğini belirlemek amacıyla yapılan Mann Whitney-U testi sonucunda, grup ortalamaları arasındaki fark istatistiksel açıdan anlamlı bulunmuştur (Mann Whitney U=170,500; $p=0,000<0,001$). Kar payı dağıtmayan firmaların aktif karlılığı puanları ($x=-2,744$), kar payı dağıtanların aktif karlılığı puanlarından ($x=7,059$) düşüktür.

Bu bulgular ışığında araştırmanın birinci hipotezini oluşturan;

H₁: Firmaların 2008 yılı aktif karlılığı kar payı dağıtımına göre anlamlı bir farklılık gösterir.

Hipotezinin araştırma verileri tarafından doğrulandığı sonucuna ulaşılmıştır. Buna göre; kar payı dağıtan firmaların aktif karlılığı, kar payı dağıtmayan firmaların aktif karlılığına göre daha yüksek bulunmuştur.

Firmaların öz sermaye karlılığı puanları ortalamalarının kar payı dağıtım değişkenine göre anlamlı bir farklılık gösterip göstermediğini belirlemek amacıyla yapılan Mann Whitney-U testi sonucunda, grup ortalamaları arasındaki fark istatistiksel açıdan anlamlı bulunmuştur (Mann Whitney U=262,500; $p=0,000<0,001$). Kar payı dağıtmayan firmaların öz sermaye karlılığı puanları ($\bar{x}=8,689$), kar payı dağıtanların öz sermaye karlılığı puanlarından ($\bar{x}=14,873$) düşük bulunmuştur.

Bu bulgular ışığında araştırmanın ikinci hipotezini oluşturan;

H₂: Firmaların 2008 yılı öz sermaye karlılığı kar payı dağıtımına göre anlamlı bir farklılık gösterir.

Hipotezinin araştırma verileri tarafından doğrulandığı sonucuna ulaşılmıştır. Buna göre; kar payı dağıtan firmaların öz sermaye karlılığı, kar payı dağıtmayan firmaların öz sermaye karlılığına göre daha yüksek bulunmuştur.

Firmaların PD/DD ve F/K puanları ortalamalarının kar payı dağıtım değişkenine göre anlamlı bir farklılık gösterip göstermediğini belirlemek amacıyla yapılan Mann Whitney-U testi sonucunda, grup ortalamaları arasındaki fark istatistiksel açıdan anlamlı bulunmamıştır ($p>0,10$).

Bu bulgular ışığında araştırmanın üçüncü ve dördüncü hipotezlerini oluşturan;

H₃: Firmaların 2008 yılı PD/DD değerleri kar payı dağıtımına göre anlamlı bir farklılık gösterir.

H₄: Firmaların 2008 yılı F/K değerleri kar payı dağıtımına göre anlamlı bir farklılık gösterir.

Hipotezlerinin araştırma verileri tarafından doğrulanamadığı sonucuna ulaşılmıştır.

Firmaların Tobin Q puanları ortalamalarının kar payı dağıtım değişkenine göre anlamlı bir farklılık gösterip göstermediğini belirlemek amacıyla yapılan Mann Whitney-U testi sonucunda grup ortalamaları arasındaki fark istatistiksel açıdan anlamlı bulunmuştur (Mann Whitney $U=441,500$; $p=0,001 \leq 0,001$). Kar payı dağıtmayanların Tobin Q puanları ($x=0,187$), kar payı dağıtanların Tobin Q puanlarından ($x=0,594$) düşük bulunmuştur.

Bu bulgular ışığında araştırmanın beşinci hipotezini oluşturan;

H₅: Firmaların 2008 yılı Tobin Q değerleri kar payı dağıtımına göre anlamlı bir farklılık gösterir.

Hipotezinin araştırma verileri tarafından doğrulandığı sonucuna ulaşılmıştır. Buna göre; kar payı dağıtan firmaların Tobin Q'su, kar payı dağıtmayan firmaların Tobin Q'suna göre daha yüksek bulunmuştur.

Finansal performansının kar payı dağıtım türüne göre farklılık gösterdiğine ilişkin araştırmanın temel hipotezleri aşağıda verilmiştir.

Hipotezler:

H₆: Firmaların 2008 yılı aktif karlılığı kar payı dağıtım türüne göre anlamlı bir farklılık gösterir.

H₇: Firmaların 2008 yılı öz sermaye karlılığı kar payı dağıtım türüne göre anlamlı bir farklılık gösterir.

H₈: Firmaların 2008 yılı PD/DD değerleri kar payı dağıtım türüne göre anlamlı bir farklılık gösterir.

H₉: Firmaların 2008 yılı F/K değerleri kar payı dağıtım türüne göre anlamlı bir farklılık gösterir.

H₁₀: Firmaların 2008 yılı Tobin Q değerleri kar payı dağıtım türüne göre anlamlı bir farklılık gösterir.

Tablo 4.7. 2008 Yılı Kar Payı Dağıtım Türüne Göre Parametrelerin Karşılaştırılması

	Grup	N	Ort	Ss	KW	p	Fark
Aktif karlılığı	Hisse Senedi	10	5,677	6,209	0,965	0,617	
	Nakit	36	7,635	9,062			
	Melez	6	5,907	4,843			
Öz sermaye karlılığı	Hisse Senedi	10	10,976	9,766	2,700	0,259	
	Nakit	36	15,343	12,904			
	Melez	6	18,547	10,460			
PD/DD	Hisse Senedi	10	0,439	0,128	9,882	0,007	2 > 1
	Nakit	36	1,394	2,121			
	Melez	6	0,740	0,381			
F/K	Hisse Senedi	10	8,046	6,968	4,391	0,111	
	Nakit	36	10,709	7,524			
	Melez	6	4,983	2,683			
Tobin Q	Hisse Senedi	10	0,188	0,081	9,752	0,008	2 > 1 2 > 3
	Nakit	36	0,770	1,594			
	Melez	6	0,216	0,170			

Firmaların 2008 yılı aktif karlılığı, öz sermaye karlılığı ve F/K puanları ortalamalarının kar payı dağıtım türü açısından anlamlı bir farklılık gösterip göstermediğini belirlemek amacıyla yapılan Kruskal Whallis H-Testi sonuçlarına göre; grup ortalamaları arasındaki fark anlamlı bulunmamıştır ($p>0.10$).

Bu bulgular ışığında araştırmanın altıncı, yedinci ve dokuzuncu hipotezlerini oluşturan;

H₆: Firmaların 2008 yılı aktif karlılığı kar payı dağıtım türüne göre anlamlı bir farklılık gösterir.

H₇: Firmaların 2008 yılı öz sermaye karlılığı kar payı dağıtım türüne göre anlamlı bir farklılık gösterir.

H₉: Firmaların 2008 yılı F/K değerleri kar payı dağıtım türüne göre anlamlı bir farklılık gösterir.

Hipotezlerinin araştırma verileri tarafından doğrulanamadığı sonucuna ulaşılmıştır.

Firmaların 2008 yılı PD/DD puanları ortalamalarının kar payı dağıtım türü açısından anlamlı bir farklılık gösterip göstermediğini belirlemek amacıyla yapılan Kruskal Wallis H-Testi sonuçlarına göre; grup ortalamaları arasındaki fark anlamlı bulunmuştur (KW=9,882; p=0,007<0.01). Bu bulgular ışığında araştırmanın sekizinci hipotezini oluşturan; “H₈: Firmaların 2008 yılı PD/DD değerleri kar payı dağıtım türüne göre anlamlı bir farklılık gösterir” hipotezinin araştırma verileri tarafından doğrulandığı sonucuna ulaşılmıştır. Farklılığın hangi gruptan kaynaklandığını belirlemek üzere Mann Whitney U testi uygulanmıştır. Buna göre; dağıtım türü nakit olanların PD/DD puanları (1,394 ± 2,121), dağıtım türü hisse senedi olanların PD/DD puanlarından (0,439 ± 0,128) ve dağıtım türü melez olanların PD/DD puanlarından (0,740± 0,381) yüksek bulunmuştur.

Firmaların 2008 yılı Tobin Q puanları ortalamalarının kar payı dağıtım türü açısından anlamlı bir farklılık gösterip göstermediğini belirlemek amacıyla yapılan Kruskal Wallis H-Testi sonuçlarına göre; grup ortalamaları arasındaki fark anlamlı bulunmuştur (KW=9,752; p=0,008<0.01). Bu bulgular ışığında araştırmanın onuncu hipotezini oluşturan; “H₁₀: Firmaların 2008 yılı Tobin Q değerleri kar payı dağıtım türüne göre anlamlı bir farklılık gösterir” hipotezinin araştırma verileri tarafından doğrulandığı sonucuna ulaşılmıştır. Farklılığın hangi gruptan kaynaklandığını belirlemek üzere Mann Whitney U testi uygulanmıştır. Buna göre; dağıtım türü nakit olanların Tobin Q puanları (0,770 ± 1,594), dağıtım türü hisse senedi olanların Tobin Q puanlarından (0,188 ± 0,081) yüksek bulunmuştur. Dağıtım türü nakit olanların Tobin Q puanları (0,770 ± 1,594), dağıtım türü melez olanların Tobin Q puanlarından da (0,216 ± 0,170) yüksek bulunmuştur.

2009 Yılına İlişkin Bulgular

Finansal performansının kar payı dağıtımına göre farklılık gösterdiğine ilişkin araştırmanın temel hipotezleri aşağıda verilmiştir.

Hipotezler:

H₁: Firmaların 2009 yılı aktif karlılığı kar payı dağıtımına göre anlamlı bir farklılık gösterir.

H₂: Firmaların 2009 yılı öz sermaye karlılığı kar payı dağıtımına göre anlamlı bir farklılık gösterir.

H₃: Firmaların 2009 yılı PD/DD değerleri kar payı dağıtımına göre anlamlı bir farklılık gösterir.

H₄: Firmaların 2009 yılı F/K değerleri kar payı dağıtımına göre anlamlı bir farklılık gösterir.

H₅: Firmaların 2009 yılı Tobin Q değerleri kar payı dağıtımına göre anlamlı bir farklılık gösterir.

Tablo 4.8. 2009 Yılı Kar Payı Dağıtımına Göre Parametrelerin Karşılaştırılması

	Grup	N	Ort	Ss	MW	p
Aktif karlılığı	Dağıtmıyor	30	0,725	5,919	379,500	0,000
	Dağıtıyor	52	6,094	6,775		
Öz sermaye karlılığı	Dağıtmıyor	30	2,778	18,180	392,000	0,000
	Dağıtıyor	52	14,494	10,761		
PD/DD	Dağıtmıyor	30	1,380	0,841	602,000	0,087
	Dağıtıyor	52	1,947	2,097		
F/K	Dağıtmıyor	18	27,198	34,139	359,000	0,206
	Dağıtıyor	50	13,760	8,994		
Tobin Q	Dağıtmıyor	30	0,497	0,340	652,000	0,218
	Dağıtıyor	52	0,872	1,296		

Firmaların aktif karlılığı puanları ortalamalarının kar payı dağıtımını değişkenine göre anlamlı bir farklılık gösterip göstermediğini belirlemek amacıyla yapılan Mann Whitney-U testi sonucunda grup ortalamaları arasındaki fark istatistiksel açıdan anlamlı bulunmuştur (Mann Whitney $U=379,500$; $p=0,000<0,001$). Kar payı dağıtımını yapmayanların aktif karlılık puanları ($x=0,725$), kar payı dağıtımını yapanların aktif karlılık puanlarından ($x=6,094$) düşük bulunmuştur.

Bu bulgular ışığında araştırmanın birinci hipotezini oluşturan;

H₁: Firmaların 2009 yılı aktif karlılığı kar payı dağıtımına göre anlamlı bir farklılık gösterir.

Hipotezinin araştırma verileri tarafından doğrulandığı sonucuna ulaşılmıştır. Buna göre; kar payı dağıtan firmaların aktif karlılığı, kar payı dağıtmayan firmaların aktif karlılığına göre daha yüksek bulunmuştur.

Firmaların öz sermaye karlılığı puanları ortalamalarının kar payı dağıtımını değişkenine göre anlamlı bir farklılık gösterip göstermediğini belirlemek amacıyla yapılan Mann Whitney-U testi sonucunda grup ortalamaları arasındaki fark istatistiksel açıdan anlamlı bulunmuştur (Mann Whitney $U=392,000$; $p=0,000<0,001$). Kar payı dağıtımını yapmayanların öz sermaye karlılığı puanları ($x=2,778$), kar payı dağıtımını yapanların öz sermaye karlılığı puanlarından ($x=14,494$) düşük bulunmuştur.

Bu bulgular ışığında araştırmanın ikinci hipotezini oluşturan;

H₂: Firmaların 2009 yılı öz sermaye karlılığı kar payı dağıtımına göre anlamlı bir farklılık gösterir.

Hipotezinin araştırma verileri tarafından doğrulandığı sonucuna ulaşılmıştır. Buna göre; kar payı dağıtan firmaların öz sermaye karlılığı, kar payı dağıtmayan firmaların öz sermaye karlılığına göre daha yüksek bulunmuştur.

Firmaların PD/DD puanları ortalamalarının kar payı dağıtımını değişkenine göre anlamlı bir farklılık gösterip göstermediğini belirlemek amacıyla yapılan Mann

Whitney-U testi sonucunda grup ortalamaları arasındaki fark istatistiksel açıdan anlamlı bulunmuştur (Mann Whitney $U=602,000$; $p=0,087<0,10$). Kar payı dağıtımı yapmayanların PD/DD puanları ($x=1,380$), kar payı dağıtımı yapanların PD/DD puanlarından ($x=1,947$) düşük bulunmuştur.

Bu bulgular ışığında araştırmanın üçüncü hipotezini oluşturan;

H₃: Firmaların 2009 yılı PD/DD değerleri kar payı dağıtımına göre anlamlı bir farklılık gösterir.

Hipotezinin araştırma verileri tarafından doğrulandığı sonucuna ulaşılmıştır. Buna göre; kar payı dağıtan firmaların PD/DD, kar payı dağıtmayan PD/DD göre daha yüksek bulunmuştur.

Firmaların F/K ve Tobin Q puanları ortalamalarının kar payı dağıtımı değişkenine göre anlamlı bir farklılık gösterip göstermediğini belirlemek amacıyla yapılan Mann Whitney-U testi sonucunda grup ortalamaları arasındaki fark istatistiksel açıdan anlamlı bulunmamıştır ($p>0,10$).

Bu bulgular ışığında araştırmanın dördüncü ve beşinci hipotezlerini oluşturan;

H₄: Firmaların 2009 yılı F/K değerleri kar payı dağıtımına göre anlamlı bir farklılık gösterir.

H₅: Firmaların 2009 yılı Tobin Q değerleri kar payı dağıtımına göre anlamlı bir farklılık gösterir.

Hipotezlerinin araştırma verileri tarafından doğrulanamadığı sonucuna ulaşılmıştır.

Finansal performansının kar payı dağıtım türüne göre farklılık gösterdiğine ilişkin araştırmanın temel hipotezleri aşağıda verilmiştir.

Hipotezler:

H₆: Firmaların 2009 yılı aktif karlılığı kar payı dağıtım türüne göre anlamlı bir farklılık gösterir.

H₇: Firmaların 2009 yılı öz sermaye karlılığı kar payı dağıtım türüne göre anlamlı bir farklılık gösterir.

H₈: Firmaların 2009 yılı PD/DD değerleri kar payı dağıtım türüne göre anlamlı bir farklılık gösterir.

H₉: Firmaların 2009 yılı F/K değerleri kar payı dağıtım türüne göre anlamlı bir farklılık gösterir.

H₁₀: Firmaların 2009 yılı Tobin Q değerleri kar payı dağıtım türüne göre anlamlı bir farklılık gösterir.

Tablo 4.9. 2009 Yılı Kar Payı Dağıtım Türüne Göre Parametrelerin Karşılaştırılması

	Grup	N	Ort	Ss	KW	p
Aktif karlılığı	Hisse Senedi	3	3,797	2,479	0,415	0,812
	Nakit	43	6,140	7,052		
	Melez	6	6,917	6,625		
Öz sermaye karlılığı	Hisse Senedi	3	8,280	6,896	3,089	0,213
	Nakit	43	13,872	9,488		
	Melez	6	22,058	17,626		
PD/DD	Hisse Senedi	3	0,993	0,398	1,952	0,377
	Nakit	43	1,805	1,393		
	Melez	6	3,443	5,008		
F/K	Hisse Senedi	3	14,883	5,192	1,246	0,536
	Nakit	43	13,886	9,557		
	Melez	6	12,337	6,920		
Tobin Q	Hisse Senedi	3	0,483	0,150	0,397	0,820
	Nakit	43	0,855	1,274		
	Melez	6	1,190	1,809		

Araştırmaya katılan firmaların 2009 yılı aktif karlılık, öz sermaye karlılık, PD/DD, F/K ve Tobin Q puanları ortalamalarının kar payı dağıtım türü açısından anlamlı bir farklılık gösterip göstermediğini belirlemek amacıyla yapılan Kruskal Wallis H-Testi sonuçlarına göre; grup ortalamaları arasındaki fark anlamlı bulunmamıştır ($p>0.10$).

Bu bulgular ışığında araştırmanın altıncı, yedinci, sekizinci, dokuzuncu ve onuncu hipotezlerini oluşturan;

H₆: Firmaların 2009 yılı aktif karlılığı kar payı dağıtım türüne göre anlamlı bir farklılık gösterir.

H₇: Firmaların 2009 yılı öz sermaye karlılığı kar payı dağıtım türüne göre anlamlı bir farklılık gösterir.

H₈: Firmaların 2009 yılı PD/DD değerleri kar payı dağıtım türüne göre anlamlı bir farklılık gösterir.

H₉: Firmaların 2009 yılı F/K değerleri kar payı dağıtım türüne göre anlamlı bir farklılık gösterir.

H₁₀: Firmaların 2009 yılı Tobin Q değerleri kar payı dağıtım türüne göre anlamlı bir farklılık gösterir.

Hipotezlerinin araştırma verileri tarafından doğrulanamadığı sonucuna ulaşılmıştır.

2010 Yılına İlişkin Bulgular

Finansal performansının kar payı dağıtımına göre farklılık gösterdiğine ilişkin araştırmanın temel hipotezleri aşağıda verilmiştir.

Hipotezler:

H₁: Firmaların 2010 yılı aktif karlılığı kar payı dağıtımına göre anlamlı bir farklılık gösterir.

H₂: Firmaların 2010 yılı öz sermaye karlılığı kar payı dağıtımına göre anlamlı bir farklılık gösterir.

H₃: Firmaların 2010 yılı PD/DD değerleri kar payı dağıtımına göre anlamlı bir farklılık gösterir.

H₄: Firmaların 2010 yılı F/K değerleri kar payı dağıtımına göre anlamlı bir farklılık gösterir.

H₅: Firmaların 2010 yılı Tobin Q değerleri kar payı dağıtımına göre anlamlı bir farklılık gösterir.

Tablo 4.10. 2010 Yılı Kar Payı Dağıtımına Göre Parametrelerin Karşılaştırılması

	Grup	N	Ort	Ss	MW	p
Aktif karlılığı	Dağıtmıyor	30	4,341	10,260	475,000	0,003
	Dağıtıyor	52	6,333	4,776		
Öz sermaye karlılığı	Dağıtmıyor	30	7,546	19,634	581,000	0,055
	Dağıtıyor	52	14,499	9,715		
PD/DD	Dağıtmıyor	30	2,125	1,901	775,000	0,962
	Dağıtıyor	52	2,285	2,506		
F/K	Dağıtmıyor	22	20,786	24,766	543,000	0,732
	Dağıtıyor	52	16,511	15,050		
Tobin Q	Dağıtmıyor	30	0,888	1,615	620,000	0,123
	Dağıtıyor	52	1,115	1,459		

Firmaların aktif karlılığı puanları ortalamalarının kar payı dağıtımı değişkenine göre anlamlı bir farklılık gösterip göstermediğini belirlemek amacıyla yapılan Mann Whitney-U testi sonucunda grup ortalamaları arasındaki fark istatistiksel açıdan anlamlı bulunmuştur (Mann Whitney U=475,000; p=0,003<0,01). Kar payı dağıtımı yapmayanların aktif karlılık puanları (x=4,341), kar payı dağıtımı yapanların aktif karlılık puanlarından (x=6,333) düşük bulunmuştur.

Bu bulgular ışığında araştırmanın birinci hipotezini oluşturan;

H₁: Firmaların 2010 yılı aktif karlılığı kar payı dağıtımına göre anlamlı bir farklılık gösterir.

Hipotezinin araştırma verileri tarafından doğrulandığı sonucuna ulaşılmıştır. Buna göre; kar payı dağıtan firmaların aktif karlılığı, kar payı dağıtmayan firmaların aktif karlılığına göre daha yüksek bulunmuştur.

Firmaların öz sermaye karlılığı puanları ortalamalarının kar payı dağıtım değişkenine göre anlamlı bir farklılık gösterip göstermediğini belirlemek amacıyla yapılan Mann Whitney-U testi sonucunda grup ortalamaları arasındaki fark istatistiksel açıdan anlamlı bulunmuştur (Mann Whitney U=581,000; $p=0,055<0,10$). Kar payı dağıtım yapmayanların öz sermaye karlılığı puanları ($x=7,546$), kar payı dağıtım yapanların öz sermaye karlılığı puanlarından ($x=14,499$) düşük bulunmuştur.

Bu bulgular ışığında araştırmanın ikinci hipotezini oluşturan;

H₂: Firmaların 2010 yılı öz sermaye karlılığı kar payı dağıtımına göre anlamlı bir farklılık gösterir.

Hipotezinin araştırma verileri tarafından doğrulandığı sonucuna ulaşılmıştır. Buna göre; kar payı dağıtan firmaların öz sermaye karlılığı, kar payı dağıtmayan firmaların öz sermaye karlılığına göre daha yüksek bulunmuştur.

Firmaların PD/DD, F/K ve Tobin Q puanları ortalamalarının kar payı dağıtım değişkenine göre anlamlı bir farklılık gösterip göstermediğini belirlemek amacıyla yapılan Mann Whitney-U testi sonucunda grup ortalamaları arasındaki fark istatistiksel açıdan anlamlı bulunmamıştır ($p>0,10$).

Bu bulgular ışığında araştırmanın üçüncü, dördüncü ve beşinci hipotezlerini oluşturan;

H₃: Firmaların 2010 yılı PD/DD değerleri kar payı dağıtımına göre anlamlı bir farklılık gösterir.

H₄: Firmaların 2010 yılı F/K değerleri kar payı dağıtımına göre anlamlı bir farklılık gösterir.

H₅: Firmaların 2010 yılı Tobin Q değerleri kar payı dağıtımına göre anlamlı bir farklılık gösterir.

Hipotezlerinin araştırma verileri tarafından doğrulanamadığı sonucuna ulaşılmıştır.

Finansal performansının kar payı dağıtım türüne göre farklılık gösterdiğine ilişkin araştırmanın temel hipotezleri aşağıda verilmiştir.

Hipotezler:

H₆: Firmaların 2010 yılı aktif karlılığı kar payı dağıtım türüne göre anlamlı bir farklılık gösterir.

H₇: Firmaların 2010 yılı öz sermaye karlılığı kar payı dağıtım türüne göre anlamlı bir farklılık gösterir.

H₈: Firmaların 2010 yılı PD/DD değerleri kar payı dağıtım türüne göre anlamlı bir farklılık gösterir.

H₉: Firmaların 2010 yılı F/K değerleri kar payı dağıtım türüne göre anlamlı bir farklılık gösterir.

H₁₀: Firmaların 2010 yılı Tobin Q değerleri kar payı dağıtım türüne göre anlamlı bir farklılık gösterir.

Tablo 4.11. 2010 Yılı Kar Payı Dağıtım Türüne Göre Parametrelerin Karşılaştırılması

	Grup	N	Ort	Ss	KW	p
Aktif karlılığı	Hisse Senedi	1	2,690	0,000	1,339	0,512
	Nakit	48	6,562	4,859		
	Melez	3	3,870	3,147		
Öz sermaye karlılığı	Hisse Senedi	1	7,640	0,000	1,049	0,592
	Nakit	48	14,681	10,054		

	Melez	3	13,863	2,505		
PD/DD	Hisse Senedi	1	1,440	0,000	0,497	0,780
	Nakit	48	2,355	2,596		
	Melez	3	1,453	0,505		
F/K	Hisse Senedi	1	18,850	0,000	2,250	0,325
	Nakit	48	16,829	15,576		
	Melez	3	10,637	4,215		
Tobin Q	Hisse Senedi	1	0,510	0,000	2,146	0,342
	Nakit	48	1,166	1,504		
	Melez	3	0,500	0,566		

Araştırmaya katılan firmaların 2010 yılı aktif karlılığı, öz sermaye karlılığı, PD/DD, F/K ve Tobin Q puanları ortalamalarının kar payı dağıtım türü değişkeni açısından anlamlı bir farklılık gösterip göstermediğini belirlemek amacıyla yapılan Kruskal Wallis H-Testi sonuçlarına göre; grup ortalamaları arasındaki fark anlamlı bulunmamıştır ($p>0.10$).

Bu bulgular ışığında araştırmanın altıncı, yedinci, sekizinci, dokuzuncu ve onuncu hipotezlerini oluşturan;

H₆: Firmaların 2010 yılı aktif karlılığı kar payı dağıtım türüne göre anlamlı bir farklılık gösterir.

H₇: Firmaların 2010 yılı öz sermaye karlılığı kar payı dağıtım türüne göre anlamlı bir farklılık gösterir.

H₈: Firmaların 2010 yılı PD/DD değerleri kar payı dağıtım türüne göre anlamlı bir farklılık gösterir.

H₉: Firmaların 2010 yılı F/K değerleri kar payı dağıtım türüne göre anlamlı bir farklılık gösterir.

H₁₀: Firmaların 2010 yılı Tobin Q değerleri kar payı dağıtım türüne göre anlamlı bir farklılık gösterir.

Hipotezlerinin araştırma verileri tarafından doğrulanamadığı sonucuna ulaşılmıştır.

2011 Yılına İlişkin Bulgular

Finansal performansının kar payı dağıtımına göre farklılık gösterdiğine ilişkin araştırmanın temel hipotezleri aşağıda verilmiştir.

Hipotezler:

H₁: Firmaların 2011 yılı aktif karlılığı kar payı dağıtımına göre anlamlı bir farklılık gösterir.

H₂: Firmaların 2011 yılı öz sermaye karlılığı kar payı dağıtımına göre anlamlı bir farklılık gösterir.

H₃: Firmaların 2011 yılı PD/DD değerleri kar payı dağıtımına göre anlamlı bir farklılık gösterir.

H₄: Firmaların 2011 yılı F/K değerleri kar payı dağıtımına göre anlamlı bir farklılık gösterir.

H₅: Firmaların 2011 yılı Tobin Q değerleri kar payı dağıtımına göre anlamlı bir farklılık gösterir.

Tablo 4.12. 2011 Yılı Kar Payı Dağıtımına Göre Parametrelerin Karşılaştırılması

	Grup	N	Ort	Ss	MW	p
Aktif karlılığı	Dağıtmıyor	30	-1,876	8,211	241,500	0,000
	Dağıtıyor	52	6,903	5,730		
Öz sermaye karlılığı	Dağıtmıyor	30	-10,120	38,328	297,500	0,000
	Dağıtıyor	52	16,396	11,957		
PD/DD	Dağıtmıyor	30	1,728	2,357	575,500	0,049

	Dağıtıyor	52	1,891	2,102		
F/K	Dağıtmıyor	16	30,473	40,379	370,000	0,506
	Dağıtıyor	52	16,798	27,047		
Tobin Q	Dağıtmıyor	30	0,488	0,894	428,500	0,001
	Dağıtıyor	52	0,828	0,865		

Firmaların aktif karlılığı puanları ortalamalarının kar payı dağıtımını değişkenine göre anlamlı bir farklılık gösterip göstermediğini belirlemek amacıyla yapılan Mann Whitney-U testi sonucunda grup ortalamaları arasındaki fark istatistiksel açıdan anlamlı bulunmuştur (Mann Whitney $U=241,500$; $p=0,000<0,001$). Kar payı dağıtımını yapmayanların aktif karlılığı puanları ($x=-1,876$), kar payı dağıtımını yapanların aktif karlılığı puanlarından ($x=6,903$) düşük bulunmuştur.

Bu bulgular ışığında araştırmanın birinci hipotezini oluşturan;

H₁: Firmaların 2011 yılı aktif karlılığı kar payı dağıtımına göre anlamlı bir farklılık gösterir.

Hipotezinin araştırma verileri tarafından doğrulandığı sonucuna ulaşılmıştır. Buna göre; kar payı dağıtan firmaların aktif karlılığı, kar payı dağıtmayan firmaların aktif karlılığına göre daha yüksek bulunmuştur.

Firmaların öz sermaye karlılığı puanları ortalamalarının kar payı dağıtımını değişkenine göre anlamlı bir farklılık gösterip göstermediğini belirlemek amacıyla yapılan Mann Whitney-U testi sonucunda grup ortalamaları arasındaki fark istatistiksel açıdan anlamlı bulunmuştur (Mann Whitney $U=297,500$; $p=0,000<0,001$). Kar payı dağıtımını yapmayanların öz sermaye karlılık puanları ($x=-10,120$), kar payı dağıtımını yapanların öz sermaye karlılık puanlarından ($x=16,396$) düşük bulunmuştur.

Bu bulgular ışığında araştırmanın ikinci hipotezini oluşturan;

H₂: Firmaların 2011 yılı öz sermaye karlılığı kar payı dağıtımına göre anlamlı bir farklılık gösterir.

Hipotezinin araştırma verileri tarafından doğrulandığı sonucuna ulaşılmıştır. Buna göre; kar payı dağıtan firmaların öz sermaye karlılığı, kar payı dağıtmayan firmaların öz sermaye karlılığına göre daha yüksek bulunmuştur.

Firmaların PD/DD puanları ortalamalarının kar payı dağıtım değişkenine göre anlamlı bir farklılık gösterip göstermediğini belirlemek amacıyla yapılan Mann Whitney-U testi sonucunda grup ortalamaları arasındaki fark istatistiksel açıdan anlamlı bulunmuştur (Mann Whitney $U=575,500$; $p=0,049<0,05$). Kar payı dağıtım yapmayanların PD/DD puanları ($x=1,728$), kar payı dağıtım yapanların PD/DD puanlarından ($x=1,891$) düşük bulunmuştur.

Bu bulgular ışığında araştırmanın üçüncü hipotezini oluşturan;

H₃: Firmaların 2011 yılı PD/DD değerleri kar payı dağıtımına göre anlamlı bir farklılık gösterir.

Hipotezinin araştırma verileri tarafından doğrulandığı sonucuna ulaşılmıştır. Buna göre; kar payı dağıtan firmaların PD/DD, kar payı dağıtmayan PD/DD göre daha yüksek bulunmuştur.

Firmaların F/K puanları ortalamalarının kar payı dağıtım değişkenine göre anlamlı bir farklılık gösterip göstermediğini belirlemek amacıyla yapılan Mann Whitney-U testi sonucunda grup ortalamaları arasındaki fark istatistiksel açıdan anlamlı bulunmamıştır ($p>0,05$).

Bu bulgular ışığında araştırmanın dördüncü hipotezini oluşturan;

H₄: Firmaların 2011 yılı F/K değerleri kar payı dağıtımına göre anlamlı bir farklılık gösterir.

Hipotezi araştırma verileri tarafından doğrulanamadığı sonucuna ulaşılmıştır.

Firmaların Tobin Q puanları ortalamalarının kar payı dağıtım değişkenine göre anlamlı bir farklılık gösterip göstermediğini belirlemek amacıyla yapılan Mann Whitney-U testi sonucunda grup ortalamaları arasındaki fark istatistiksel açıdan anlamlı

bulunmuştur (Mann Whitney $U=428,500$; $p=0,001<0,01$). Kar payı dağıtımı yapmayanların Tobin Q puanları ($x=0,488$), kar payı dağıtımı yapanların Tobin Q puanlarından ($x=0,828$) düşük bulunmuştur.

Bu bulgular ışığında araştırmanın beşinci hipotezini oluşturan;

H₅: Firmaların 2011 yılı Tobin Q değerleri kar payı dağıtımına göre anlamlı bir farklılık gösterir.

Hipotezinin araştırma verileri tarafından doğrulandığı sonucuna ulaşılmıştır. Buna göre; kar payı dağıtan firmaların Tobin Q' su, kar payı dağıtmayan Tobin Q' suna göre daha yüksek bulunmuştur.

Finansal performansının kar payı dağıtım türüne göre farklılık gösterdiğine ilişkin araştırmanın temel hipotezleri aşağıda verilmiştir.

Hipotezler:

H₆: Firmaların 2011 yılı aktif karlılığı kar payı dağıtım türüne göre anlamlı bir farklılık gösterir.

H₇: Firmaların 2011 yılı öz sermaye karlılığı kar payı dağıtım türüne göre anlamlı bir farklılık gösterir.

H₈: Firmaların 2011 yılı PD/DD değerleri kar payı dağıtım türüne göre anlamlı bir farklılık gösterir.

H₉: Firmaların 2011 yılı F/K değerleri kar payı dağıtım türüne göre anlamlı bir farklılık gösterir.

H₁₀: Firmaların 2011 yılı Tobin Q değerleri kar payı dağıtım türüne göre anlamlı bir farklılık gösterir.

Tablo 4.13. 2011 Yılı Kar Payı Dağıtım Türüne Göre Parametrelerin Karşılaştırılması

	Grup	N	Ort	Ss	KW	p
Aktif karlılığı	Hisse Senedi	2	5,050	1,117	0,139	0,933
	Nakit	46	7,140	5,993		
	Melez	4	5,108	3,422		
Öz sermaye karlılığı	Hisse Senedi	2	11,725	4,080	0,285	0,867
	Nakit	46	16,786	12,618		
	Melez	4	14,238	3,701		
PD/DD	Hisse Senedi	2	1,600	0,863	0,983	0,612
	Nakit	46	1,979	2,216		
	Melez	4	1,030	0,143		
F/K	Hisse Senedi	2	15,920	12,883	1,167	0,558
	Nakit	46	17,627	28,579		
	Melez	4	7,703	2,928		
Tobin Q	Hisse Senedi	2	0,730	0,467	1,187	0,552
	Nakit	46	0,868	0,905		
	Melez	4	0,413	0,312		

Araştırmaya katılan firmaların 2011 yılı aktif karlılığı, öz sermaye karlılığı, PD/DD, F/K ve Tobin Q puanları ortalamalarının kar payı dağıtım türü değişkeni açısından anlamlı bir farklılık gösterip göstermediğini belirlemek amacıyla yapılan Kruskal Wallis H-Testi sonuçlarına göre; grup ortalamaları arasındaki fark anlamlı bulunmamıştır ($p>0.10$).

Bu bulgular ışığında araştırmanın altıncı, yedinci, sekizinci, dokuzuncu ve onuncu hipotezlerini oluşturan;

H₆: Firmaların 2011 yılı aktif karlılığı kar payı dağıtım türüne göre anlamlı bir farklılık gösterir.

H₇: Firmaların 2011 yılı öz sermaye karlılığı kar payı dağıtım türüne göre anlamlı bir farklılık gösterir.

H₈: Firmaların 2011 yılı PD/DD değerleri kar payı dağıtım türüne göre anlamlı bir farklılık gösterir.

H₉: Firmaların 2011 yılı F/K değerleri kar payı dağıtım türüne göre anlamlı bir farklılık gösterir.

H₁₀: Firmaların 2011 yılı Tobin Q değerleri kar payı dağıtım türüne göre anlamlı bir farklılık gösterir.

Hipotezlerinin araştırma verileri tarafından doğrulanamadığı sonucuna ulaşılmıştır.

2012 Yılına İlişkin Bulgular

Finansal performansının kar payı dağıtımına göre farklılık gösterdiğine ilişkin araştırmanın temel hipotezleri aşağıda verilmiştir.

Hipotezler:

H₁: Firmaların 2012 yılı aktif karlılığı kar payı dağıtımına göre anlamlı bir farklılık gösterir.

H₂: Firmaların 2012 yılı öz sermaye karlılığı kar payı dağıtımına göre anlamlı bir farklılık gösterir.

H₃: Firmaların 2012 yılı PD/DD değerleri kar payı dağıtımına göre anlamlı bir farklılık gösterir.

H₄: Firmaların 2012 yılı F/K değerleri kar payı dağıtımına göre anlamlı bir farklılık gösterir.

H₅: Firmaların 2012 yılı Tobin Q değerleri kar payı dağıtımına göre anlamlı bir farklılık gösterir.

Tablo 4.14. 2012 Yılı Kar Payı Dağıtımına Göre Parametrelerin Karşılaştırılması

	Grup	N	Ort	Ss	MW	p
Aktif karlılığı	Dağıtmıyor	28	1,823	5,997	358,500	0,000
	Dağıtıyor	54	6,230	4,137		
Öz sermaye karlılığı	Dağıtmıyor	28	7,762	22,239	369,500	0,000
	Dağıtıyor	54	16,128	10,544		
PD/DD	Dağıtmıyor	28	1,780	1,617	598,000	0,122
	Dağıtıyor	54	2,320	2,477		
F/K	Dağıtmıyor	22	73,882	142,842	567,000	0,757
	Dağıtıyor	54	15,738	9,005		
Tobin Q	Dağıtmıyor	28	0,662	0,869	513,500	0,018
	Dağıtıyor	54	0,966	1,007		

Firmaların aktif karlılığı puanları ortalamalarının kar payı dağıtım değişkenine göre anlamlı bir farklılık gösterip göstermediğini belirlemek amacıyla yapılan Mann Whitney-U testi sonucunda grup ortalamaları arasındaki fark istatistiksel açıdan anlamlı bulunmuştur (Mann Whitney $U=358,500$; $p=0,000<0,001$). Kar payın dağıtım yapmayanların aktif karlılığı puanları ($x=1,823$), kar payı dağıtım yapanların aktif karlılığı puanlarından ($x=6,230$) düşük bulunmuştur.

Bu bulgular ışığında araştırmanın birinci hipotezini oluşturan;

H₁: Firmaların 2012 yılı aktif karlılığı kar payı dağıtımına göre anlamlı bir farklılık gösterir.

Hipotezinin araştırma verileri tarafından doğrulandığı sonucuna ulaşılmıştır. Buna göre; kar payı dağıtan firmaların aktif karlılığı, kar payı dağıtmayan firmaların aktif karlılığına göre daha yüksek bulunmuştur.

Firmaların öz sermaye karlılık puanları ortalamalarının kar payı dağıtım değişkenine göre anlamlı bir farklılık gösterip göstermediğini belirlemek amacıyla

yapılan Mann Whitney-U testi sonucunda grup ortalamaları arasındaki fark istatistiksel açıdan anlamlı bulunmuştur (Mann Whitney $U=369,500$; $p=0,000<0,001$). Kar payı dağıtımı yapmayanların öz sermaye karlılık puanları ($x=7,762$), kar payı dağıtımı yapanların öz sermaye karlılık puanlarından ($x=16,128$) düşük bulunmuştur.

Bu bulgular ışığında araştırmanın ikinci hipotezini oluşturan;

H₂: Firmaların 2012 yılı öz sermaye karlılığı kar payı dağıtımına göre anlamlı bir farklılık gösterir.

Hipotezinin araştırma verileri tarafından doğrulandığı sonucuna ulaşılmıştır. Buna göre; kar payı dağıtan firmaların öz sermaye karlılığı, kar payı dağıtmayan firmaların öz sermaye karlılığına göre daha yüksek bulunmuştur.

Firmaların PD/D ve F/K puanları ortalamalarının kar payı dağıtımı değişkenine göre anlamlı bir farklılık gösterip göstermediğini belirlemek amacıyla yapılan Mann Whitney-U testi sonucunda grup ortalamaları arasındaki fark istatistiksel açıdan anlamlı bulunmamıştır ($p>0,10$).

Bu bulgular ışığında araştırmanın üçüncü ve dördüncü hipotezlerini oluşturan;

H₃: Firmaların 2012 yılı PD/DD değerleri kar payı dağıtımına göre anlamlı bir farklılık gösterir.

H₄: Firmaların 2012 yılı F/K değerleri kar payı dağıtımına göre anlamlı bir farklılık gösterir.

Hipotezlerinin araştırma verileri tarafından doğrulanamadığı sonucuna ulaşılmıştır.

Firmaların Tobin Q puanları ortalamalarının kar payı dağıtımı değişkenine göre anlamlı bir farklılık gösterip göstermediğini belirlemek amacıyla yapılan Mann Whitney-U testi sonucunda grup ortalamaları arasındaki fark istatistiksel açıdan anlamlı bulunmuştur (Mann Whitney $U=513,500$; $p=0,018<0,05$). Kar payı dağıtımı

yapmayanların Tobin Q puanları ($x=0,662$), kar payı dağıtımı yapanların Tobin Q puanlarından ($x=0,966$) düşük bulunmuştur.

Bu bulgular ışığında araştırmanın beşinci hipotezini oluşturan;

H₅: Firmaların 2012 yılı Tobin Q değerler kar payı dağıtımına göre anlamlı bir farklılık gösterir.

Hipotezinin araştırma verileri tarafından doğrulandığı sonucuna ulaşılmıştır. Buna göre; kar payı dağıtan firmaların Tobin Q' su, kar payı dağıtmayan Tobin Q' suna göre daha yüksek bulunmuştur.

Finansal performansının kar payı dağıtım türüne göre farklılık gösterdiğine ilişkin araştırmanın temel hipotezleri aşağıda verilmiştir.

Hipotezler:

H₆: Firmaların 2012 yılı aktif karlılığı kar payı dağıtım türüne göre anlamlı bir farklılık gösterir.

H₇: Firmaların 2012 yılı öz sermaye karlılığı kar payı dağıtım türüne göre anlamlı bir farklılık gösterir.

H₈: Firmaların 2012 yılı PD/DD değerleri kar payı dağıtım türüne göre anlamlı bir farklılık gösterir.

H₉: Firmaların 2012 yılı F/K değerleri kar payı dağıtım türüne göre anlamlı bir farklılık gösterir.

H₁₀: Firmaların 2012 yılı Tobin Q değerleri kar payı dağıtım türüne göre anlamlı bir farklılık gösterir.

Tablo 4.15. 2012 Yılı Kar Payı Dağıtım Türüne Göre Parametrelerin Karşılaştırılması

	Grup	N	Ort	Ss	KW	p
Aktif karlılığı	Nakit	47	6,302	4,107	0,203	0,652
	Melez	7	5,743	4,642		

Öz sermaye karlılığı	Nakit	47	16,532	10,248	1,560	0,212
	Melez	7	13,416	12,922		
PD/DD	Nakit	47	2,166	1,548	1,434	0,231
	Melez	7	3,354	5,866		
F/K	Nakit	47	15,335	8,818	0,789	0,374
	Melez	7	18,441	10,506		
Tobin Q	Nakit	47	0,903	0,736	0,048	0,827
	Melez	7	1,396	2,136		

Araştırmaya katılan firmaların 2012 yılı aktif karlılığı, öz sermaye karlılığı, PD/DD, F/K ve Tobin Q puanları ortalamalarının kar payı dağıtım türü değişkeni açısından anlamlı bir farklılık gösterip göstermediğini belirlemek amacıyla yapılan Kruskal Wallis H-Testi sonuçlarına göre; grup ortalamaları arasındaki fark anlamlı bulunmamıştır ($p>0.10$).

Bu bulgular ışığında araştırmanın altıncı, yedinci, sekizinci, dokuzuncu ve onuncu hipotezlerini oluşturan;

H₆: Firmaların 2012 yılı aktif karlılığı kar payı dağıtım türüne göre anlamlı bir farklılık gösterir.

H₇: Firmaların 2012 yılı öz sermaye karlılığı kar payı dağıtım türüne göre anlamlı bir farklılık gösterir.

H₈: Firmaların 2012 yılı PD/DD değerleri kar payı dağıtım türüne göre anlamlı bir farklılık gösterir.

H₉: Firmaların 2012 yılı F/K değerleri kar payı dağıtım türüne göre anlamlı bir farklılık gösterir.

H₁₀: Firmaların 2012 yılı Tobin Q değerleri kar payı dağıtım türüne göre anlamlı bir farklılık gösterir.

Hipotezlerinin araştırma verileri tarafından doğrulanamadığı sonucuna ulaşılmıştır.

SONUÇ

Firmalar, hisse senetlerinin piyasa fiyatının maksimum olmasına özen gösterirler. Bunun başlıca nedeni piyasa değeri yüksek olan hisse senetlerine yatırımcıların göstermiş oldukları ilgidir. Yatırımcılar, hisse senetlerinin değer artışlarından sermaye kazancı elde etmenin yanında, kar payı kazancı sağlamayı da hedeflemektedir. Böylece yatırımcılar, kar payı dağıtan hisselerle yönelmekte, bu da firma sahiplerinin kar payına gösterdikleri önemin artmasına neden olmaktadır. Kar payı dağıtımının piyasa performansı üzerine etkisi, literatürde tartışılmaya devam edilen bir konudur. Yıllardır teorik olarak tartışılan bu konu hakkında birçok görüş bulunmakta, ancak bu görüşler ispatlanamamaktadır. Çünkü böyle bir teorinin ispatlanması ancak, bütün şartları aynı iki firmanın verilerinin karşılaştırılarak kar payı dağıtanın mı, yoksa dağıtmayanın mı daha yüksek piyasa performansına sahip olması ile anlaşılabilecektir. Bütün verileri aynı iki firma bulmak güçtür. Bu nedenle, burada elde edilen sonuçlar, sadece yatırımcılara ve firma sahiplerine yol gösterici ve yardımcı olması bakımından önemlidir.

Yapılan birçok araştırmada, kanun ve şirket sözleşmesinde yer alan hükümler, işletmenin likidite durumu, şirketin borç ödeme gereği, kredi sözleşmesinde yer alan hükümler, yeni yatırım planları, şirketin büyüme hızı, istikrarlı kar dağıtımı, şirketin ortaklık yapısı, şirketin sermaye piyasasına başvurma imkanı, vergi etkisi gibi birçok etken, kar payı dağıtım politikasını etkileyen faktörler olarak ön plana çıkmaktadır. Özellikle ülkemizde firmaların tabi oldukları kanunlar bakımından halka açık olup olmamaları büyük önem taşımaktadır. Çünkü halka açık anonim şirketler Türk Ticaret Kanunu ve Vergi Kanununun yanında Sermaye Piyasası Kanununa da tabidirler.

Kar payı dağıtımını etkileyen önemli faktörlerden biri de, firmanın likidite durumudur. Çünkü firmanın karlı olması demek, kar payı dağıtabilme olanağına sahip olduğu anlamına gelmemektedir. Özellikle hızlı büyüme içerisinde bulunan firmalar sürekli nakit ihtiyacı içerisinde olacaktır. Bu durumdaki firmalar, ellerindeki nakdi yatırımlara yönlendirip kar payı dağıtmamayı tercih edebilirler.

Kar payı dağıtım politikasını etkileyen bir diğer faktör ise, firmanın borçlanma yeteneğidir. Eğer firma kısa sürede borç bulabilme kabiliyetine sahipse, kar payı

dağıtımında esnek bir politika izleyebilir. Ancak borçlanma yeteneği zayıf olan firmalar, kar payı dağıtımında daha katı bir politika izleyerek borçlanma ile finansmanı değil, oto finansmanı tercih edip, kar paylarını firma bünyesinde tutmak isteyebilir. Özellikle yeni ve piyasada kendini ispatlayamamış firmalarda bu durum gözlemlenebilir. Ancak büyük ve piyasada tanınmış olan firmaların da ağır borç yükü altında olması mümkündür. Bu durumda, bu firmaların borçlarını ödemeyi kar payı dağıtmaya tercih etmeleri beklenebilir. Zaten bir diğer önemli faktör olan kredi sözleşmesinde yer alan hükümler de burada değerlendirilebilir. Zira borçlanmayı seçen bir firma, kredi sözleşmesinde borç aldığı kuruluşun koyduğu sınırlayıcı hükümlere uymak zorundadır. Birçok finans kuruluşu kredi sözleşmelerine kar paylarının dağıtılmaması ya da belli miktarlarda dağıtılması yönünde maddeler ekleyebilir.

Kar payı dağıtım politikasını etkileyen önemli faktörlerden birisi de, ortakların vergi durumlarıdır. Firmaların dağıttıkları karlarla, bünyelerinde bıraktıkları karların farklı oranlarda vergilendirilmesi, firma ortaklarının gelir vergisi açısından içinde bulundukları vergi dilimleri dolayısıyla tabi oldukları vergi oranları, değer kazanmış hisse senetlerinin satışından doğan sermaye kazançlarının vergilendirilip vergilendirilmemesi ve sermaye kazançlarına uygulanan vergi oranı kar payı dağıtımını etkiler.

Kar payları firma yöneticileri için oldukça yol gösterici bir nitelikte taşımaktadır. Çünkü dağıtılan kar payları firmanın şu anki performansını ve gelecekteki beklentileri açıklamada yardımcı olur. Yöneticiler için önemli olan bir diğer karar ise, firmanın kazancının firma bünyesinde mi tutulacağı yoksa, ortaklara mı dağıtılacağıdır. Burada önemli olan nokta firmanın optimal sermaye yapısını belirleyerek, yatırımların ne kadarının öz kaynaklardan ne kadarının firma bünyesinde bırakılan karlardan sağlanacağını kararının verilmesidir. Çünkü dağıtılmayarak firma bünyesinde tutulan karlar bir sermaye kaynağıdır. Dolayısıyla büyüme oranının yüksek olan ve yatırım fırsatları bulunan bir firmanın çok fazla kar payı dağıtmaması beklenir. Özellikle yeni ve büyüme eğiliminde olan firmalar sermaye piyasalarından kaynak sağlamanın güçlüğüne kar paylarını firma bünyesinde tutarak gidermek isteyebilir.

Temel amacı firmanın karını maksimize etmek ve piyasa değerini en yükseğe çıkarmak olan yöneticiler için kar payı dağıtım politikaları etkin bir araçtır. Yöneticiler kar payı dağıtımında nakit, hisse senedi ya da melez kar payı dağıtım yöntemlerinden hangisini kullanacakları ve sabit oranlı, istikrarlı ve değişken kar payı dağıtımı gibi yöntemlerden hangisini benimseyecekleri yöneticiler için önemli karar aşamalarıdır.

Kar payı dağıtım politikalarının piyasa değeri üzerine etkilerine yönelik bugüne kadar birçok farklı görüş ortaya atılmıştır. Özellikle Modigliani ve Miller firmaların kar payı dağıtıp dağıtmaması firmanın piyasa değeri üzerine hiçbir etkisinin olmadığı savunur. Modigliani ve Miller'a göre firmanın piyasa değerinin etkileyen en önemli şey firmanın kazanç gücü ve buna bağlı olarak gelişen yatırım ve finanslama kararlarındaki başarıdır. Modigliani ve Miller kar payı dağıtımından sonra ortaya çıkacak finansal ihtiyacı karşılamak için yeni kaynak bulunması gerekecek ve bu ihtiyacın piyasadan sağlanması sırasında kar payı dağıtımıyla yükselen piyasa değeri, borçlanma nedeniyle yine aynı seviyeye çekilecektir.

Kar payı dağıtımı kararlarının firmaların piyasa performansını etkilediğini öne süren diğer bir görüş ise, Gordon ve Linther tarafından ortaya atılmıştır. Gordon ve Linther'e göre yatırımcılar riskten kaçınma eğilimi içerisindedirler. Bu nedenle gelecekte daha fazla kazanç sağlamaktansa, şimdiden daha az ama daha kesin olan kazançları tercih edeceklerdir. Bu görüşlerini ise eldeki bir kuşun daldaki iki kuştan daha faydalı olduğunu söyleyerek açıklamışlardır.

Kar payı dağıtımında vergi etkisinin olduğunu savunun bir diğer görüş ise, Litzenberger ve Ramaswamy tarafından ortaya atılmıştır. Kar paylarının sermaye kazançlarına oranla daha yüksek vergilendirilmesi nedeniyle yatırımcıların, kar payı oranı düşük ama getirisi yüksek olan hisse senetlerine yönelmesi gerektiğini savunmaktadır. Bu teori, aynı zamanda düşük ya da sıfır kar payı politikasını uygulayan firmaların piyasa değerlerini maksimize ettiğini savunur.

Bu çalışma kar payı dağıtımının finansal performans üzerinde etkisi olup olmadığını, literatürde ortaya atılan birçok görüşten hangisinin bu çalışmanın

sonuçlarını desteklediğini ortaya koymak ve yatırımcılar ile firma yöneticilerine yol göstermek amacıyla hazırlanmıştır.

Araştırmanın veri setini, Borsa İstanbul'da 2008 yılından 2012 yılına kadar işlem gören 82 firmanın aktif karlılığı, öz sermaye karlılığı, PD/DD, F/K ve Tobin Q değerleri ile firmaların kullandıkları kar payı dağıtım şekilleri oluşturmuştur. Çalışmada iki aşamalı analiz yapılmıştır. İlk aşamada, kar payı dağıtan firmaların finansal performanslarının kar payı dağıtmayan firmalara göre farklılık gösterip göstermediği Man-Whitney-U testi ile test edilmiştir. İkinci aşamada ise, kar payı dağıtımını yapan firmaların dağıtım şekillerine göre finansal performanslarında bir farklılık olup olmadığı Kruskal Wallis H testi ile araştırılmıştır.

Analiz sonucunda elde edilen bulgulara göre; firmaların muhasebe performansını ölçen aktif karlılığı ve öz sermaye karlılığı oranları kar payı dağıtımına göre anlamlı bir farklılık göstermiştir. Kar payı dağıtan firmaların aktif karlılığı ve öz sermaye karlılığı kar payı dağıtmayan firmalara göre daha yüksek çıkmıştır. Firmaların piyasa performansını ölçen PD/DD ve Tobin Q değerleri kar payı dağıtımına göre anlamlı bir farklılık gösterirken, F/K oranı açısından kar payı dağıtan ve dağıtmayan firmalar arasında herhangi bir farklılık tespit edilememiştir. Kar payı dağıtan firmaların PD/DD oranları ve Tobin Q değerleri kar payı dağıtmayan firmalara göre daha yüksek çıkmıştır.

Diğer taraftan finansal performansın kar payı dağıtım türüne göre farklılık gösterip göstermediğine ilişkin yapılan analiz sonucunda ise; 2009- 2012 yılları arasında gerek muhasebe gerekse piyasa performansı değişkenlerinden hiçbirisi kar payı dağıtım türü açısından istatistiksel olarak anlamlı bir farklılık göstermemiştir. Ancak, 2008 yılında firmaların PD/DD oranları ve Tobin Q değerleri kar payı dağıtım türüne göre farklılaşmıştır. Dağıtım türü nakit olanların PD/DD ve Tobin Q değerleri, dağıtım türü hisse senedi ve melez olanlara göre daha yüksek çıkmıştır.

Çalışmanın bulguları Türkçe literatür ile karşılaştırıldığında; Özenalp (2000) tarafından 1986-1999 yılları arasında İMKB'de işlem gören ve imalat sanayinde faaliyet gösteren 8 firma için yapmış olduğu çalışmayı destekler niteliktedir. Özenalp çalışmasının sonucunda cari dönem kar paylarının kar payı değişimleri üzerinde olumlu

etkisinin olduğu sonucuna ulaşmıştır. Yine Yücel (2001) tarafından İMKB’ de işlem gören 49 firma üzerinde yapılan çalışmada da kar payı dağıtımının piyasa performansı üzerinde olumlu etkisinin olduğu sonucuna ulaşmıştır. Gürel (2008)’in 2001-2007 yıllarını kapsayan ve İMKB’de işlem gören 179 firma üzerinde yaptığı çalışmanın bulgularına göre kar payı dağıtım politikalarını şirket büyüklüğü ile ilgili olmadığı ve yüksek oranda kar payı ödemesi yapan firmaların piyasa performansının daha yüksek olduğu sonucuna ulaşmıştır. Kaba (2009) tarafından yapılan çalışmada 2000-2007 yılları arasında İMKB’de işlem gören 222 firma analiz edilmiş ve firmaların kar payı dağıtım oranları arttıkça firmaya ait hisse senetlerinin değerlerinin de arttığı gözlenmiştir. Başkaya (2012) tarafından 2008-2012 yılları arasında İMKB’de işlem gören 41 firma üzerinde yapılan bir başka çalışmada ise, kar payı ödemelerinin artacağı ya da azalacağı yönündeki duyuruların bile hisse senedi fiyatlarını etkilediği sonucuna ulaşılmıştır. Omağ (2007) tarafından yapılan çalışmada 1998-2005 yılları arasında İMKB’de işlem gören 79 firma değerlendirilmiş ve kar payı dağıtım politikalarının büyüme ve piyasa değerini olumlu yönde etkilediği tespit edilmiştir. Ancak, Karaca (2007) tarafından yapılan ve İMKB’de 2000 yılından 2005 yılına kadar kar payı dağıtımı yapan şirketlerin incelendiği çalışmanın sonuçları ile farklı sonuçlar elde edilmiştir. Çünkü Karaca çalışmasında yatırımcıların kar payı ödeme miktarları ile ilgilenmedikleri, kar payı ödeme şekillerine daha çok önem verdikleri, hatta nakit olarak yapılan kar payı ödemelerinin yatırımcıyı daha çok memnun ettiği sonucuna ulaşmıştır. Bu çalışmada ise, 2008 yılı hariç diğer yıllarda firmaların finansal performansları kar dağıtım türüne göre farklılık göstermemiştir. Ancak, 2008 yılı için dağıtım türü nakit olan firmaların piyasa performansı dağıtım türü hisse senedi ve melez olanlara göre daha yüksek çıkmıştır.

Çalışmanın bulguları kar payı dağıtımının piyasa performansı üzerine etkisinin olup olmadığı tartışmalarını başlatan temel bazı teoriler açısından değerlendirildiğinden ise, Modigliani ve Miller tarafından ortaya atılan ve kar payı dağıtımının piyasa performansını etkilemediğini savunan görüşe aykırı bir sonuca ulaşılmıştır. Çünkü Modigliani ve Miller kar payı dağıtımının piyasa performansını olumlu yönde etkilemeyeceğini, etkilese bile kar payı dağıtımı sonrasında oluşan finansal ihtiyacın

borçlanma yoluyla karşılanması sırasında piyasa performansının aynı seviyeye gerileceğini iddia eder. Modigliani ve Miller'in kar payı ilintisizliği görüşüne karşıt görüş olarak Gordon ve Linther tarafından ortaya atılan kar payı ilişkisi yaklaşımı ise bu çalışmayı destekler niteliktedir. Gordon ve Linther'e göre yatırımcılar, riskten kaçarlar ve kar payı getirisini sermaye kazancına tercih ederler. Çünkü sermaye kazancı gelecekte, kar payı getirisi ise bugün elde edilir.

Çalışmanın sonuçlarına göre, kar payı dağıtımı firmaların finansal performansını olumlu yönde etkilemektedir. Kar payı dağıtımı yaparak yatırımcılarının beklentilerini karşılayan firma yöneticileri, bu sayede firmanın hem finansal performanslarını yükseltecek, hem de tercih edilen hisse senetleri haline gelmelerini sağlayacaktır. Sonuç olarak, yöneticilerin firma değerini maksimize edebilmek için firmanın elde ettiği karı uygun oranlarda ortaklarına nakit, hisse senedi ya da melez kar payı şeklinde dağıtması önerilir.

KAYNAKÇA

KİTAPLAR

Akgüç, Ö., (1998), *Finansal Yönetim*, Avcıol Basın Yayın, 7. Baskı, İstanbul.

Allen, F., (2002), *Roni Payout Policy*, Wharton Financial Institutions Center.

Ansay, T., (1982), *Anonim Şirketler Hukuku*, 6. Baskı, Ankara.

Ataman, Ü., (2000), *Şirketler Muhasebesi*, Türkmen Kitapevi, 2. Baskı, Ankara.

Aydın, N., Başar, M., ve Coşkun M., (2007), *Finansal Yönetim*, Genç Copy Center, 2. Baskı, Ankara.

Bakır, P., (1985), *Finansal Yönetim*, Nihat Sayar Yayın ve Yardım Vakfı Yayını, İstanbul.

Bolak, M., (1991), *Sermaye Piyasası Menkul Kıymetler ve Portföy Analizi*, Beta Basım Yayın Dağıtım, İstanbul.

Brigham, E. F., (1999), *Finansal Yönetimin Temelleri*, (Çevirenler: Özdemir A. Ve Sarıaslan, H.), Ankara Üniversitesi Yayınları No: 213, 2 Cilt, Ankara.

Brigham, E. F., ve Gapenski, L. C., (1990), *Intermediate Financial Managemant*, The Dreyden Pres, 3. Baskı, USA.

Brigham, E. F., ve Gapenski, L, C., (1994), *Financial Management, Theory And Practice*, The Dreyden Pres, Orlando.

Brigham, E. F., ve Gapenski, L, C., (1995), *Fundamentals of Financial Managemanet*, The Dreyden Pres, 7. Baskı, USA.

Ceylan, A., (2003), *İşletmelerde Finansal Yönetim*, Ekin Kitabevi, Bursa.

Çabuk, A., ve Lazol, İ., (2009), *Mali Tablolar Analizi*, Nobel Yayın Dağıtım, 7. Baskı, Ankara.

Dinler, Z., (2008), *İktisada Giriş*, Ekin Kitabevi, 14. Baskı, Bursa.

Doğan, M., (1996), *Büyük Türkçe Sözlük*, İz Yayıncılık, 10. Baskı, Ankara.

Erdoğan, M., (1990), *İşletme Finansmanı*, Dicle Üniversitesi Diyarbakır MYO Yayını No: 2, Diyarbakır.

Frankfurter, G., Wood, B., ve James, W., (2003), *Dividend Policy: Theory and Practice*, Academic Press Inc., London.

Gitman, L, J., (1991), *Principles of Managerial Finance*, Harper Collins, 6. Baskı, New York.

Gönenli, A., (1988), *İşletmelerde Finansal Yönetim*, İstanbul Üniversitesi İşletme Fakültesi İşletme İktisadı Enstitüsü Yayın No: 187, 6. Baskı, İstanbul.

- Gönenli, A., (1991), *İşletmelerde Finansal Yönetim*, İstanbul Üniversitesi İşletme Fakültesi Yayın No: 250, İstanbul.
- Gücenme, Ü., (1996), *Muhasebe ve Envanter*, Marmara Kitabevi, Bursa.
- Güven, S., (1994), *İşletme Finansmanı*, Etam A.Ş. Web Ofset, Eskişehir.
- İMKB, (2003), *Sermaye Piyasası ve Borsa Temel Bilgiler Kılavuzu*, İMKB Yayınları, İstanbul.
- Karayalçın, Y., (1988), *Muhasebe Hukuku*, Banka ve Ticaret Hukuku Araştırma Enstitüsü, Ankara.
- Koç Yalkın, Y., (2002), *Şirketler Muhasebesi*, Turhan Kitabevi, 2. Baskı, Ankara.
- Lerner, E. ve Carleton, W., (1966), *A Theory of Financial Analysis*, Harbrace Series, New York.
- Okka, O., (2009), *Analitik Finansal Yönetim*, Nobel Yayın Dağıtım, 1. Baskı, Ankara.
- Okka, O., (2010), *Finansal Yönetim*, Nobel Yayın Dağıtım, 4. Baskı, Ankara.
- Özdamar, K., (2002), *Paket Programlar İle İstatistiksel Veri Analizi*, Kaan Kitabevi, 4. Baskı, Eskişehir.
- Poroy, R., Tekinalp, Ü. ve Çamoğlu, E., (2000), *Ortaklıklar ve Kooperatif Hukuku*, 8. Baskı, İstanbul.

- Rao, R. K., (1992), *Financial Managemenet, Concept and Application*, McMillan Publishing Company, New York.
- Samuels, J. M., Wilkes, F. M., ve Brayshaw, R. E., (1995), *Management of Company Finance*, Chapman and Hall, 6. Baskı, London.
- Saunders, A., ve Cornett, M. M., (2006), *Financial Institutions Management: A Risk Management Approach*, McGraw Hill International Edition, 5. Baskı, New York.
- Sayılan, G., (2003), *Soru ve Yanıtlarla İşletme Finansmanı*, Turhan Kitabevi, Ankara.
- Shapiro, A. C., (1991), *Modern Corporate Finance*, McMillan Publihing Company, New York.
- Stanley, B. B., ve Hirt, G. A., (1987), *Foundation of Financial Managemenet*, Irwin Inc. Homewood, Illinois.
- Stephen, R., Randolph, W. ve Jeffrey J., (2005), *Corporate Finance*, McGraw Hill International Edition, 7. Baskı, New York.
- Tekinalp, Ü., (1979), *Anonim Ortaklığın Bilançosu ve Yedek Akçeleri*, 2. Baskı, İstanbul.
- Türko, M., (1985), *Değerleme Açısından Kar Dağıtım Politikası*, Atatürk Üniversitesi Basımevi, Atatürk Üniversitesi Yayınları No: 630, Erzurum.
- Türko, M., (1999), *Finansal Yönetim*, Alfa Yayınları, 1. Baskı, İstanbul.
- Türko, M., (2002), *Finansal Yönetim*, Alfa Yayınları, 2. Baskı, İstanbul.

Van Horne, J. C., ve Wachowicz, J. M., (2005), *Fundamentals of Financial Management*, Prentice Hall International, 20. Baskı, Harlow.

Weston, F. J., ve Brigham, E. F., (1987), *Essentials of Managerial Finance*, Dryden Pres, Holt, Rinehart and Winston, New York.

Weston, F. J., ve Brigham, E. F., (1992), *Essential of Managerial Finance*, Harcourt Brace Company, International Edition, 3. Baskı.

Yükçü, S., (1999), *Muhasebe Sistemi Uygulama Genel Tebliğine Göre Finansal Yönetim*, Vizyon Yayınları, İzmir.

Yüksel, A. S., (1982), *Para Bulma ve Yatırım, İşletmelerinde Sermaye Yönetimi*, Ar Basım, 1. Baskı, İstanbul.

MAKALELER

Akbulak, Y., (2002), “Halka Açık Anonim Şirketlerde Kar Payı ve Temettü Avansı Dağıtım Esasları”, *Vergi Dünyası Dergisi*, Sayı No: 249.

Akdoğan, Y. E., ve Acar Boyacıoğlu, M., “The Effect of Corporate Governance on Firm Performance: A Case of Turkey”, *International Journal of Critical Accounting, Special Issue on Turkish Accounting* (Yayımlanmak üzere kabul edildi).

Allen, D. E., ve Rachim, V. S., (1996), “Dividend Policy and Stock Price Volatility: Australian Evidence”, *Applied Financial Economics*, Vol: 6.

- Atik, M., ve Karyağdı, N., (1997), “Limited Şirketlerde ve Anonim Şirketlerde Kar Dağıtımı”, *Vergi Dünyası Dergisi*, Sayı No: 188.
- Aygün, M. ve Taşdemir, A., (2010), “Banka Performansı Üzerinde Yönetim Kurulu Büyüklüğünün Etkisi”, *Atatürk Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Dergisi*, Cilt: 24, Sayı: 3.
- Bancel, F., Bhattacharyya, N., ve Mittoo, U. R., (2005), “Cross-Country Determinants of Payout Policy: A Survey of European Firms”, *SSRN Electronic Journal*, Vol: 13, Issue: 1.
- Bozgeyik, H., (2000), “Halka Açık Anonim Ortaklıklarda Kar Dağıtımı”, *Batider* Sayı: 3, Cilt: 20.
- Canbaş, S., Doğukanlı, H. ve Düzakın, H., (2007), “Tobin Q Oranı ve Günümüzde İşletme Kararları Açısından Önemi”, *Çukurova Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi*, Cilt: 13, Sayı: 2.
- Deshmukh, S., (2003), “Dividend Initiations and Asymmetric Information”, *The Financial Review*, Vol: 38.
- Dhanani, A., (2005), “Corporate Dividend Policy: The Views of UK Managers”, *Journal of Business Finance and Accounting*, Vol: 32, Issue: 7-8.
- Gordon, M. J., (1962), “The Savings Investment and Valuation of A Corporation”, *The Review of Economics and Statistics*, Vol: 44, Issue: 1.

- Hansen, R. S., Kumar, R., ve Shome, D. K., (1994), “Dividend Policy and Corporate Monitoring Evidence from The Regulated Electric Utulity Industry”, *Journal of the Financial Management Association*, Vol: 23, No: 1.
- Kızılot, Ş., (1987), “Anonim Şirketler Kar Dağıtımı”, *Mali Sorulara Çözüm Dergisi*, Sayı: 3.
- Kızılot, Ş., (2000), “Kurumlar Vergisi Kanunu ve Uygulaması”, *Yaklaşım Dergisi*, Cilt: 2.
- Kocyiğit, M., (2009), “Havayolu İşletmelerinin Performansının Tobin Q Oranı İle Ölçülmesi”, *Muhasebe ve Finansman Dergisi*, Sayı: 44.
- La Porta, R., Lopez, S., Florencio, A., ve Robert W., (2000), “Agency Problems and Dividend Policies Around the World”, *Journal of Finance*, Vol: 15.
- Linther, J., (1956), “Distribution of Incomes of Corporations Among Dividends, Retained Earnings and Taxes”, *American Economic Review*, Vol: 46.
- Litzenberger, R., ve Ramaswamy, K., (1979), “The Effect of Personal Taxes and Dividends on Asset Prices: Theory and Empirical Evidence”, *Journal of Financial Economics*, Vol: 7.
- Miller, M. H., ve Modigliani, F., (1961), “Dividend Policy, Growth and The Valuation of Shares”, *The Journal of Business*, Vol: 34.
- Sedef, C. A., (1988), “Finansal Amaçların Önceliği ve Kar Dağıtımı”, *Erciyes Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi*, Sayı: 2, Kayseri.

Short, H., Zhang, H., ve Keasy K., (2002), The Link Between Dividend Policy and Institutional Ownership, *Journal of Corporate Finance*, Vol: 8, Issue: 2.

Singh, M., ve Nejadmalayeri, A., (2004), “Internationalization, Capital Structure and Cost of Capital: Evidence from French Corporations”, *Journal of Multinational Financial Management*, Vol: 14.

Ünal, O. K., (1998), “Sermaye Piyasası Mevzuatında Birinci Temettü ve Sermaye Piyasası Değişikliği Tasarısında Bu Konuda Öngörülen Yenilikler”, *Yaklaşım Dergisi*, Yıl: 6, Sayı: 64.

Yıldırım, M. ve Demireli, E., (2009), “Kurumsal Yönetim, Mülkiyet ve Kontrol Yapıları ve Şirketlerin Finansal Performanslarına Etkileri (İMKB İmalat Sanayi Örneği)”, *Finans Politik ve Ekonomik Yorumlar Dergisi*, Cilt: 46, Sayı: 532.

TEZLER

Akyol, E., (2007), *Temsil Sorunu ve Temettü Politikası Arasındaki İlişkiyi Test Etmeye Yönelik Olarak Türkiye Üzerine Bir Araştırma*, İstanbul Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Yayınlanmamış Doktora Tezi, İstanbul.

Armağan, S., (2007), *Kar Dağıtım Politikalarının Bireysel Yatırımcı Kararları Üzerine Etkileri ve Bir Uygulama*, Süleyman Demirel Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, Isparta.

Arslanboğa, S., (1990), *Türkiye’de Kar Dağıtım Politikasının Şirket Değerini Etkisi ve İMKB’ye Kayıtlı Şirketlerde Bir Değerlendirme*, Anadolu Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, Eskişehir.

- Aslanlar, İ., (1995), *Firmaların Temettü Politikaları ve Finansal Yapıları Üzerindeki Etkileri, Türkiye Örneği (1986-1992)*, Selçuk Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, Konya.
- Aslanoğlu, S., (1996), *Temettü Politikasının Firma Değerine Etkisi ve İMKB'ye Kayıtlı Firmalar Üzerinde Bir İnceleme*, Kırıkkale Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, Kırıkkale.
- Bakır, P., (1976), *İşletmeler Açısından Temettü Politikası*, İstanbul İktisadi ve Ticari İlimler Akademisi Yayınları No: 1976/ 9, Yayınlanmış Doktora Tezi, İstanbul.
- Belkayalı, N., (2004), *Temettü Dağıtım Şekillerinin Firma Değerine Etkisi ve İMKB 100 Endeksinde Ampirik Bir Uygulama*, Gazi Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, Ankara.
- Boztosun, D., (2006), *Temettü Dağıtım Kararının Farklı Piyasalarda Hisse Senedi Fiyatına Etkisinin Mukayeseli Olarak İncelenmesi*, Gazi Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Yayınlanmamış Doktora Tezi, Ankara.
- Duman, H., (2004), *Halka Açık Şirketlerde Kar Dağıtım Politikalarının Sermaye Yapısına Etkisi ve İMKB'de Bir Uygulama*, Selçuk Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, Konya.
- Engin, Y., (2006), *Kar Payı Dağıtım Politikası ve Anonim Şirketlerde Kar Payı Dağıtımı*, Kocaeli Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, İzmit.

- Kaba, F., (2009), *Kar Payı Dağıtımının Firma Üzerine Etkisi ve Bir Uygulama*, Sakarya Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, Sakarya.
- Kaplanoglu, E., (2005), *Temettü Politikası Teorileri ve İMKB’de Ampirik Bir Çalışma* Pamukkale Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, Denizli.
- Karaca, S. S., (2007), *Şirketlerin Kar Dağıtım Politikası ve Kar Payı Ödeme Şekillerinin Firma Değerine Etkisinin Analiz ve İMKB’de Bir İnceleme*, İnönü Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Yayınlanmamış Doktora Tezi, Malatya.
- Köroğlu, D., (1992), *Şirketlerin Temettü Dağıtım Politikasını Belirleyen Faktörler ve Temettü Dağıtımının Hisse Senedi Fiyatına Etkisi*, İstanbul Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, İstanbul.
- Kutukız, D., (1997), *Finansal Açıdan Anonim Şirketlerde Kar Payı Dağıtım Politikası ve Türkiye Uygulaması*, İnönü Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Yayınlanmamış Doktora Tezi, Malatya.
- Özenalp, S., (2000), *Kar Dağıtım Politikasının ve Kar Paylarının İstikrarlılığının İMKB’de İşlem Gören Seçilmiş Şirketler İçin Değerlendirilmesi*, Akdeniz Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, Antalya.

Ünsal, N., (1998), *İşletmelerde Temettü Politikasının Firma Değeri Üzerine Etkisi ve Bir Uygulama*, Niğde Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, Niğde.

YARARLANILAN KANUNLAR

193 Sayılı Gelir Vergisi Kanunu

2499 Sayılı Sermaye Piyasası Kanunu

5411 Sayılı Bankacılık Kanunu

5520 Sayılı Kurumlar Vergisi Kanunu

6102 Sayılı Türk Ticaret Kanunu

6362 Sayılı Sermaye Piyasası Kanunu

6762 Sayılı Türk Ticaret Kanunu

YARARLANILAN İNTERNET ADRESLERİ

www.alomaliye.com

www.basarmevzuat.com

www.borsaistanbul.com

www.dunya.com

www.elitdenetim.com

www.finnet.com.tr

www.hisse.net

www.kap.gov.tr

www.muhasebenet.net

www.muhasebeturk.org

www.posta.com.tr

www.spk.gov.tr

www.turmob.gov.tr

www.tuyid.org

www.verginet.net

YARARLANILAN GAZETELER

Dünya Gazetesi

Resmi Gazete

EKLER

Ek- 1: Kar Dağıtım Tablosu

KÂR DAĞITIM TABLOSU (..... TL)*

EK TABLO 8

	ÖNCEKİ DÖN.	CARİ DÖNEM
A- DÖNEM KÂRININ DAĞITIMI		
1- DÖNEM KÂRI		
2- ÖDENECEK VERGİ VE YASAL YÜKÜMLÜLÜKLER (-)		
- Kurumlar Vergisi (Gelir Vergisi)		
- Gelir Vergisi Kesintisi		
- Diğer Vergi ve Yasal Yükümlülükler		
NET DÖNEM KÂRI		
3- GEÇMİŞ DÖNEMLER ZARARI (-)		
4- I. TERTİP YASAL YEDEK AKÇE (-)		
5- İŞLETMEDE BIRAKILMASI VE TASARRUFU ZORUNLU YASAL FONLAR (-)		
DAĞITILABİLİR NET DÖNEM KÂRI		
6- ORTAKLARA BİRİNCİ TEMETTÜ (-)		
- Adi Hisse Senedi Sahiplerine		
- İmtiyazlı Hisse Senedi Sahiplerine		
7- PERSONELE TEMETTÜ (-)		
8- YÖNETİM KURULUNA TEMETTÜ (-)		
9- ORTAKLARA İKİNCİ TEMETTÜ (-)		
- Adi Hisse Senedi Sahiplerine		
- İmtiyazlı Hisse Senedi Sahiplerine		
10- İKİNCİ TERTİP YASAL YEDEK AKÇE (-)		
11- STATÜ YEDEKLERİ (-)		
12- OLAĞANÜSTÜ YEDEKLER (DAĞITILMAMIŞ KÂRLAR)		
13- DİĞER YEDEKLER		
14- ÖZEL FONLAR		
B- YEDEKLERDEN DAĞITIM		
1- DAĞITILAN YEDEKLER		
2- II. TERTİP YASAL YEDEKLER (-)		
3- ORTAKLARA PAY (-)		
- Adi Hisse Senedi Sahiplerine		
- İmtiyazlı Hisse Senedi Sahiplerine		
4- PERSONELE PAY (-)		
5- YÖNETİM KURULUNA PAY (-)		
C- HİSSE BAŞINA KÂR		
1- Adi Hisse Senedi Sahiplerine (TL%)		
2- İmtiyazlı Hisse Senedi Sahiplerine (TL%)		
D- HİSSE BAŞINA TEMETTÜ		
1- Adi Hisse Senedi Sahiplerine (TL%)		
2- İmtiyazlı Hisse Senedi Sahiplerine (TL%)		

Kaynak: (www.basarmevzuat.com/dustur/teblig/5/3568/8.jpg, Erişim Tarihi: 08/09/2012.

Ek-2: TTK'ya Tabi Şirketlerin Kar Dağıtım Tablosu

Dönem Ticari Karı
(-) Kurumlar Vergisi ve Diğer Yasal Yükümlülükler
Net Dönem Karı (Vergiden Sonraki Kar)
(-) Geçmiş Yıl Zararları
(-) I.Tertip Kanuni Yedek Akçe <i>Saflı karın yirmide biri (Ödenmiş esas sermayenin beşte birini buluncaya kadar)</i>
(-) İşletmede Bırakılması Zorunlu Fonlar
Dağıtılabilir Net Dönem Karı
(-) Ortaklara Birinci Temettü <i>(Pay sahiplerine ödenmiş sermayenin % 5'i oranında ödenir.)</i>
(-) Ana sözleşme hükümlerince kuruculara, intifa senedi sahiplerine, yönetim kurulu üyelerine, personele dağıtılan kar payı
(-) Ortaklar İkinci Temettü
(-) II. Tertip Kanuni Yedek Akçe
(-) İhtiyari Yedek Akçeler <i>(Statü Yedekleri, Diğer Yedekler, Olağanüstü Yedekler)</i>

Kaynak: http://muhasabenet.net/haber.php?haber_id=4776 Erişim Tarihi: 08/10/2013.

Ek-3: SPK'ya Tabi Şirketlerin Kar Dağıtım Tablosu

1. Ödenmiş/Çıkarılmış Sermaye	
2. Toplam Yasal Yedek Akçe (Yasal Kayıtlara Göre)	
<i>Esas Sözleşme Uyarınca Kar Dağıtımda İmtiyaz Var İse Söz Konusu İmtiyaza İlişkin Bilgi</i>	
3.	Dönem Karı
4.	Ödenecek Vergiler (-)
5.	Net Dönem Karı (=)
6.	Geçmiş Yıllar Zararları (-)
7.	Birinci Tertip Yasal Yedek (-)
8.	Konsolidasyona Dahil İştirakin(*) Dağıtım Kararı Alınmamış Dağıtılabilir Kar Tutarı (-)
9.	NET DAĞITILABİLİR DÖNEM KARI (=)
10.	Yıl İçinde Yapılan Bağışlar (+)
11.	Birinci Temettünün Hesaplanacağı Bağışlar Eklenmiş Net Dağıtılabilir Dönem Karı
12.	Ortaklara Birinci Temettü
13.	İmtiyazlı Hisse Senedi Sahiplerine Dağıtılan Temettü
14.	Yönetim Kurulu Üyelerine, Çalışanlara vb. Temettü
15.	İntifa Senedi Sahiplerine Dağıtılan Temettü
16.	Ortaklara İkinci Temettü
17.	İkinci Tertip Yasal Yedek Akçe
18.	Statü Yedekleri
19.	Özel Yedekler
20.	OLAĞANÜSTÜ YEDEK
21.	Dağıtılması Öngörülen Diğer Kaynaklar - Geçmiş Yıl Karı - Olağanüstü Yedekler - Kanun ve Esas Sözleşme Uyarınca Dağıtılabilir Diğer Yedekler

Kaynak: <http://www.spk.gov.tr/daireduyurukarargoster.aspx?aid=33&ct=f?pezydqnaynz>
 argmi, Erişim Tarihi: 09/10/2013.

Ek-4: Kar Payı Avansı Tutarının Hesaplanmasına İlişkin Tablo

ARA DÖNEM KARI
Varsa Geçmiş Yıl Zararları (-)
Kurumlar Vergisi (-)
Gelir Vergisi Kesintileri (-)
Diğer Vergi ve Benzerleri (-)
1. Tertip Kanuni Yedek Akçeler (-)
İsteğe Bağlı Yedek Akçeler (-)
İmtiyazlı Pay Sahipleri İçin Ayrılan Tutar (-)
İntifa Senedi Sahipleri İçin Ayrılan Tutar (-)
Kara Katılan Diğer Kimseler İçin Ayrılan Tutar (-)
Varsa Daha Önceki Ara Dönemlerde Ödenen Kar Payı Avansı Tutarı (-)
KAR PAYI AVANSINA ESAS TEŞKİL EDEN TUTAR
Kar Payı Avansına Esas Teşkil Eden Tutarın Yarısı (-)
DAĞITILABİLECEK KAR PAYI AVANSI TUTARI
2. Tertip Kanuni Yedek Akçeler(-)
ÖDENECEK KAR PAYI AVANSI TUTARI

Kaynak: <http://www.verginet.net/dtt/11/Vergi-Sirkuleri-2012-97.aspx>, Erişim Tarihi: 08/10/2013.