

72199

**T.C.
Niğde Üniversitesi
Sosyal Bilimler Enstitüsü
İşletme Anabilim Dalı**

**İŞLETMELERDE TEMETTÜ
POLİTİKASININ FİRMA DEĞERİ
ÜZERİNE ETKİSİ
VE
BİR UYGULAMA**

YÜKSEK LİSANS TEZİ

Danışman
Yrd. Doç. Dr. Famil ŞAMİLOĞLU

Hazırlayan
Nurettin ÜNSAL

Niğde-1998

Sosyal Bilimler Enstitüsü Müdürlüğü'ne

Nurettin ÜNSAL'a ait İşletmelerde Temettü Politikasının
Firma Değeri zerine Etkisi ve Bir Uygulama Adlı Çalışma,
Jurimiz tarafından İşletme Anabilim dalında YÜKSEK LİSANS
TEZİ olarak kabul edilmiştir.

Başkan

Yrd. Doç. Dr. Famil şAMILOĞLU

ÜYE

Doç. Dr. H. Ferhat ECER

ÜYE

Yrd. Doç.Dr. şemsettin USLU

ÖZET

Firmalar, optimal sermaye yapılarını diğer bir deyişle optimal borç/özsermaye oranını tesbit ettirdikten sonra; özsermayenin ne miktarının yeni sermaye artışı yoluyla, ne miktarının karların dağıtılmayarak firma bünyesinde bırakılmasıyla (otofinansman) sağlanacağı konusunda karara varmalıdır. Firmanın kar dağıtım (Divident-Temettü) politikası elde edilen net karın ortaklar ve yedekler arasındaki dağılımı belirler. Nakit kar payı ödemeleri firma bünyesinde alıkonacak bir kar tutarını azalttığından kar dağıtım politikası, firma için finansman politikasının ayrılmaz bir parçasıdır.

Kar dağıtım politikası bazı hallerde bir yatırım kararı, bazı hallerde de finansman kararı görünümünü alabilir. Firmanın sermaye piyasalarından kaynak sağlama imkanı yoksa, kar dağıtımı firmanın yapacağı yatırımların tutarını azaltır. Bazı yatırımlardan da vazgeçer.

Görülüyorki kar dağıtımı firmanın büyüme hızını, firmanın piyasa değerini ve ortakların servetlerini etkileyen kritik bir nitelik taşımaktadır.

İÇİNDEKİLER

KISALTMALAR CETVELİ	VI
TABLO VE ŞEKİLLER CETVELİ	VII
GİRİŞ	1

BİRİNCİ BÖLÜM

1. GENEL KAVRAMLAR VE TEMETTÜ POLİTİKASININ ÖNEMİ	3
1.1. GENEL KAVRAMLAR	3
1.1.1. Temettü-Kar ve Bunlar Arasındaki İlişkiler	3
1.1.2. Hisse Senedi Kavramı	5
1.1.3. Hisse Senedi Çeşitleri	6
1.1.4. Hisse Senedi Değer Tanımlamaları.....	8
1.1.5. Şirketler ve Firma Değeri	9
1.1.5.1. Halka Açık Anonim Şirket	9
1.1.5.2. Firma Değeri	11
1.2. TEMETTÜ DAĞITAN ŞİRKETLER VE BU ŞİRKETLER İÇİNDE A.Ş. 'NİN YERİ	12
1.2.1. Temettü Dağıtımı ve Şirketlerle İlişkisi	12
1.2.1.1. Limited Şirketlerde Temettü Dağıtımı.....	13
1.2.1.2. Sermayesi Paylara Bölünmüş Komandit Şirketlerde Temettü Dağıtımı.....	15
1.2.2. Anonim Şirketlerde Temettü Dağıtımı	16
1.2.2.1. Genel Açıklama	16
1.2.2.2. Temettü Dağıtımı ve Karar Mekanizması.....	18
1.2.2.3. Temettü Dağıtımında Uyulacak Kurallar.....	20
1.2.2.4. Dağıtılacak Temettüler	22
1.2.2.4.1. Türk Ticaret Kanunu'na Tabi Anonim Şirketlerde Temettü Dağıtımı.....	23
1.2.2.4.2. Sermaye Piyasası Kanunu'na Tabi Anonim Şirketlerde Temettü Dağıtımı	23
1.2.2.5. Sermaye Şirketlerinde Yedek Akçeler ve Buna İlişkin Esaslar	27
1.2.2.5.1. Yedek Akçe ve Çeşitleri	27

1.2.2.5.1.1. Kanuni Yedek Akçeler	30
1.2.2.5.1.2. İsteğe Bağlı Yedek Akçeler	33
1.2.2.5.1.3. Fevkalâde Yedek Akçeler	34
1.2.2.5.1.4. Gizli Yedek Akçeler	35
1.2.2.5.2. Yedek Akçelerin Kullanılması	37
1.2.2.5.2.1. Kanuni Yedek Akçelerin Kullanılması	37
1.2.2.5.2.2. Anasözleşme Uyarınca Ayrılan Yedek Akçelerin Kullanılması.....	38
1.2.2.5.2.3. Gizli Yedek Akçelerin Kullanılması.....	38
1.2.2.5.2.4. Genel Kurul Kararıyla Ayrılan Yedek Akçelerin Kullanılması	38
1.3. FİNANSAL AMAÇLAR VE TEMETTÜ POLİTİKASININ ÖNEMİ	38
1.3.1. Aile Şirketleri Açısından Temettünün Önemi	40
1.3.2. Halka Açık Şirketler Açısından Temettü'nün Önemi	41
1.3.3. Ortaklar ve Olası Yatırımcıların Beklentileri Açısından Temettü'nün Önemi	43

İKİNCİ BÖLÜM

2. TEMETTÜ DAĞITIM POLİTİKALARI VE BUNLARI ETKİLEYEN FAKTÖRLER...	45
2.1. TEMETTÜ DAĞITIM POLİTİKALARINI ETKİLEYEN FAKTÖRLER	45
2.1.1. Kanun ve Şirket Sözleşmesinde Yer Alan Hükümler	46
2.1.2. Firmanın Likidite Durumu	47
2.1.3. Firmanın Borçları	48
2.1.4. Firmanın Kredi Sözleşmesinde Yer Alan Hükümler	49
2.1.5. Yeni Yatırım Planları	49
2.1.6. Diğer Firmaların Karlılık Oranları	50
2.1.7. Firma Karlarının İstikrarlı Oluşu	50
2.1.8. Firmanın Sermaye Piyasasına Başvurma İmkânı	51
2.1.9. Vergilendirme Uygulamaları	52

2.1.10. Ülkenin Ekonomik Durumu ve Enflasyon	53
2.2. İŞLETMELERİN YAPILARINA GÖRE TEMETTÜ DAĞITIM POLİTİKALARI	54
2.2.1. Gelişmiş İşletmelerde Temettü Dağıtımı	54
2.2.2. Gelişmekte Olan İşletmelerde Temettü Dağıtımı	55
2.2.3. Yeni Kurulan İşletmelerde Temettü Dağıtımı	55
2.3. İŞLETMELERİN UYGULADIKLARI TEMETTÜ DAĞITIM POLİTİKASININ HİSSE SENETLERİ DEĞERİNE ETKİLERİ	58
2.3.1. İstikrarlı Gelişme Gösteren Temettü Dağıtımı Halinde	58
2.3.2. Sabit Tutarda Temettü Dağıtımı Halinde	60
2.3.3. Sabit Oranda Temettü Dağıtımı Halinde	62
2.3.4. Düzenli Sabit Bir Temettü ve İlave Ödemeler Halinde.....	63
2.3.5. Diğer Temettü Dağıtım Şekilleri Halinde	64
2.3.5.1. Net Karın Azalmasına Rağmen Ödenen Temettünün Artması	64
2.3.5.2. Net Karın Olmamasına Rağmen Temettü Dağıtımı	65
2.3.5.3. Temettü Miktarının Net Kara Bağlı Olması	66
2.3.5.4. Net Karın Yükselmesine Rağmen Temettü Miktarının Düşmesi	66
2.3.5.5. Geçmiş Yıl Zararlarının Kapatılması Nedeniyle Temettü Dağıtılamaması	67
2.4. İŞLETMELERDE TEMETTÜ ÖDEME ŞEKİLLERİ	67
2.4.1. Nakden Temettü Ödenmesi	68
2.4.2. Hisse Senedi Şeklinde Temettü Ödenmesi	69
2.4.3. Hisse Senetlerinin Nominal Değerlerinin Azaltılması Yoluyla Hisse Senetlerinin Adedinin Arttırılması Şeklinde Temettü Ödenmesi	72
2.4.4. İşletmelerin Kendi Hisse Senetlerini Satın Alarak Temettü Ödenmesi	75
2.4.5. Diğer Temettü Ödeme Şekilleri	79
2.4.5.1. Bono Şeklinde Temettü Ödemesi	79
2.4.5.2. Aynı Şekilde Temettü Ödemesi	79
2.4.5.3. Tasfiyeden Temettü Ödemesi	80
2.4.5.4. İntifa Senedi Temettü Ödemesi	80

ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

3. TEMETTÜ DAĞITIM POLİTİKASININ FİRMA DEĞERİ ÜZERİNE ETKİSİNE İLİŞKİN TEORİK MODELLER	81
3.1. TEMETTÜ POLİTİKASININ GEÇERSİZLİĞİ VE MODİGLİANI-MİLLER (MM) MODELİ	82
3.1.1. Modelin Varsayımları	82
3.1.2. Değerlemede Temettü Politikasının Geçersizliği	83
3.2. MODİGLİANI-MİLLER GÖRÜŞÜNE İTİRAZ EDİLEN NOKTALAR VE İTİRAZA KARŞI İLERİ SÜRÜLEN GÖRÜŞLER	88
3.2.1. Ek Finansman Gereksinmesinin Özkaynaktan ya da Borçlanma Yoluyla Karşılanması	88
3.2.2. Belirlilik Varsayımının Geçerliliği	89
3.2.3. Tam Rekabet Koşullarının Geçerliliği	89
3.2.4. Uygulanan Vergi Sisteminin Yatırımcıların Tercihlerini Etkilemesi	90
3.3. TEMETTÜ POLİTİKASININ GEÇERLİLİĞİ VE GORDON MODELİ	91
3.4. JAMES E. WALTER: YATIRIM TEMETTÜ İLİŞKİSİ	96

DÖRDÜNCÜ BÖLÜM

4. TEMETTÜ DAĞITIM POLİTİKASININ TÜRKİYE AÇISINDAN DEĞERLENDİRİLMESİ	101
4.1. Tasarruf Yatırım İlişkisi ve Dağıtılmayan Karların Yatırımlara Yöneltilmesi	101
4.2. Türkiye'de Temettü Dağıtımının Önem Kazanmasının Nedenleri	103
4.2.1. Alternatif Yatırım Araçlarında Görülen Duraklama Sonucu Hisse Senetlerine Olan İlginin Artması	103
4.2.2. Türk İşletmelerinin Ekonomik Durumu ve Halka Açılmalar	105
4.2.3. Yabancı Yatırımcılara Hisse Senetlerinin Alım Satım Yapabilme İmkanlarının Sağlanması	106
4.2.4. Spekülasyon Hareketleri	106

4.2.5. Vergiler	107
4.2.6. Sermaye Piyasasının Gelişmişliği	107
4.2.7. Finansman Kaynaklarının Maliyeti	108

BEŞİNCİ BÖLÜM

5. OYSA - NİĞDE ÇİMENTO TİCARET VE ANONİM ŞİRKETİNİN 1997 YILINA AİT TEMETTÜ POLİTİKASI İLE İLGİLİ BİR UYGULAMA	110
5.1. Araştırmanın Metodolojisi	111
5.2. Araştırmanın Sınırlamaları.....	111
5.3. OYSA-Niğde Çimento Sanayii ve Ticaret Anonim Şirketinin Sermaye, Hisse Senetleri ve Ortaklar Hakkında Genel Bilgiler	112
5.4. OYSA-Niğde Çimento Sanayii ve Ticaret Anonim Şirketinin Yatırım-Üretim Satışları ile İlgili Genel Bilgiler	115
5.5. OYSA-Niğde Çimento Sanayii ve Ticaret Anonim Şirketinin Bazı Finansal Oranlarının Yorumlanması.....	117
5.6. IMKB'na Kayıtlı Şirketler Üzerinde Bir Değerlendirme	123
SONUÇ	126
KAYNAKÇA	132
EKLER	138

Tablo ve Şekiller Cetveli

1. Yeni Kurulan İşletmelerde Temettü Dağıtım Grafiği
2. Yeni Kurulan İşletmelerde Hisse Fiyatı ve Kar Grafiği
3. Mali Araçların Getiri Oranları Tablosu
4. OYSA-Niğde Çimento AŞ de Sermayenin %10 undan Fazlasına Sahip Şirket Ortakları
5. 1997 Yılında Türkiye de Klinker Üretimi, Çimento Satış Tablosu
6. 1997 Yılında OYSA-Niğde Çimento AŞ'nin Klinker, Çimento ve Hazır Beton Üretimi ve Bunun 1996 Yılı İle Karşılaştırmalı Tablosu
7. 1997 Yılında OYSA Niğde Çimento AŞ Klinker ve Hazır Beton Satışları Satışları İle Bu Değerlerin 1996 Yılı İle Karşılaştırmalı Tablosu
8. 1996 ve 1997 Yılı Dönem Karının Dağıtımın Karşılaştırmalı Tablosu

Kısaltmalar Cetveli

SPK	: Sermaye Piyasası Kanunu
TK	: Ticaret Kanunu
TTK	: Türk Ticaret Kanunu
AŞ	: Anonim Şirket
KVK	: Kurumlar Vergisi Kanunu
GVK	: Gelir Vergisi Kanunu
VUK	: Vergi Usul Kanunu
IMKB	: İstanbul Menkul Kıymetler Borsası
a.g.e.	: Adı Geçen Eser
a.g.m.	: Adı Geçen Makale
S.	: Sayı
C.	: Cilt
s.	: sayfa
Çev.	: Çeviren

GİRİŞ

Anonim şirketlerde her yıl önemli karar aşamalarından birisi temettü dağıtım politikasının belirlenmesidir. Çünkü verilecek karar anonim şirketin finansal yapısını , yeni yatırım kararlarını, ortakların servetlerini ve hepsinden önemlisi şirketin piyasa değerini etkileyecektir.

Günümüz ekonomik koşullarında sermayedar - yönetici ayırımının ortaya çıkması temettü dağıtım kararlarının işletme yöneticisi için önemini arttırmıştır. Bu önem elde edilmiş olan dönem kararlarının sermaye sahiplerine dağıtılması ile yeni yatırımların finansmanı için işletme içinde bırakılıp bırakılmamasından doğmaktadır.

İşte gerek sermaye sahiplerinin, gerekse yöneticilerin tatminlerini en yüksek düzeye çıkaracak temettü dağıtım kararlarında optimalitenin bulunması günümüz işletme yöneticileri için önemli sorunlardan birini teşkil etmektedir.

Türkiye'de 1980 li yılların başında meydana gelen banker iflasları , sermaye piyasasının gelişimini olumsuz yönde etkilemiş ve yatırımcıların sermaye piyasasına olan güvenini azaltmıştır. SPK da yapılan değişiklikler halka açık anonim şirket kavramını gündeme getirmiş ve bu şirketlerin uymak zorunda oldukları hükümler konulmuştur. Bu hükümlerden birisi ve en önemlisi temettü dağıtma zorunluluğudur. Temettü dağıtma zorunluluğu ve bu oranın Sermaye Piyasası Kurulu tarafından belirlenecek orandan az olmaması , yatırımcıların beklentilerini karşılayacak bir temettü dağıtım politikası, şirketlerin piyasa değerini olumlu yönde etkileyecektir. İşte gerek sermaye sahiplerinin gerekse yöneticilerin tatminlerini en

yüksek düzeye çıkaracak temettü dağıtım kararlarında optimalitenin bulunması, bu kararların firmanın piyasa değerini etkilediği yönündeki belli başlı görüşlerin değerlendirilmesi bu tezin amacını oluşturmaktadır.

Çalışmada temettü dağıtım politikasının hisse senetleri fiyatlarını dolayısıyla firma değerini etkilediği ileri sürülmektedir.

Çalışma beş bölümden oluşmaktadır. Birinci bölümde genel kavramlar ve temettü politikasının önemi başlığı altında genel kavramlar yer almakta ve temettü dağıtım politikasının önemi vurgulanmaktadır. Ayrıca temettü dağıtan şirketler ve AŞ'nin bu şirketler içindeki yeri açıklanmıştır.

İkinci bölümde temettü dağıtım politikaları ve bunları etkileyen faktörler sıralanarak firmaların izledikleri temettü dağıtım politikasının hisse senedi değerine etkileriyle , firmaların temettü ödeme şekilleri açıklanmıştır.

Üçüncü bölümde temettü dağıtım politikasının firma değeri üzerin etkisine ilişkin teorik modeller üzerinde durulmuştur.

Dördüncü bölümde ise temettü politikasının Türkiye açısından değerlendirilmesi ele alınmıştır.

Son bölüm OYSA-Niğde Çimento Ticaret Çimento Ticaret ve Anonim şirketinde yapılan bir araştırma ve İMKB'de kayıtlı bulunan 30 şirket üzerinde yapılan bir değerlendirmeye son bulmuştur.

BİRİNCİ BÖLÜM

1. GENEL KAVRAMLAR VE TEMETTÜ POLİTİKASININ ÖNEMİ

1.1. GENEL KAVRAMLAR

İşletme amaçlarından bir tanesi işletmenin piyasa değerinin yükseltilmesidir. İşletme ortaklarının amaçları ise, pay senetlerinin piyasa fiyatlarının yüksek olmasıdır. Ortaklar açısından, pay senetlerinin piyasa fiyatlarının yüksek olmasında, temettü politikası önemli bir araçtır.

1.1.1. Temettü-Kar Ve Bunları Arasındaki İlişkiler

Finans biliminde kar önemli bir kavram olup işletmelerin kurulmasında ve müteşebbislerin motivasyonunda önemli bir araçtır. Kar yüzyıllar boyunca üzerinde çok tartışma ve kavgaların cereyan ettiği bir kavramdır. Şirketlerin dolayısıyla girişimci - sermayeci ve yöneticinin yani yüksek politika ve organlarının , tüm çıkar zümrelerinin isteklerini, politik ve stratejik kararlarında dikkatten uzak tutmamaları gereklidir.¹

İş idaresinde kar, belirli bir hesap dönemi sonundaki öz sermayenin , aynı hesap döneminin başındaki öz sermayeden büyük olması durumunda söz konusu olur. Belirli bir hesap dönemi içindeki gelirler özsermayeyi artırıcı bir rol oynarken, aynı dönemdeki giderler de sermayeyi azaltıcı bir rol oynarlar. Buna göre kar, belirli her hesap dönemindeki, özsermaye artışı olarak

¹ TOSUN, Kemal; *Yönetim ve İşletme Politikası*, İstanbul Üniversitesi İşletme Fakültesi Yayın No 232. İstanbul. 1990, s.302.

kabul edilirken zarar da aynı dönemdeki özsermaye azalışı olmaktadır.²

Öte yandan karı belli bir dönemde , ekonomik uğraşları sonucu nedeni ile ticari bir ortaklığın malvarlığında oluşan fazlalık olarak da tanımlayabiliriz.³ Kar şirket için olduğu kadar pay sahiplerinin ve işletmede çalışanların emeklerinin karşılanması için de gereklidir. Tasarruflarını şirketlere yatıran yatırımcıların bekledikleri karşılık , şirketten sağlayacağı kar olduğu gibi ilgili kurulların alacakları karar uyarınca çalışanlar içinde bir kazanç (prim) sayılır.

Kârın bu tanımlamalarından sonra dağıtılabilir karı da işletmenin gelişme potansiyeline dokunmamak ya da başka bir deyimle işletmenin gelişmesini sağlayacak fonları saklı tutmak şartı ile , pay sahiplerine dağıtılabilir aktif artış şeklinde de tanımlayabiliriz. Diğer bir deyimle "Anonim şirketlerin vergiden önceki bilanço kârından kurumları vergisi ve diğer yasal yükümlülükler çıktıktan sonra kalan kısmına da dağıtılabilir kar" denir.⁴

Öte yandan anonim şirketin sermaye paylarını teşkil eden hisse senetlerinin şirket karından aldıkları paylara ise temettü (kar payı) denmektedir.⁵

² ŞİMŞEK, M. Şerif; *İşletme Bilimlerine Giriş*, Konya, 1993, s.114.

³ BİLGİN, Yüksel; *Anonim Ortaklıklarda Kâr Dağıtım ve Kara Katılan Kişiler*, Ankara 1982, s.17.

⁴ TÜRK, İsmail; "Ayın Konuğu" *Mali Sorunlara Çözüm Dergisi*, Y.1, s.5. (Mayıs 1985).

⁵ ÖZASLAN, İsmail; *Muhasebenin Teknik Yapısı*, İstanbul, 1980, s.79

Diğer bir ifadeyle temettüyü "Anonim şirketlerde elde edilen kardan şirket ortaklarına payları oranında dağıtılan kar payı" ⁶ şeklinde tanımlamak da mümkündür.

Kar, işletmenin mevcut faaliyetlerini yürütebilmek için elde edilmesi gereken önemli bir unsurdur. Nitekim işletme politikaları gereği kar işletmenin bünyesinde bırakılarak otofinansmana gidilebileceği gibi; şirket ortaklarına nakit ya da hisse senedi şeklinde temettü biçiminde de dağıtılabilir.

Temettü dağıtımı sermaye şirketlerine ait bir husus olup; Şahıs şirketlerinin dağıttıkları kar paylarına temettü denilmez.

1.1.2. Hisse Senedi Kavramı

Hisse Senedi, "Anonim şirketin veya sermayesi paylara bölünmüş şirketler tarafından, şirkete sermaye koyan kişi ve kurumlara verilen nominal değerleri ve ibareleri birbirine eşit senetlerdir."⁷ Hisse senetleri şirket sermayesine katılma payını gösteren ve bu payların el değiştirmesini sağlayan menkul kıymetlerdir. Tahvil gibi borç senedi değil, bir ortaklık ve mülkiyet senedidir. Şirket yaşadığı ve kar ettiği sürece sahibine gelir getirir. Ancak geliri sabit değildir. Şirketin bilanço karına ve yatırım kararlarına bağlı olarak yıldan yıla değişir. Hisse senedinin sahibine sağladığı gelire temettü (Kar payı-divident) denir.

⁶ Ekonomi Ansiklopedisi. Milliyet Yayınları , 1991, s.58.

⁷ SEVİLENGÜN, Orhan; **Genel Muhasebe** , III. Baskı, Ankara, 1994.

Temettü miktarındaki değişiklikler hisse senedinin piyasa değerini değetkiler.⁸

1.1.3. Hisse Senedi Çeşitleri

Hisse senetleri, tedavül kabiliyetlerine , şirket karına, iştiraklerine ve sermayeyi temsil edip etmediklerine göre çeşitlere ayrılır.

Hisse senetleri , tedavül kabiliyetleri bakımından hamiline yazılı ve nama yazılı olmak üzere ikiye ayrılır.

Nama yazılı hisse senetleri sahipleri ad, soyad ve adresleriyle pay kütüğü adı verilen bir deftere kaydedilir. Şirkete karşı ancak pay defterinde kayıtlı bulunan kimse ortak sıfatını kazanır. Nama yazılı hisse senetlerinin devrinde ise; hisse senedinin arkası devir beyanı ile birlikte imzalanmış ve devredilen şahsa teslim edilmiş olması gerekir. Ayrıca bu devir işleminin tamamlanabilmesi için şirketin pay defterine kayıt suretiyle hüküm ifade eder. (TTK. M. 417) Hamiline yazılı hisse senetlerinin üstünde isim yazılı değildir. Bu tür hisse senetlerinin devri mümkündür. Hamiline yazılı senetler sadece teslim ile devredilebilirler. (TTK. M.415) Hamiline yazılı bir senedi kim elinde tutuyorsa o hissedar olur. Bedeli tamamen ödenmemiş paylar için hamiline yazılı hisse senedi çıkarılamaz. (TTK M.409)

⁸ KARSLI,Muharrem; **Sermaye Piyasası Borsa Menkul Kıymetler**, Kral Matbaası, İstanbul, 1994, s.362.

Hisse senetleri sağladıkları hakların , nitelik ve derecelerine göre de bölümlendirilebilir. Bu durumda da adi hisse senetleri ve imtiyazlı hisse senetleri söz konusu olur.

Adi hisse senetleri; temettü dağıtılmasında ya da şirketin tasfiyesine gidildiği zaman varlıkların dağıtılmasında ortaklar arasında farklı bir durum yaratmayan hisse senetlerine denir.

İmtiyazlı hisse senetleri; ana sözleşme ile temettü ve tasfiye halinde şirket varlığının dağıtılması hususunda oy hakkı ve başka konularda öteki hisselerden farklı bir durum yaratan hisse senetlerine denir.

Uygulamada imtiyazlı (rüşhanlı) hisse senetlerini üç grupta toplayabiliriz. ⁹

- Oy hakkında ayrıcalık tanıyan hisse senetleri
- Temettü dağıtımında ayrıcalık tanıyan hisse senetleri
- Tasfiye sonunda kalacak bakiyenin dağıtımındaki öncelik tanıyan hisse senetleri.

Rüşhanlı hisse senetleri ; şirket sermayesi artırıldığında eski ortaklara yeni hisse senetlerinden satın alma hakkı veren hisse senetlerine denir. Bu tür hisse senedi sahipleri sahip oldukları bu hakkı 15 gün içinde kullanabilirler. ¹⁰

⁹ ERTUNA , Özcan; **Finansal Kurumlar - Teori - 1986.**

¹⁰ BÜKER, Semih; **Finansal Yönetim** , Sevinç Matbaası, Ankara , 1983, s.194-195.

1.1.4. Hisse Senedi Değer Tanımlamaları

Hisse senedi yatırımcılarının sık karşılaştıkları ve temel analiz de denen, şirketlerin ekonomik analizini yapılmasında kullanılan bazı tanımlamaların üzerinde durmakta yarar vardır.

- **Nominal Değer:** Hisse senedinin üzerinde yazılı olan değeridir. Bu değer şirketin sermayesini , dolaşımdaki hisse senedi miktarını, piyasa değerini belirlerken ve muhasebe işlemlerini yapmak amacıyla da kullanılır. En düşük nominal değer 500 TL olup daha yüksek olan fiyatlar, 500'ün katları şeklinde olmak zorundadır. İMKB'de işlem gören hisselerin çoğu 1000 TL nominal değerdedir. 100.000 TL nominal değerli hisse senetleri de bulunmaktadır.

- **İhraç Değeri:** Bir şirketin halka açılması sırasında birincil piyasada işlem gördüğü fiyattır. Bu fiyat nominal değer üzerinde ise primli , değilse iskontolu bir fiyattır ve şirket tarafından belirlenebilir.

- **Piyasa Değeri:** Hisse senedinin borsada veya piyasada işlem gören fiyatıdır. Bu fiyat arz ve talep koşullarına göre her an değişikliğe uğrayabilir. Piyasa değeri nominal değer altına da inebilir.

- **Defter Değeri :** Bu değer şirketin bilançosundaki öz sermaye toplamının şirketin çıkartmış olduğu hisse senedi sayısına bölünmesiyle bulunur.

- **Tasfiye Değeri** : Şirketin tasfiyeye gitmesi durumunda varlıkların satışından gelecek miktardan, faaliyetle ilgili tüm borçlar ödendikten sonra kalan miktarın , hisse senedi sayısına bölünmesiyle bulunan değerdir.¹¹

1.1.5. Şirketler ve Firma Değeri

İnsanların bir iktisadi amaçla biraraya gelerek emek veya mallarını müşterek bir amaca ulaşmak üzere birleştirmeleri şirket olarak tanımlanmaktadır. Şirketlerin temel amacı ekonomiktir. Ekonomik nitelik ise , kar elde etme ve şirketin piyasa değerini artırarak sürekliliğini sağlamaya yöneliktir.

1.1.5.1. Halka Açık Anonim Şirket

TTK'nın 269. maddesine göre anonim şirket , beş veya daha fazla gerçek veya tüzel kişi tarafından iktisadi amaçla kurulmuş olup, belirli miktarda ve paylara bölünmüş bir sermayesi bulunan, borçlarından dolayı yalnız malvarlığı ile sorumlu olan şirkettir.¹²

Anonim şirketler , genel olarak bir çok kişi ve şirketin bir araya geldiği ve bir ortaklıkta birleşmeleri amacıyla hizmet eden bir tür şirket olmakla beraber uygulamada iki farklı görüş olduğu gözlenmektedir. Bunlardan biri sınırlı sayıda ortağın kurduğu anonim şirket ; diğeri de daha çok sayıda ortağın bir araya geldiği

¹¹ ÇAVAŞ, Mehmet; **Bireysel Yatırım Araçları**, Cep Üniversitesi, Yeni Yüzyıl Kitaplığı , İletişim Yayınları , 1995, s.68-69.

¹² ATAMAN, Ümit; **Şirketler Muhasebesi**, Türkmen Kitabevi, İstanbul, 1995. s.71.

anonim şirketlerdir. Bunlardan birincisine aile tipi ortaklık ikincisine de halka açık anonim şirket denmektedir.¹³

Sermaye Piyasası Kanunun 11.nci maddesinin ikinci fıkrasında, hisse senetlerini halka arz etmemiş olsa bile, bir anonim şirketin ortak sayısının 100'den fazla olmasını "halka açık anonim şirket" olarak yeterli saymıştır. Bunun için özel hükümler getirmiştir. Buna göre:¹⁴

- Ortak sayısı 100'ü aşmış bulunan anonim şirketler bu durumu belgeleyerek SPK'ya başvuracaklardır. Kurula başvuru süresi ise 30 gün olarak belirlenmiş bulunmaktadır.

- Anonim Şirket (AŞ) denetçileri ortak sayısının 100'ü geçmesi halinde durumu yönetim kuruluna bildirmekle görevlidir.

Halka açık AŞ'lerin yararlanabileceği ayrıcalıklar da vardır. Bunları özetle şöyle sıralayabiliriz:¹⁵

- Kayıtlı sermaye sisteminden yararlanabilirler. Kapalı AŞ'lere bu hak tanınmamıştır.

- Halka açık AŞ'ler özsermayeleri kadar tahvil çıkarmak hakkına sahiptirler (md.13). Bu hak bilindiği gibi normal bir AŞ'te sadece ödenmiş sermayesi kadardır.

¹³ GÖNENLİ , Atilla; **İşletmelerde Finansal Yönetim**. İstanbul Üniversitesi Yayın No: 3436, İstanbul.

¹⁴ TUNCER, Selahattin; **Türkiye'de Sermaye Piyasası** , Okan Yayımcılık Dağıtımılık , İstanbul, 1985, s.342.

¹⁵ A.e., s.339.

- Hisse senedi ile değiştirilebilir tahvil çıkarma hakkı sağlanmıştır.
- İleri ki bölümlerde ifade edeceğimiz üzere temettü dağıtımında da ortaklara ayrıcalıklar tanınmıştır.

1.1.5.2 Firma Değeri

Finans konusunu ele alan yeni yazıların hemen hepsinde işletmelerin amaçlarının pazar değerlerini yükseltmek olduğu vurgulanmaya başlanmıştır. Yine finans literatüründe sıkça kullanılan firmanın cari pazar değerini yükseltmek ile firmanın pay senetlerinin pazar değerini maximize etmek; işletmenin servetini yükseltmek , işletmenin net bugünkü değerini yükseltmek aynı anlamlarda kullanılmaktadır.

Finans yöneticisi finansmana ilişkin kararlar alıp, görevlerini yerine getirirken belirli bir finansal amacı göz önünde tutmak zorundadır. Buna göre amaç, firmanın piyasa değerini (anonim şirketlerde hisse senetlerinin piyasa değerini) dolayısıyla firma sahiplerinin servetlerini en yüksek düzeye çıkarma şeklinde belirlenebilir. Firmanın piyasa değerini en yüksek düzeye ulaştırma amacı, kısa sürede karı azamileştirme veya sermaye şirketlerinde pay başına geliri maximize etmek amacından farklıdır. Böyle bir amaç, firmanın gelecekte elde edeceği gelir akışındaki risk veya belirsizlik derecesini ihmal etmektedir. İki firmanın gelecek dönemlerde hisse başına elde edecekleri gelir bekleyişleri aynı olsa dahi, eğer firmalardan birinde beklenen gelirin gerçekleşmemesi

olasılığı daha yüksek ise, bu piyasa değeri (söz konusu AŞ ise hisse senetlerinin piyasa değeri) diğerinden daha düşük olacaktır.¹⁶

Bu kısa açıklayıcı bilgilerden sonra bir firmanın değerinin söz konusu firmanın gelecekte sağlayacağı gelir akışı ile, bu gelir akışının elde edilmesindeki risk derecesine bağlı olduğunu söylenebilir. Ayrıca firma değerlerini etkileyen kararları da yatırım kararları, finansal kararlar ve temettü dağıtımına ilişkin kararlar olarak belirtilebilir.

Konumuz gereği, firma değerlerini temettü kararları çerçevesinde ele alacağız ve genel olarak bir anonim şirketin bir hisse senedinin piyasa değeri ile toplam hisse senedi sayısının çarpımı sonucu bulunacak miktarın şirketin piyasa değerini ortaya çıkaracaktır.

1.2. TEMETTÜ DAĞITAN ŞİRKETLER VE BU ŞİRKETLER İÇİNDE A.Ş.'NİN YERİ

1.2.1. Temettü Dağıtımı ve Şirketlerle İlişkisi

Şirketleri şahıs şirketleri ve Sermaye şirketleri olmak üzere ikiye ayrılabilir.

Şahıs şirketlerinin dağıttığı kar paylarına temettü denemez. Temettü dağıtımı sermaye şirketlerine ait bir husustur. Sermaye şirketleri ve temettü ilişkisini bu bölümde açıklamaya çalışacağız.

¹⁶ AKGÜÇ, Öztin; *Finansal Yönetim* , Muhasebe Enstitüsü Yayın No:56. Avcıol Matbaası, İstanbul 1989, s.603

1.2.1.1.Limited Şirketler ve Temettü Dağıtımı

Limited şirketler sermaye şirketi olup en az iki en fazla 50 ortakla kurulurlar.

Limited Şirketlerin kuruluşunda temettü dağıtımının esasları genellikle sözleşme ile düzenlenmektedir. Sözleşmede bulunmaması halinde T.T.K.'nın 533'üncü maddesi hükmüne göre temettü dağıtımı yapılır.

Vergi hukuku bakımından limited şirketler elde ettikleri kar üzerinden kurumlar vergisi ödemek mecburiyetindedirler. Kurumlar Vergisi oranı (% 25) olup hesaplama şekli, ödeme zamanları ve beyannamelerinin hazırlanması, Kurumlar Vergisi ve T.T.K açısından limited şirketler ile anonim şirketlerin yükümlülükleri aynıdır.¹⁷

Limited şirketlerde temettü dağıtım kararı, şirket ortak sayısının 20'den fazla olduğu durumlarda şirket genel kurulu tarafından verilmektedir. Ortak sayısının 20 veya daha fazla olduğu durumda bu karar ortakların yazılı oylarıyla alınır.¹⁸

Genel kurulun temettü dağıtılması konusunda şu noktaların özellikle belirtilmesi gerekir.¹⁹

¹⁷ DEMİR, Muzaffer; "Anonim ve Limited Şirketlerde Kar Dağıtımı ve Tekdüzen Hesap Planına Göre Muhasebeleştirilmesi" *Vergi Sorunları Dergisi*, s.7. , Y.17. (Şubat 1995) , s.89.

¹⁸ MAÇ, Mehmet; *Güncel Kurumlar Vergisi*, Denet Yayıncılık A.Ş. II. Baskı , İstanbul (Şubat 1996), s.25-47.

¹⁹ KİPER, Osman; *Uygulamada Ticaret Şirketleri*, Beta Yayınları, İstanbul, 1994, s.346.

- Genel kurul, karın dağıtılması konusunda karar verirken, önce safi kardan T.T.K. 466 maddesine göre yasal yedek akçeyi ayırır (T.T.K. md. 466).
- Anasözleşmeye safi kardan, ihtiyari yedek akçe, işçilerin yararına yardım akçesi, öteki yardım fonları ayrılması konusunda hüküm konulmuş ise, genel kurul; bu isteğe bağlı yedek akçeleri de ayırdıktan sonra kalan kar üzerinden kar dağıtımına karar verir.
- Anasözleşmede genel kurulun üzerinde tasarruf edebileceği kar bölümü bırakılmayabilir. Örneğin safi karın nasıl dağıtılacağı oranları da belirtilerek anasözleşmede yer alabilir. TTK md. 469/2 sı şirketin istikrarlı kar payı dağıtabilmesi için genel kurula geniş yetki vermiştir.
- Ortaklar, şirket anasözleşmesinde aksi belirtilmedikçe koydukları, sermaye oranında, yıllık bilançoya göre elde edilen safi kardan pay alırlar. (T.T.K. md. 533)

Limited şirket ortakları; şirket mukavelesinde aksine bir hüküm olmadığı müddetçe, sermaye koyma borçlarını yerine getirdiği nispette, yıllık bilançoya göre elde edilen safi kardan pay alırlar. Kar dağıtımında taahhüt edilen sermayenin miktarına ve bunun esas sermayeye nispetine bakılmaz.²⁰

²⁰ ALVER, Cemil: *Şirketler Muhasebesi ve Şirketler Hukuku*. Alver Yayınları. Ankara. 1994, s.615.

1.2.1.2. *Sermayesi Paylara Bölünmüş Komandit Şirketlerde Temettü Dağıtımı*

Türk Ticaret Kanunu'nun 476. Maddesinde, hangi hallerde adi komandit şirketlerdeki hükümlerin hangi hallerde anonim şirket hükümlerinin uygulanacağı belirtilmiştir. Buna göre; 476'ıncı maddesinin 1 inci fıkrasında gösterilen hususların "Komanditlerin gerek birbirleriyle, gerekse üçüncü şahıslarla olan hukuki ilişkilerinde şirketin yönetimi, temsil ve şirketten çekilmeleri komandit şirket hükümlerine tabidir." Dışında aksine bir hüküm olmadıkça anonim şirket hükümleri tatbik olunacaktır.²¹

Sermayesi paylara bölünmüş komandit şirketlerdeki temettü dağıtımında öncelikle şirket anasözleşmesi esas alınır. Bu şirketler adi komandit şirketten farklı olarak Kurumlar Vergisine tabidir.²² Komanditer ortakların kurum kazancından hissesi karşılığı aldıkları kar payları ise menkul sermaye iradı olarak değerlendirilecektir.²³ Kurumlar Vergisine tabi olan sadece hisse senetli komanditer ortaklara ait kar paylarıdır. Kurumlar Vergisine tabi olan kazançla ilişkin tüm hesaplamalar anonim şirkette olduğu gibidir. Ancak komandite ortağın kar payı düşüldükten sonra Kurumlar Vergisi ve diğer hesaplamalar yapılır.²⁴

²¹ TAN, Mehmet - ERDOĞAN, Sebahattin - DÜNDAR: *Kar Dağıtımı ve Vergilendirilmesi* , Ankara Serbest Muhasebeci ve Mali Müşavirler Odası Yayınları No: 10 , Ankara 1995, s.8.

²² KISHALI, Yunus; *Şirketler Muhasebesi*, 3. Baskı, Beta Yayınları , İstanbul , 1994, s. 172.

²³ ŞENYÜZ, Doğan; *Türk Vergi Sistemi*. Ezgi Kitabevi Yayınları I. Baskı. Bursa. 1995, s.293..

²⁴ SOYDAN, Hakkı - GÜCENME, Ümit; *Şirketler Muhasebesi*. Uludağ Üniversitesi, Basımevi , 1991, s.83.

1.2.2. Anonim Şirketlerde Temettü Dağıtımı

Anonim şirketin kendisine ait bir ünvanı ve tüzel kişiliği vardır. Sermayesi paylara bölünmüştür ve bu payları kıymetli evrak niteliğindeki hisse senetleri temsil eder. Sermaye paylarının devri hisse senetlerinin devriyle olur. Anonim şirketlerin iktisadi önemi bu özelliklerinden gelmektedir.

Anonim şirketler sermaye şirketlerinin en gelişmiş ve temettü uygulamasının en açık görüldüğü şirketlerdir.

1.2.2.1. Genel Açıklama

Anonim Şirketlerde temettü dağıtım olayı, özellikle 1.1.1986 tarihinden itibaren büyük önem kazanmıştır. Bu tarihten önceki uygulama biçimine göre, elde ettikleri temettülerin gayri safi tutarı 3 milyon Lirayı aşan gerçek kişiler başka gelirlerin olup olmadığına bakılmaksızın bu gelirlerini yıllık gelir vergisi beyannamesi vermek suretiyle beyan ediyor ve Gelir Vergisi ödüyorlardı.²⁵

Oysa 3239 sayılı kanunla yapılan değişiklik sonucu, Kurumlar Vergisinin oranı % 40'dan %46'ya yükseltilmiş buna karşılık yukarda belirtilen mükelleflerin bu kar paylarını beyan etmeleri zorunluluğu kaldırılmıştır. Bu düzenlemeye göre, örneğin 1986 yılı içinde 500 milyon temettü alan kişi, bu gelirini beyan etmeyecek ve gelir vergisi de ödemeyecektir.²⁶

²⁵ KIZILOĞ, Şükrü; a.g.e., s.29.

²⁶ A.e., s.20.

Yapılan bu değişiklikler sonucunda A.Ş'ler daha önceki yani 1.1.1986 tarihinden önceki dağıtmadığı karları da dağıtmaya başlamışlar ve yeni bir uygulama kendini göstermiştir.

Kurumlarda elde edilen temettülerin vergilendirilmemesinin esas sebebi Kurumlar Vergisi oranının % 46 olmasına ve bu oranın temettüyü elde eden gerçek kişilerin vergilerini de içermeyeği varsayımına dayanmaktaydı.²⁷

Öte yandan Kurumlar Vergisi oranı 1.1.1994 tarihinden itibaren geçerli olmak üzere %25' e indirildiğinden bu değişikliğe paralel olarak, Gelir Vergisi Kanunu'nun (G.V.K.) 85. Maddesinin ikinci fıkrası da değiştirilmiş ve kurumlardan elde edilen temettülerin yıllık beyannamede toplanması esası yukarıdaki tarihten itibaren yürürlüğe girmiştir.²⁸

Temettü dağıtımını bir günlük olay değildir. Diğer bir ifade ile temettü dağıtımına karar verilip ertesi gün dağıtılması mümkün değildir. Öncelikle bu konuda genel kurul tarafından karar alınması gerekmektedir. T.T.K. hükümlerine göre hazırlanan ticari bilançoya göre belirlenen ticari karın tamamı dağıtılmaz. İleriki bölümlerde de göreceğimiz gibi ticari kardan ödenecek vergiler, yedek akçeler, anasözleşmede yer alan diğer kesintiler ve ödemeler düşüldükten sonra kalan kısmın dağıtımı sözkonusu olur. Kar bir defada ya da bir kaç taksitle ödenebilir. Her taksit için ayrı bir genel kurul kararı gerekmektedir. Ortaklar 5 yıl zarfında temettülerini talep

²⁷ A.e., s.31.

²⁸ ATILLA, İsmet; "Kar Paylarının Vergilendirilmesi" Yaklaşım Yıl: 4, Sayı 38. Şubat 1996, s.10.

etmedikleri takdirde bu kar şirket lehine zaman aşımına uğramaktadır.²⁹

1.2.2.2. Temettü Dağıtımı ve Karar Mekanizması

Temettü dağıtımı konusu T.T.K.'nın 466-467-468-469 maddelerinde düzenlenmiştir.

T.T.K. md.470 ve 469/2' ye göre temettü dağıtım kararının verilebilmesinin ilk koşulu şirketin usulüne uygun olarak düzenlenmiş bir bilançoya göre kar elde etmiş olması ya da daha önceki yıllarda elde ettiği karlarından bu amaç için kullanılabilecek akçelerin bulunması gerekmektedir.

Bunun yanı sıra, ortaklık karının dağıtımına karar verilirken "kanuni ve ihtiyari yedek akçeler, kanun ve esas mukavele hükümlerine göre ayrılması gerekli diğer miktarlar safi kardan ayrılmadıkça temettü dağıtılamaz. (T.T.K. md.469/1) Üçüncü kişilere ortaklık karından bir pay verilmesini öngöröldüğü durumlarda da bu miktarın dağıtılacak kardan ayrılması gerekmektedir. (T.T. md. 279/2).

Temettü dağıtımına karar verilmesi konusunda yetkili organın hangisi olduğu T.K.'nın 369'uncu maddesinde belirtilmiştir. Buna göre ortaklığın kar/zarar hesabı, bilanço ve kazanç dağıtılması hakkında tekliflerin onanması ya da değiştirilerek kabul veya reddi genel kurulun yetkilerindendir. Genel kurul bu yetkilerini, yönetim kuruluna yada denetim kuruluna devredemez. Bu nedenle yönetim

²⁹ KIZILOT, Şükrü; a.g.e., s.49.

kurulu, üçüncü kişilerle ortaklık karına katılmayı gerektiren bir sözleşmeyi genel kurulun kararı olmaksızın yapamaz.³⁰

Genel kurul, temettü dağıtılması kararını genellikle olağan genel kurul toplantısında verir. Temettü dağıtımı hem ortaklar hem de şirket yönünden önem taşıyan bir olaydır. Dağıtılacak karın oranı yönünden ticaret kanununda özel bir hüküm yer almaktadır. Ancak anasözleşmede belli oranlar öngörülebilir. Yönetim Kurulunun karın dağıtılması yönünde hazırladığı raporun genel kurul tarafından kabul edilmesi ile temettünün önerilen biçimde dağıtılmasına karar verildiği anlamını taşır.

Dağıtılacak kar, sözleşmede aksine bir hüküm olmaması halinde kural olarak, ortakların sermaye tahahhüdüne karşılık yapmış oldukları ödemelere oranla dağıtılabilir. Ticaret kanunun kazanç payını düzenleyen 455'inci maddesinde "Her pay sahibi, kanun ve esas sözleşme hükümlerine göre sahiplerine dağıtılmaya tahsis edilen safi kazançtan şirketteki payı oranında iştirak hakkına haizdir." Şeklinde yer alan hükmün yanısıra, karın ne şekilde hesaplanacağını düzenleyen 456'ıncı madde " Esas sözleşmede aksine bir hüküm yoksa kazanç ve tasfiye payları esas sermayeye mahsuben ortağın şirkete yaptığı ödemelerle mütenasiben hesap ve tespit olunur."³¹ Hükümü yer almaktadır.

Öte yandan genel kurul kararında, temettünün hangi tarihte ödeneceği de belirtilmelidir. Aksi takdirde temettünün ödenmesi gerekir.

³⁰ SARISU, Ekrem; "Anonim Şirketlerde Kar Dağıtımına Karar Verilmesi". *Mali Sorunlara Çözüm Dergisi*, Yıl: 1, Şubat, 1987, s.52.

³¹ A.e., s.53.

1.2.2.3. Temettü Dağıtımında Uygulanacak Kurallar

Ticaret Kanununda temettü dağıtım ilkelerinin iki ana amaç altında toplandığını söyleyebiliriz: Bunlardan birincisi şirketin mali bünyesini koruyucu, ikincisi ise ortakların kar almasını sağlayıcı temettü dağıtım ilkeleridir.

T.T.K.'nın 469 maddesinin birinci fıkrasında " Kanuni ve ihtiyari yedek akçelerle kanun ve anasözleşme hükmüne göre ayrılması gerekli diğer kazançlar safi kardan ayrılmadıkça temettü dağıtılmaz"denilmektedir. Kanun koyucu bu hükümle, şirketin gelecekteki durumunu sağlamlaştırmak ve ayrıca, şirketin nakit durumuna göre kar dağıtılabilmesini mümkün kılabilmek amacıyla genel kurula, esas sözleşmede dağıtılması öngörülen kazançtan bir miktarını, yedek akçe olarak, şirkette tutma yetkisini tanımıştır.³²

Şirket bünyesinde bırakılan kanun ve anasözleşme gibi yazılı metinler de yer alan kar payı dilimlerini şu şekilde sıralayabiliriz:

- I. Tertip Kanuni yedek akçe (T.T.K. md. 466/1)
- II. Tertip yedek Akçe
- Anasözleşmeyle ayrılan yedek akçe niteliğindeki fonlar
- Ana sözleşmeyle ayrılan müstahdem ve memurlar için ayrılan yardım akçesi

T.T.K.'nın 469 maddesinin birinci fıkrası yukarıda sıralanan ayrımlar yapılmadan temettü dağıtılmayacağını önemli bir hüküm haline getirmiştir. Bu nedenle bu ilkeye bütün sermaye şirketleri uymakla yükümlü bulunmaktadır.³³

Ortakların temettü almasıyla ilgili ilkelere gelince; T.T.K.'na göre en az %5 olan ve ödenmiş sermaye üzerinden ayrılan temettü , sermayeye verilen faiz niteliğinde olduğu için ortaklara dağıtılması gerekli kar payı niteliği taşımaktadır. I. temettünün özelliği ortaklara kardan ayrılan ilk kar payı olmasıdır.³⁴

T.T.K.'nın 298 ve 402 maddesinde, şartlı olarak kuruculara kardan pay verilebileceği kabul edilmiştir. Bu şartın özelliği kurucu kar payının sırasının ve oranının belirlenmesidir. Kurucuların kardan pay alabilmeleri için ana sözleşme de hüküm bulunması , bu hükmün şirketin kuruluş sırasında konulmuş olması, kurucu kar paylarının I. temettüden sonra gelmesidir.³⁵

Yönetim kurulu üyelerine temettü dağıtılmasına ilişkin bir hüküm olmasa dahi genel kurulun yetkisine bırakılan kar marjı içinde ayrılabilir. Yönetim kurulu üyelerinin kar payları sadece safi kardan ve ancak kanuni yedek akçe ile pay sahiplerine % 4 oranında veya esas sözleşmesiyle belirlenen daha yüksek bir oranda temettü ayrıldıktan sonra dağıtılabilecektir.

³³ A.e., s.50.

³⁴ A.e. s.51.

³⁵ A.e., s.51.

1.2.2.4. Dağıtılacak Temettüler

Anonim şirketlerde bilanço karının dağıtımı konusunda Türk Ticaret Kanunu bazı esaslar koymuştur. Sermaye Piyasası Kanunu ise, halka açık şirketlerde temettü dağıtımına ortaklar lehine bazı yeni hükümler getirmiştir. Önce şunu belirtelim ki, her iki kanuna göre de temettü dağıtılması için önce bilançoda kar oluşması gerekir. Genel kurul karar verirse, her iki halde de şirketler bilançoda kar gözükme bile birikmiş ihtiyatlardan temettü dağıtılabilirler. Ancak , bu hususta hiçbir kanun şirketleri zorlamaz.³⁶

Bilançoda kar gözüküyorsa,

- Türk Ticaret Kanunu'na tabi anonim şirketlerde genel kurul temettü dağıtıp dağıtmama konusunda dilediği gibi karar alabilir.

- Sermaye Piyasası - Kanunu'na tabi şirketlerde genel kurulun böyle bir serbestisi yoktur. Kar varsa dağıtım mutlaka yapılacaktır. Ancak, bilançoda eski yıllardan kalan zarar varsa , bu zarar kapatılmadıkça şirket temettü dağıtmak zorunda değildir.

Bilançoda kar varsa ve genel kurul da temettü dağıtım kararı almışsa aşağıdaki hükümler uygulanacaktır.

³⁶ KARSLI, Muharrem; Sermaye Piyasası Borsa Menkul Kıymetler, a.g.e., s.69.

1.2.2.4.1. Türk Ticaret Kanunu'na Tabi Anonim Şirketlerde Temettü Dağıtımı

- Önce kurumlar vergisi ve diğer yasal yükümlülükler karşılığı ayrılır.

- Kalan miktardan kanuni yedek akçe ayrılır.

- Kalan miktardan adi hisse sahiplerine ödenmiş sermayenin %5'i oranında kanuni birinci temettü ödenir.

- Kalan miktardan kurucu, intifa hisse senetlerine idare meclisi üyelerine ana sözleşmede öngörülen miktarda pay tahsis edilir.

- Kalan miktardan adi hisselerine ikinci temettü ödenir.

- Geri kalan meblağ fevkalade ihtiyatlara aktarılır.

Türk Ticaret Kanunu'nun temettü dağıtımı konusundaki hükümleri dağınıktır ve çeşitli maddelerde düzenlenmiştir.³⁷

1.2.2.4.2. Sermaye Piyasası Kanununa Tabi Anonim Şirketlerde Temettü Dağıtımı

Sermaye piyasasına tabi anonim şirketlerde genel kurulun kar dağıtım dağıtmama konusunda bir serbestisi yoktur. Kar varsa dağıtım mutlaka yapılacaktır. Ancak bilançoda eski yılların birikmiş zararı varsa bu zarar kardan mahsup edilmedikçe şirket temettü dağıtmaya zorunlu değildir.³⁸

³⁷ A.e., s.69.

³⁸ a.g.e., s.70.

Bilançoda kar varsa dağıtımı zorunludur.

Dönem Karı

(-) Geçmiş yıl zararları .

(-) Kurumlar Vergisi ve Diğer Yasal Yükümlülükler

Safi Kar

(-) Birinci Tertip Yasal Yedek Akçe

Safi karın yirmide bir (1/20), ödenmiş esas sermayenin beşte birini (1/5) buluncaya kadar I. Tertip Kanuni Yedek Akçe olarak ayrılır. (T.T.K. md. 466)

Net dağıtılabilir dönem karı

(-) Ortaklara birinci temettü (SPK. Seri:IV, No:1, Md. 7)

Dağıtılabilir karın yarısından (%50) az olmamak üzere birinci temettü ödenir.

Halka açık anonim şirketlerde birinci temettü oranı belirleme yetkisi Sermaye Piyasası Kurulu'ndadır.

(-) Memur ve İşçilere Temettü

Esas sözleşmelerde hüküm bulunması zorunludur. (SPK, Md. 15)

(-) Yönetim Kuruluna Temettü

Esas sözleşmelerinde hüküm bulunması zorunludur. (SPK, Md. 15)

(-) İkinci Temettü

(-) II. Tertip Kanuni Yasal Yedekler

Birinci temettü ayrıldıktan sonra pay sahipleri ile kara iştirak eden diğer kimselere dağıtılması kararlaştırılan kısmın onda biri (1/10)'dir. (T.T.K. Md. 466/3)

- (-) Statü Yedekleri
- (-) Özel Yedekler
- (-) Olağanüstü Yedekler

Türk Ticaret Kanunu'nda safi karın tamamının yapılmamış olması nedeniyle, II. Kanuni yasal yedek akçenin vergiler ve varsa geçmiş yıl zararları düşüldükten sonra kalan kar üzerinden mi hesaplanacağı yoksa bunlar düşülmeden önceki kar üzerinden mi hesaplanacağı konusu tartışmalıdır. Uygulamada her iki yöntemin de hesaplamalarda kullanıldığı bilinmektedir.

II. Tertip Yedek Akçe, safi kardan I. Tertip Yedek Akçe ile I.temettü ayrıldıktan sonra, kara iştirak eden diğer kişilere dağıtılması kararlaştırılmış olan kısmın 1/10'u olarak hesaplanır. Ancak, bu tutarlar net olarak alındığında bürüt tutara ulaşmak için 1/9 oranının dikkate alınması gerekir.

Sermaye Piyasası Kanunu'na tabi olan ve hisse senetleri borsada işlem gören anonim ortaklıklar, birinci temettü, nakden ve bedelsiz hisse senedi biçiminde dağıtılabirler. Temettünün bedelsiz hisse senedi dağıtımı yoluyla yapılmak istenmesi halinde, bu işlem hesap döneminin sonundan itibaren 6 ay içinde olağan veya olağanüstü genel kurullarda karara bağlanır. Ortaklıklar, karın dağıtımına ilişkin bilgileri en geç hesap döneminin son gününü izleyen dokuz ay içinde kurula bildirirler.³⁹

Yapılan son değişiklikler çerçevesinde :⁴⁰

³⁹ Sermaye Piyasası ve Borsa Temel Bilgiler Kılavuzu, a.g.e., s.83.

⁴⁰ A.e., s.84.

Hisse senetleri Borsa'da işlem gören ortaklıkların karı önceden dağıtıp, daha sonra geri alma biçiminde uyguladıkları prosedürü kısaltmak, bürokrasiyi azaltmak ve işlemleri basitleştirmek amaçlanmıştır.

Dağıtılacak bedelsiz hisse senetlerinin, yeniden değerlendirme değer artış fonlarından veya olağanüstü yedek akçelerden karşılanarak sermayeye yapılan ilavelere ~~ilavelere~~ istinaden dağıtılan bedelsiz hisse senetleri ile bir ilgisi bulunmamaktadır. "bedelsiz" ibaresi ile işlemlerin hesaben yapılması nedeniyle ortaklığa nakit giriş-çıkışı olmaması durumu ifade edilmektedir.

Halka açık anonim ortaklıklarda birinci temettü oranını belirleme yetkisi SPK'da olduğundan söz konusu ortaklıklar için T.T.K.'ndaki %5 temettü dağıtım zorunluluğu bulunmamaktadır.

Dağıtılacak temettü miktarı dağıtılabılır karın asgari %50'sidir. Ortaklıklar bu oranın altına düşmemek kaydıyla diledikleri miktarda temettü dağıtılabılırlar.

Hisse senetleri Borsa'da işlem gören ortaklıklar , temettünün yetkili kurullarının kararına bağlı olarak belirledikleri oranlarda nakit veya bedelsiz hisse senedi olarak dağıtılabılırlar.

Kar dağıtımı tebliğinden yararlanmak isteyen anonim ortaklıklar, dağıtılabılır karın yarısını genel olarak ortaklar adına pasiflerinde geçici bir hesaba alırlar.

Tebliğin getirdiği imkandan yararlanmak amacıyla yapılacak sermaye artırımlarında , ortaklığın tabi olduğu sermaye sisteminin gerektirdiği prosedür uygulanacaktır.

Ayrıca kar dağıtım tebliği (Seri:IV, Tebliğ No:1, Md.7) kapsamında yapılacak sermaye artırımları nakit artırımını gibi değerlendirildiğinden , varsa yeniden değerlendirme değer artış fonlarından en az yatırım tutarı kadar bedelsiz hisse senedi verme zorunluluğu da devam etmektedir.

Yönetim kurullarında olağan genel kurul toplantılarına teklif edecekleri kar payı oranının belirlemiş ve kamuya açıklamış şirketler ile olağan genel kurul toplantılarını yapmış olan şirketler de yetkili kurullarında yeni kararlar almak suretiyle yeni düzenlemeden yararlanabileceklerdir.

Düzenlemeden yararlanmak isteyen ortaklıkların genel kurul kararı sonrasında karın hisse senedi şeklinde dağıtılacak kısmını bilançolarının pasifinde geçici bir hesapta göstermek zorunda oldukları belirtilmiştir.

1.2.2.5. Sermaye Şirketlerinde Yedek Akçeler ve Ayrılma Esasları

1.2.2.5.1. Yedek Akçenin Tanımı ve Çeşitleri

İşletme karlarından, gelecekte ortaya çıkacak riskleri karşılamak amacıyla ayrılan bölümlere "Yedekler" ya da "yedek akçe" denir.⁴¹

⁴¹ SEVİLENGÜL, Orhan; a.g.e., s.501.

Diğer bir ifadeyle yedek akçeler , ileride meydana gelecek zararları kapatmak beklenen veya beklenilmeyen ortaklığın zarar, kayıp ve masraflarını karşılamak ortaklığın istikrar içinde devamını ve gelişmesini ve istikrarlı kar dağıtımını yapması için ortaklık kazancından alıkonulan açık veya gizli kıymetlerdir.⁴²

Başka bir tanıma göre ise yedek akçe, sermaye şirketlerinin, bilanço dönemi karlarından dağıtmayarak çeşitli amaçları gerçekleştirmek üzere, şirket bünyesinde bıraktıkları karlarıdır.⁴³

Gelecekte karşılaşılabilecek risklere karşı önlem almak her işletme için söz konusu ise de yedekler, şirketler açısından özel bir önem taşır. Tek şahıs işletmelerinde karın bir kısmının işletmede tutulması için yedek ayrılması zorunluluğu yoktur. İşletmenin mali bünyesinde bırakmayı arzuladığında; bunu sermayesine eklemek , yedekler hesabına almak ya da geçmiş dönem karı olarak hesaplarında tutmak yollarından birini seçebilir.

Ülkemizde , özellikle AŞ'ler zaman zaman sermayelerini arttırma yoluna gitmekte ve çoğu kez sermaye artırımını , yedek akçe ya da dağılmamış karların sermayeye ilavesi suretiyle yapılmaktadır. Yedek akçe ya da birikmiş karların sermayeye ilavesi halinde , pay sahiplerine, yedek akçenin sermayeye ilave edilen kısmında paylarına düşen miktar karşılığında , belli bir itibari değeri olan hisse senetleri bedava olarak verilmektedir.⁴⁴

⁴² PULAŞLI, Hasan; *Şirketler Hukuku*, Mimoza Yayınlar, Konya , 1995, s.577.

⁴³ TAN, Mehmet - Erdoğan , Selahattin - DÜNDAR , Mustafa; *Kar Dağıtım ve Vergilendirilmesi*, Ankara Serbest Muhasebeci ve Mali Müşavirler Odası yayınları, No:10, Ankara 1995. s.24.

⁴⁴ ERİMEZ , Rüştü ; Sermaye Şirketlerinde Yedek Akçenin Sermayeye Eklenmesine İlişkin Vergileme Sorunlar ve Çözüm Yolları, *İ.Ü. İşletme Fakültesi Muhasebe Enstitüsü Dergisi*, Şubat 1. 1978, Yıl: 2, Sayı 1, s.32.

Bilindiği üzere dağıtılmamış karların sermayeye ilavesi , kar dağıtımını niteliğinde bir işlem olarak kabul edilmektedir. (V.U.K.).

Şirket karından bir bölümünün işletmede tutulması , fon çıkışını azaltacağından borçlarını ödeme gücünü de artırır.

T.T.K.'ya göre ayrılması gereken yedek akçelerin bir kısmı zorunlu bir kısmı da isteğe bağlı bir nitelik taşımaktadır. Ayrılması zorunlu olan yedek akçelerin bu niteliği kanundan gelmektedir.

İsteğe bağlı olarak ayrılacak yedek akçeler ise ya şirketin kuruluşu sırasında ana sözleşmede belirtilmiş olması nedeniyle ya da genel Kurul kararı ile ayrılabilir. Şirketin kuruluşu sırasında, zorunlu olarak ayrılacak yedek akçeler dışında da yedek akçe ayrılabilir anasözleşme ile belirtilebilir.

Temettü dağıtım konusunda AŞ ve limited arasında bir farklılık olmadığı halde sermayesi paylara bölünmüş komandit şirketlerde temettü dağıtımını konusunda TTK'da ayrıca özel düzenleyici hükümler bulunmadığından bu tür şirketlerde yedek akçe ayrılması konusundan zorunluluk bulunmadığı, şirket yetkili organı olan genel kurul kararı doğrultusunda istendiğinde yedek akçe ayrılabilir kabul edilmektedir.⁴⁵

Yedek akçelerin genel olarak aşağıdaki biçimde sınıflandırabiliriz.

⁴⁵ HIŞIL, Mesut: "Sermaye Şirketlerinde vergi matrahının tesbiti. Yedek Akçenin Ayrılması ve Karın dağılımı ile Muhasebe Kayıtlarının Yapılması". *Vergi Denetmenleri Derneği*. Sayı 24. Ağustos - Eylül .s.12

1. Kanuni yedek akçeler
2. İhtiyarı yedek akçeler
3. Fevkalade (olağanüstü) yedek akçeler
4. Gizli yedek akçeler
5. Diğer yedek akçeler

1.2.2.5.1.1. Kanuni Yedek Akçeler

Yukarıda da belirttiğimiz gibi kanuni yedek akçeleri, sermaye şirketi olarak belirttiğimiz anonim ve limited şirketlerin kanunen ayrılmak zorunda oldukları yedek akçe olarak tanımlayabiliriz. Ayrıca TTK'nun 466. maddesinde kanuni zorunluluktan doğan yedek akçelerde ikiye ayrılabilir. Bunlardan ilki I. tertip kanuni yedek akçe bir diğeri ise II. tertip kanuni yedek akçedir.

Birinci Tertip Kanuni Yedek Akçe

TTK'nun 466'ncı maddesinin birinci fıkrasına göre ticari bilançoda görülen safi karın %5'ini şirketin ödenmiş sermayesinin %20'sine ulaşınca kadar I. tertip yedek akçe olarak ayırmak zorundadır.⁴⁶

Kanuni yedek akçenin miktar yönünden sınırını pay sahipleri tarafından şirkete fiilen ödenmiş kısmın (ödenmiş sermayenin) %20'si esas alınarak hesaplanır.

⁴⁶ AKGÜÇ, Öztın; **Kredi Taleplerinin Değerlendirilmesi**, Avcıol Matbaası, İstanbul, Aralık, 1991, s.109.

Safi karın TTK'unda tanımı yapılmamışsa da kurum kazancından kurumlar vergisi düşüldükten sonra tutarı üzerinden I.tertip yedek akçenin ayrılması yönünden uygulamada birlik vardır.⁴⁷

Birinci tertip yedek akçenin ayrılmasına ilişkin hususları şöyle sıralamak mümkündür.⁴⁸

I. tertip yedek akçe cari yıl karından ayrılır.

I. tertip yedek akçe safi kar üzerinden ayrılmaktadır.

Yedek akçenin teşkili yukarıda belirtildiği gibi geçmiş yıl zararlarının karşılanmasıdır. Böyle bir işlem söz konusu olduğunda ayrılan I.tertip yedek akçenin miktarı, mahsubu yapılan zarar tutarı kadar azalacaktır. Zarar mahsubu oranında azalan kısım kadar yeniden yedek akçe ayırmak mümkündür. Özellikle arz eden husus, ayrılan yedek akçenin her yıl safi karın %5'i oranında ve toplam olarakta esas sermayenin beşte birini (1/20) aşmayacak tutarda teşkil edilmesidir.

Ayrılan yedeklerin toplamı ödenmiş sermayenin 1/5'ine ulaştıktan sonra I. tertip yedek akçe ayrılması zorunlu değildir. Ayırmaya devam edilirse , fazla ayrılan kısım isteğe bağlı yedek akçe gibi işlem görecektir.

⁴⁷ DEMİR, Muzaffer; a.g.e., s.83.

⁴⁸ GÜR, Mehmet: Sermaye Şirketlerinde Yedek Akçeler ve Ayrılma Esasları, *Mali Sorunlara Çözüm Dergisi*, Yıl:1, Mart 1985, Sayı.3, s.18.

İkinci Tertip Kanuni Yedek Akçe

Ek yedek akçe olarak da adlandırılan II. tertip kanuni yedek akçe TTK'nun 466'ıncı maddesinin ikinci fıkrasının 3 numaralı bendine göre; safi kardan %5 kar payı ayrıldıktan sonra, pay sahipleri ile kara iştirak eden diğer kimselere dağıtılması kararlaştırılmış olan kısmın onda biri (%10) II. tertip yedek akçe olarak ayrılır.

İkinci tertip kanuni yedek akçenin ayrılmasında şu hususlara dikkat etmek gerekmektedir.⁴⁹

- II. tertip yedek akçe kar dağıtımının söz konusu olduğu hallerde ayrılır. Dolayısıyla dağıtılmamış kar üzerinden II. tertip yedek akçe ayrılamaz.

- II. tertip yedek akçenin ayrılmasında belirlenmiş bir üst sınır yoktur. Ayrıca II. tertip kanuni yedek akçeyi ayırım zorunluluğu esas sözleşmeyle ortadan kaldırılamaz.

- Bazı hallerde oluşan kar ortaklara doğrudan dağıtılmayarak sermayeye eklenebilir. Pay sahiplerine , yedek akçenin sermayeye ilave edilen kısmından paylarına düşen miktar karşılığında, belli bir itibari değeri olan hisse senetleri bedava verilebilmektedir. ⁽⁵⁰⁾ İşte bu gibi hallerde bunlara isabet eden kar payları üzerinden II. tertip kanuni yedek akçe ayrılmaz.

⁴⁹ a.g.e., s.19.

⁵⁰ ERİMEZ, Rüştü; a.g.e., s.32.

- İkinci tertip yedek akçenin ayrılmasında dağıtılan kar kısmı önem teşkil ettiğinden geçmiş yıllara ait olup da ilgili yıl karı ile birlikte veya başlı başına dağıtılan karlarda da II. tertip yedek ayrılır.⁵¹

1.2.2.5.1.2. İsteğe Bağlı Yedek Akçeler

TTK'nun 467 maddesi uyarınca , şirket ana sözleşmesindeki hükümler ya da genel kurul kararı ile dağılabilecek kardan yedek akçe ayrılmasına izin verilmektedir. Şirket ana sözleşmesi veya şirket genel kurulunca kararlaştırılabilen yedek akçelerdir. Buna olağanüstü yedek akçe de denilmektedir.⁵²

Bilançonun pasifinde yer alan yedek akçeler işletmenin ilerideki zararlarını kapatmak ve istikrarlı temettü dağıtımını sağlamak amacıyla ayrılırlar.⁵³

Bunun ayrılma biçimi ya I. tertip kanuni yedek akçenin safi karın %5'inden fazla bir oranda ayrılması ya da tavanın ödenmiş sermayenin %20'sinden fazla olacağının ana sözleşmede belirtilmesidir. Bunlar yatırım şeklinde ihtiyarı yedek akçe ayırma yollarıdır. Ana sözleşme ile başkaca yedek akçe ayrılması ve bunları tahsis ve harcama yerlerinin gösterilmesi de mümkündür.⁵⁴

⁵¹ GÜR, Mehmet; a.g.e., s.20.

⁵² AYPEK, Nevzat - ENGİN, Abdullah; **Muhasebe Teknikleri**; 4. Tübitay Yayınları, Ankara , 1994, s.72.

⁵³ DEMİR, Muzaffer; a.g.e., s.90.

⁵⁴ AKGÜÇ, Öztin; **Mali Tablolar Analizi**, 9. Basım, İstanbul, 1995, s.242.

İşte ihtiyari yedek akçe olarak adlandırdığımız bu yedek akçe esas mukaveleden doğmaktadır. Eğer ana sözleşmede bu tür bir yedek akçenin ayrılması öngörülmüşse bu halde kanuni yedek akçe ayrılmadan ve temettü dağıtımı yapılamadığı gibi; ihtiyari yedek akçe ayrılmadan da temettü dağıtılamaz.⁵⁵

Bunun dışında ihtiyari yedek akçenin özellik arz eden bir durumu yoktur.

1.2.2.5.1.3. Fevkalade (Olağanüstü) Yedek Akçeler

Sermaye şirketleri ara sözleşmelerine kanuni yedek akçeler dışında fevkalade (olağanüstü) yedek akçeler ayrılabilceğı hükmü konulabilir.

Şirkette olağanüstü durumlar ve beklentiler dikkate alınarak bırakılan yedekler ve geçmiş dönem ile ilgili dağıtım konusu yapılmayan karları ifade eder.⁵⁶

TTK'nun 469. Maddesine göre şirketin devamlı gelişmesi veya olanak dahilinde dengeli temettülerin dağıtılması temin bakımından uygun ve faydalı olduğı takdirde , kurulun temettülerin saptanması aşamasında kanun ve ana sözleşmede sayılanlardan başka yedek akçe ayrılmasına ve yedek akçenin kanun ve ana sözleşme ile belli edilen oranların arttırılmasına karar verileceğini hüküm altına almıştır.

⁵⁵ GÜR, Mehmet; a.g.e., s.21.

⁵⁶ AKGÜÇ, Öztin; a.g.e., s.242.

Yukarıda kısmen ifade ettiğimiz gibi genel kurul isterse kanuni ve ihtiyari yedek akçelerden başka fevkalade yedek akçe ayrılabilir. Yalnız , fevkalade yedek akçe ayrılmasının önemli koşulu , şirketin devamlı gelişmesi veya mümkün mertebede istikrarlı temettülerin dağıtılmasını temin bakımından munasip ve faydalı olduğunun gerekli olmasıdır. Böyle bir gerekçenin nedeni, gereksiz yere fevkalade yedek akçe ayrılarak pay sahiplerinin temettü alma haklarının sınırlandırılmasının önlenmek istenmesidir.

Sonuç olarak fevkalade yedek akçeler ve belli amaçları gerçekleştirmek ya da şirketin mali bünyesini kuvvetlendirerek yatırım gücünü arttırmak üzere ayrılırlar.⁵⁷

1.2.2.5.1.4. Gizli Yedek Akçeler

Yedek akçeler TTK'nun 458. maddesinde, şirket işlerinin devamlı geliştirilmesini veya mümkün olduğunca istikrarlı temettü dağıtımını sağlayabilmek için "uygun ve yararlı olduğu takdirde aktiflerin bilanço tarihindeki değerlerinden daha düşük bir değerle bilançoya konulması şeklinde ayrılacak kaynaklar şeklinde tanımlanmıştır.⁵⁸

Gizli yedek akçelerin amaçlarının iki ana başlık altında toplayabiliriz.

⁵⁷ ERİMEZ, Rüştü; *Şirketler Kar Dağıtımı ve Yedek Akçeler*, İstanbul 1972,s.277.

⁵⁸ KİPER, Osman; *Uygulamada Ticaret Şirketleri Arpaz Matbaacılık Tesisleri*, İstanbul, 1995. s.341.

- Şirket işlerinin devamlı geliştirilmesini sağlamak
- İstikrarlı temettü dağıtımını (mümkün olduğunca) sağlayabilmek

Bu amaçlar TTK'nun 469. Maddesinde olağanüstü yedek akçe ayrılmasına genel kurulun karar verebileceği nedenler olarak da sayılmıştır. 466. maddede de belirtilen gizli yedek akçelerin bu amaçlarla yönetim kurulunun temettü dağıtımına esas olacak dönem karın düşük göstermesinin yönetimini belirleyememektedir.

TTK'da gizli yedek akçe ayrılması yöntemini sınırlayıcı suretle değil, örnekleme suretiyle belirtilmiştir. 458. madde hükmüne göre "aktiflerin bilanço günündeki kıymetlerinden daha aşağı bir kıymetle bilançoya konması şeklinde" gizli yedek akçe ayrılabilceği gibi diğer suretlerle de bu tür kaynaklar yaratılması mümkündür. Gizli yedek akçe ayrılmasının TTK ile belirlenen temel yönteminde, işletmenin bilançosunda yer alan aktiflerin değcrklenmesi suretiyle kaynak yaratılması öngörülmektedir. "diğer suretlerle" gizli yedek akçe ayırmanın sınırlarının belirsiz bırakmıştır. Bunun yanında şirket yönetim kurulu gizli yedek akçe ve harcama yerleri hakkında denetçilere bilgi vermek zorundadır.⁵⁹ Bu yöntemlerin belirlenebilmesi için öncelikle muhtemel yolların sıralanması gerekmektedir.⁶⁰

- Aktiflerin bilançoda hiç gösterilmemesi
- Var olmayan pasiflerin bilançoda yer alması

⁵⁹ ABAY, Ramazan; *Muhasebe II.*, Milli Eğitim Yayınları, İstanbul, 1992, s.456.

⁶⁰ EYYÜBGİLLER, Saygın; "Anonim Şirketlerde Gizli Yedek Akçeler", *Mali Sorunlara Çözüm Dergisi*, Yıl:3, Şubat, 1987, s.25-s.26.

- Doğrudan doğruya amortismanlarda, amortisman yüzdesinin yüksek olarak belirlenmesi (örneğin ekonomik ömrü 10 yıl olan bir sabit değerin 4 yılda itfa edilmesi)
- Dolaylı olarak, amortismanların arasında yüksek "değer düzeltme" kalemlerine yer verilmesi.

1.2.2.2.5.2. Yedek Akçelerin Kullanılması

Sermaye şirketlerinde 3. kişilere karşı sorumluluk sermaye ile sınırlı olduğundan bu şirketlerde yedek akçe ayrılması daha fazla önem taşır. Yedek Akçelerin ayrılmasında çeşitli amaçlar ortaya konmaktadır. Dolayısıyla ortaya konan amaçlar çerçevesinde ayrılan yedek akçelerin kullanılması sonucu doğmaktadır. Yedek akçelerin türlerine göre ayrılma nedenleri farklılık gösterdiğinden, kullanılacak alanlar ve amaçlar da farklı olacaktır.

1.2.2.2.5.2.1. Kanuni Yedek Akçelerin Kullanılması

TTK'nun 466/3 maddesine göre, yedek akçelerin , esas sermayenin yarısını geçmedikçe , münhasıran;

- Zararların kapatılması
- İşlerin iyi gitmediği zaman bu durumlarda işletmeyi yaşatması,
- İşsizliğin önüne geçmeğe ya da sonucu hafifletilmeye elverişli önlemler alınması
- Sermayede meydana gelen azalmanın yedek akçeden karşılanması
- Sermayeye eklenmesi ve
- Ortaklara dağıtmak amacıyla kullanılması gerekir.

1.2.2.2.5.2.2. Ana Sözleşme Uyarınca Ayrılan Yedek Akçelerin Kullanılması

Ana sözleşme uyarınca , yasal yedek akçenin ödenmiş sermayeye oranını ya da miktarını arttırmak yoluyla yedek akçe ayrılabilir. Yasal yedek akçeler için yapılan açıklamalar burada gerçekleşir.

1.2.2.2.5.2.3. Gizli Yedek Akçelerin Kullanılması

Bunlar işletme yönetimi tarafından , durumun gereğine göre uygun ve yararlı görülebilir alanlarda kullanılır.

1.2.2.2.5.2.4. Genel Kurul Kararıyla Ayrılan Yedek Akçelerin Kullanılması

Bunlar ayrıldıkları amaca özgüdür ve o amacın dışında kullanılamaz. Eğer belirli, somut bir amaç belirtilmeden ayrılmışsa, şirketin yararına olmak şartıyla istenildiği biçimde ve istenilen yere harcanabilir.

1.3. ÇEŞİTLİ FİNANSAL AMAÇLAR VE TEMETTÜ POLİTİKASININ ÖNEMİ

Çok ortaklı şirketlerin yönetiminde önemli karar sahalarından biri, şirketlerin temettü politikalarıyla ilgili kararlarıdır. Her faaliyet dönemi sonunda elde edilen işletme karının ne kadarının ortaklara temettü olarak dağıtılacağı , ne miktar karın işletmede alıkonacağı hususunda verecekleri kararlar işletmenin piyasa

değerini büyük ölçüde etkiler.⁶¹ Çünkü hisse senedi fiyatları ile dağıtılan temettü payları arasında hisse senedi fiyatını etkileyen diğer faktörlerden kesin olarak soyutlanamayan fakat belli bir ilişki mevcuttur.

Temettü dağıtım politikası ile ilgili kararda , net karın bir kısmının veya tamamının dağılmayıp şirkette alıkonulması finansman açısından da bu kararın önemli olduğunu göstermektedir. Temettü dağıtımının gerek ortaklar gerekse şirketlerle ilişki içinde bulunan 3. kişiler için ne kadar önemli olduğu bir gerçektir.

Temettü ödemeleri için şirketin ihtiyaç duyduğu nakit şu iki kaynaktan sağlanabilir.

Şirketin yatırıma için şirketin yatırıma dönüştürülmemiş nakit akımının bir kısmı kullanılabilir.

Şirket borçlanabilir veya yeni hisse senedi çıkarabilir. Temettü kararı ya yatırım ya da bir finanslama problem halini alır. Dikkat edilmesi gereken husus bu iki problemin birbirinden ayrı tutulmasıdır.

Birinci problemle ilgili olarak temettü kararı verilirken dikkat edilmesi gereken ilk nokta şirketi optimal yatırım projelerini gerçekleştirip geri kalan fonlar varsa, bu fonlarla temettü ödemesinin yapılmasıdır. Hissedarların karlarını maximum yapmak isteyen şirket, şirket hisselerinin pazar değerini arttıracaktır. Hisselerin fiyatını maximum yapmada kullanılan proje kalmadığı

⁶¹ BOZKURT, Ünal: a.g.e., s.3.

takdirde kalan fonlar varsa, bunlar temettü olarak ortaklara dağıtılır.

Şirketin nakit akımı bütün yatırımları karşılıyor ve geriye kalan fonlar temettü diye dağıtılıyorsa , şirketin bir finanslama kararı vermesine gerek kalmaz. Fakat nakit akımından temettü ödemesi olarak kullanılmak üzere hiç fon kalmamışsa, ortada bir finanslama ihtiyacı vardır. Şirket ya tahvil çıkaracak ya da yeni hisse senedi satacaktır. Eğer şirket (borç / öz sermaye) oranındaki mevcut durumu değiştirmemek amacıyla tahvil çıkarmak niyetinde değilse, fon kaynak ve kullanım tablosunu dengeleyebilmek için, şirket yeni hisse senetleri satacaktır.

1.3.1. Aile Şirketleri Açısından Temettünün Önemi

Aile şirketleri veya ortak sayısı çok az olan bu görünümündeki AŞ'lerde sahiplik ve yönetim bir bütün durumundadır. "Türkiye'nin büyük sermayecileriyle yapılan mülakatlar, aile holdinglerinde yönetimde mutlak hakimiyetin korunmasının çok önemli olduğunu göstermektedir."⁶²

Temettü dağıtmak ile dağıtmamak arasında ortak ve yöneticinin aynı kişiler olması nedeniyle servet artışı yönünden bir fark olmamaktadır". Bu tür şirketlerde temettü dağıtım politikası sadece vergi tasarrufu sağlama açısından önemlidir.⁶³

⁶² ERTUNA, İ. Özer; a.g.e., s.17.

⁶³ CENGİZ, A. Sedef; a.g.e., s.279.

Aile şirketlerinde temettü vergi ilişkisini şöyle izah edebiliriz. Temettü dağıtımı halindeki vergi yükünün temettü dağıtılmaması halindeki alternatifinin vergi yükünden fazla ise, bu tür şirketlerin hiç bir şekilde temettü dağıtmamasına yol açmaktadır. Diğer taraftan, dağıtılan karlardan alınan toplam verginin daha düşük olması kurumları daha çok temettü dağıtmaya itmektedir.

Türkiye gibi yüksek enflasyonist baskı altında bulunan ülkelerde, düşük maliyetli kredi bulma imkanından yoksun bulunulması ve pek çok aile şirketinin dönem karını maliyetsiz bir kaynak olarak algılamaları ; elde edilen karın dağıtılmayıp yeni yatırımlar finansmanında kullanılması sonucunu doğurmaktadır.

Aile şirketlerinin hisse senetleri sermaye piyasasından alım satıma konu olmadığı için piyasa değeri oluşmamaktadır.⁶⁴ Bu nedenle aile şirketlerinde temettü dağıtımının önemli bir role sahip olmadığını söyleyebiliriz.

1.3.2. Halka Açık Şirketler Açısından Temettünün Önemi

Halka açık şirketleri , hisse senetleri borsada alınıp satılan, ortaklık yapısı itibariyle kapalı olmayan, aile şirketi olma niteliğinden uzaklaşmış ve ortak-yönetici ayırımını gerçekleştirmiş şirketlerdir diye tanımlayabiliriz.

⁶⁴ DOĞANCANLI, Kemal; "Verimli Hisse Senetleri Borsada Hisse Senedi Değerlendirilmesine Farklı Açılardan Bakılıyor", **Dünya Gazetesi**, 16 Kasım 1989. S.12.

Hisse senetleri borsada alınıp satılan şirketlerde temettü ödeme oranı büyük önem kazanmaktadır. Bunun gerekçesini ise gazete ve dergilerde yayımlanan şirketlerin reklam ilanlarını gösterebiliriz. Bu ilanlarda önem kazanan tek faktör "temettü ödeme oranı" öz sermayeye ödenen temettü miktarı olduğu gözlerden kaçmamaktadır.

Hisse senetlerinin değerini etkilemesi gereken, kazanç gücü, büyüme hızı , firmanın rekabet gücü.... vb. etkenler temettü ödeme oranının yanında çok az etkili olduğu görülmektedir. Temettü oranının gereğinden çok ön plana çıkması sermaye piyasasının tam olarak oturmamış olmasından kaynaklandığı intibahını uyandırmaktadır. Halka açık AŞ yöneticiler aile şirketi yöneticileri kadar rahat karar alamazlar. Eğer yönetim yeni yatırımların finansmanı için, elde edilen dönem karının büyük bir kısmının şirket bünyesinde kalmasını isterse genel kurulun alacağı kararın yerinde bir karar olduğunu, yapılacak yeni yatırımların öz kaynaklarla finansmanının gelecekte şirketin karlılığının arttıracığını ve gelecekte ortaklara daha fazla temettü dağıtılacağını kanıtlamak zorunda kalmaktadırlar.⁶⁵

Yatırım kararları verilirken yöneticinin tercihi kar getiren projeden değil ama çok büyüme sağlayan projeden yana olacaktır. Hissedarları en çok ilgilendiren konu ise işletmenin toplam karlılığını ve karın ne kadarının temettü olarak dağıtılacağıdır. Büyüme uzun dönemde sonuç verdiği için hissedarlar karı maximize eden yatırım kararlarını tercih ederler. Hatta mümkün olsa elde edilen karın yeni yatırımlara yöneltmektense temettü

⁶⁵ BOZKURT, Ünal. a.g.e, s.53.

olarak dağıtılmasını isterler. Yatırımlar uzun vadede şirketin değerini arttırsa bile kısa vadede temettü dağıtımını azaltacağı için bu arzu edilmez.⁶⁶

Tüm bu sonuçlar şunu göstermektedir ki yönetimle şirket hissedarlarının amaç ve beklentileri farklılık arz etmektedir. Yönetime düşen görev ise tüm bu beklentileri optimal bileşimlerini sağlayacak şekilde kararlar almasıdır.

1.3.3. Ortakların ve Olası Yatırımcıların Beklentileri Açısından Temettünün Önemi

Temettü dağıtım politikası AŞ ortaklarının servetlerini etkileyecektir. Şirket, ortaklarının beklentilerine uygun bir temettü politikası izlenmesi hiç şüphesiz ki şirketin piyasa değerini etkileyecektir. Beklentilere uygun temettü dağıtılmaması halinde ortaklar ellerindeki hisse senetleri satmaya başlayacak, bu da hisse senedi fiyatını düşürdüğü gibi olası yatırımcıların bu şirketten hisse senetlerine olan talebi azaltacaktır.

Aile şirketlerinin ortakları açısından konuya baktığımızda ilgili bölümle de ifade ettiğimiz gibi temettü politikası bu ortakların durumunu etkilemektedir. Çünkü sahiplik ve yönetim aynı kişilerde olması ve sahip oldukları hisse senetleri elden çıkarmayı düşünmediklerinden dolayı değer artışı gibi bir beklentileri de bulunmayacaktır.

⁶⁶ SEDEF, A.Cengiz, a.g.e., s.282.

Burada dikkat edilmesi gereken bir konu ise; bazı şirketlerde belirli büyük grupların sermaye ve yönetim hakimiyeti altındadır. Bu şirketlerde amaç önceliklerini hakim gruplar belirlemektedirler. Diğer ortaklar çok sayıda bile olsalar organize olamadıkları veya sermaye hakimiyetleri olmadığı için beklentileri doğrultusunda karar alabilmesi mümkün olmamaktadır. Yönetime hakim olan gruplar kendi çıkarları doğrultusunda karar alabildikleri gibi; karlı yıllarda bile temettü dağıtmama yoluna gidebilmektedirler. Böylece yönetime ve sermayeye hakim olan gruplar çeşitli ünvan ve görevlerle ücret adı altında pay alırken etkili olamayan diğer gruplar şirket büyümüş olsa dahi hisse senetlerini bu hakim gruplara satmak zorunda kalabilmektedir.⁶⁷

Halka açık şirketlerin hisse senetleri menkul kıymetler borsasında kayıtlıdır. Şirket faaliyetleri , yapılan yeni yatırımlar ve alınan kararlar ortaklar tarafından ilgiyle izlenir. Temettü dağıtım politikası kararı ise ortakların servetlerini etkileyeceğinden çok daha önemlidir. Çünkü temettü dağıtımına karar verilmesi ve ortakları tatmin edecek bir temettü politikası benimsenmesi şirketin piyasa değerini olumlu etkileyecek ve piyasa fiyatını yükseltecektir.⁶⁸ Halka açık AŞ'lerde yöneticiler temettünün dağıtılmayıp işletme bünyesinin güçlü kılınmasını isterler. Buna karşın hissedarlar ise yaptıkları yatırımın karşılığını kısa sürede görmek ve geçimlerini kolaylaştıracak , tatminkar bir temettü beklentisi içine girmektedir. Halka açık AŞ'lerde temettü politikasının nasıl uygulanacağı pratikte olduğu kadar öğretide de tartışılmaktadır. Bu da kanunun önemini göstermesi açısından çarpıcı bir olaydır.

⁶⁷ A.e., s.280.

⁶⁸ YET, Neşe; "Borsalarda Hisse Senedi Fiyatları Neden Değişiyor", **Para Ve Sermaye Piyasası Dergisi**, Yıl:9, s.102. Ağustos , 1987, s.40.

İKİNCİ BÖLÜM

2. TEMETTÜ DAĞITIM POLİTİKALARI VE BUNLARI ETKİLEYEN FAKTÖRLER

2.1. TEMETTÜ DAĞITIM POLİTİKASINI ETKİLEYEN FAKTÖRLER

Bir işletmenin temettü politikası karın ne kadarının ortaklara kar payı olarak dağıtılacağını, ne kadarının işletmede tekrar yatırımlarda kullanılacağını belirleyen bir kararlar demetidir. Bu kararlar demetini etkileyen pek çok faktörün varlığından söz edebiliriz. Bunlar kanun ve şirket sözleşmesi hükümleri gibi zorunlu olabilir. Bunun yanında günün ekonomik politik ve sosyal şartlarına göre değişik öneme sahip faktörlerde ön plana çıkabilir.

Genel olarak temettü dağıtım politikasını etkileyen başlıca faktörleri şöyle sıralayabiliriz:

Kanun ve şirket sözleşmesinde yer alan hükümler , şirketin likidite durumu , borçlarını ödeme zorunluluğu , kredi sözleşmelerindeki hükümler , yeni yatırım planları, karlılık durumu. Karların istikrarlı oluşu, sermaye piyasasına başvurma olanağı, vergiler ve ülkenin içinde bulunmuş olduğu ekonomik durum ve enflasyon vb. durumlardır.

2.1.1. Kanun ve Şirket Sözleşmesinde Yer Alan Hükümler

Kanun ve şirket sözleşmesinde yer alan hükümler temettü dağıtım kararını alma yetkisi olan genel kurulu sınırlamaktadır. Genel kurul temettü dağıtım kararını verirken öncelikle kanun hükümlerini dikkate alacaktır.⁶⁹ Daha sonra da şirket ana sözleşmesinde yer alan hükümler uygulanacaktır. Bu nedenle öncelikle temettü dağıtım politikasını etkileyen kanun hükümleri, ardından şirket ana sözleşmesinde yer alabilecek hükümler incelenecektir.

a) Kanun Hükümleri :

Kanun hükümleri kar payının ancak safi kardan ve bu amaçla ayrılmış yedek akçelerden dağıtılabileceği esasını benimsemiştir. Diğer bir ifadeyle firma, ancak cari yılda veya geçmiş yıllarda elde etmiş olduğu karlardan dağıtım yapabilir. Ancak mevzuatın temettü dağıtım , konusunda üç temel ilke benimsediği söylenebilir.

- Net kar ilkesi,
- Esas sermayenin temettü dağıtımından olumsuz bir şekilde etkilenmemesi ilkesi,
- Temettü dağıtacak firmanın borçlarını ödeme gücüne sahip olması ilkesi.

- **Net Kar İlkesi:** Bu ilkeye göre, kar payının ancak cari yıl net karından veya geçmiş yıllarda bu amaçla ayrılmış yedek akçelerden (dağıtılmamış karlardan) ödenebileceğini ifade edilmektedir.⁷⁰

⁶⁹ KIZILOT, Şükrü; "Anonim Şirketlerde Kar Dağıtımı". **Mali Sorunlara Çözüm Dergisi**, Y.3, s.26. (Şubat 1987), s.53.

⁷⁰ AKGÜÇ, Öztin; a.g.e., S.605.

- **Esas Sermayenin Korunması İlkesi:** Genel kural, kar payının kardan dağıtılabileceğidir. Diğer bir ifadeyle şirketler kar etmedikçe , ya da geçen yıllardan devreden karları olmadığı takdirde , kar payı dağıtamazlar. Burada amaç, üçüncü kişileri korumaktadır. Aksi halde işletme sahipleri, kar payı dağıtımını adı altında sermayelerini işten çekerek iyi niyet sahibi üçüncü kişileri zarara sokma yoluna gidilebilirler.⁷¹

- **Şirketin Borçlarını Ödeme Gücüne Sahip Olması İlkesi:** Bu ilkeye göre borç tutarı, net aktifinden daha yüksek olan şirketin temettü dağıtımını yapamayacağıdır. Ülkemizde AŞ'ler geçmiş yıl zararlarını kapatmadan, kanuni yedek akçelerin ayırmadan , yasal yükümlülükleri için (vergi gibi) gerekli karşılıkları oluşturmada temettü dağıtımını yapamazlar.

b) Şirket Sözleşmesinde Yer Alan Hükümler

Anonim şirketler temettü dağıtım politikasını belirlemek için şirket sözleşmesine çeşitli hükümler koyabilirler. Burada dikkat edilmesi gereken nokta, şirket sözleşmesindeki hükümlerin kanun hükümlerine ters düşmemesidir. Kanun hükümlerine aykırı olmamak kaydıyla şirket sözleşmesinde yer alan temettü dağıtım politikası hükümlerini uygulanabilir.

2.1.2. Firmanın Likidite Durumu

Firmaların elde ettikleri karları para olarak biriktireceklerini bekleyemeyiz. Bu geçmiş yıl karları için olduğu kadar cari yıl karları içinde böyledir. Şu hale göre elinde ödeme yapmak için

⁷¹ GÖNENLİ , Atilla, a.g.e., s.386.

parası olmayan ve olamayacağı kestirilen bir firma kar payı dağıtımına karar verecek olursa kendi kendisini güç duruma düşürmüş olur.⁷² Dağıtılmamış kar olarak elde tutulan kısım işlerin yürütülmesi için gerekli varlıklara yatırılmış olabilir. Bu durumda firma kayıtlarında gelir göstermesine karşın , likidite durumu nedeniyle nakit olarak kar payı , ödemeyecek durumda olur. Kar oranı yüksek de olsa büyüyen bir firmanın fona gereksinimi vardır. Bu durumda firma temettü ödememeyi tercih edebilir.⁷³

Eflasyonun hüküm sürdüğü ülkelerde , Türkiye'de olduğu gibi, firmaların kar oranlarının yüksek görünmesine karşın işletme sermayesi gereksinimleri arttığından, temettü dağıtım oranlarını görece olarak azalttıkları görülmektedir.⁷⁴

Firmalar temettü dağıtım kararı alırken nakit durumlarını dikkate almak zorundadırlar. Nakit durumu dikkate alınmaksızın verilen kararlar firmayı finansal açıdan zorluklara düşürebilecektir.

2.1.3. Firmanın Borçları

Bir firma ilk önce almış olduğu borçların ödenmesi konusundaki iki alternatifle karşı karşıyadır. 1. Yeni borç olarak eski borçlarını ödemek (röfinansman) 2. Faaliyet sonucu yaratmış olduğu fonları borç ödemede kullanmak. Bu nedenle firma, borçlarını yaratmış olduğu kaynaklarla veya sağlayacağı yeni dış kaynaklarla ödemeyi planlamak durumdadır. Ağır bir borç yükü altında bulunan firmanın , yaratmış olduğu kaynakları (özellikle

⁷² A.e., s.388.

⁷³ BÜKER, Semih; a.g.e., s.182.

⁷⁴ AKGÜÇ, Öztin; a.g.e., s.65

elde ettiği karı) borç ödemede kullanarak , borç yükünü hafifletmeyi, temettü dağıtımına tercih etmesi, firmanın varlığı ve geleceği açısından daha sağlıklı bir seçim olabilir.⁷⁵

Borç taksitlerine ve faizlerine rağmen nakit kar payı dağıtan işletmeler borçlarını yenilemek zorunda kalırlar.

2.1.4. Firmanın Kredi Sözleşmelerinde Yer Alan Hükümler

Çeşitli Kredi sözleşmelerinde temettü dağıtımını sınırlayıcı hükümler bulunabilir. Özellikle uzun vadeli borçlanma sözleşmeleri, firmaların nakit temettü ödemelerini alacaklıların lehine sınırlandırmaktadır. Kredi veren kuruluşlar firmanın daha düşük oranda temettü dağıtarak sağlam bir finansal yapıya kavuşmalarını isterler.

Nitekin temettülerin cari yıl faaliyet karından ödenmesi, net çalışma sermayesinin önceden tespit miktar altına düşürülmemesi gibi şartların borç sözleşmelerinde yer alması, temettü politikasını etkileyerek kredinin geri dönmesini garanti altına almak istemelerinden kaynaklanmaktadır.

2.1.5. Firmaların Yeni Yatırım Planları

Firmaların temettü politikası yatırım politikası ile de yakın bir ilişki içinde bulunabilir. Diğer bir deyişle yatırım politikası temettü politikasını etkileyebilir. Yeni yatırımlar planlayan firmalar yatırımların gerektirdiği finansman gereksinimini

⁷⁵ A.e., s.615-616.

karşılayabilmek için, karların önemli bir bölümünü bünyelerinde bırakmayı yeğleyebilirler. Borçlanma olanakları sınırlı olan firmalar için, böyle bir finansman stratejisi zorunlu da olabilir.

Bu zorunluluk sermaye piyasasına başvurma imkanına sahip işletmelerde daha az ise de , böyle bir imkanı bulunmayan işletmelerde özellikle gözetilmesi gereken bir ilke durumundadır.⁷⁶ Ülkemiz için bu nokta büyük önem arz etmektedir. Çünkü sermaye piyasası tam olarak gelişmemiş olduğu için , istediği zaman rahatça sermaye piyasasına başvurma imkanına sahip değildir.

Sonuç olarak Türkiye gibi yüksek enflasyonist ortamda bulunan ve düşük maliyetli kredi bulma imkanı bulunmayan firmalar için; yeni yatırımların gerektirdiği öz sermayenin ana kaynağı firmalarda alıkonacak karların olduğunu ifade edebiliriz.

2.1.6. Firmaların Karlılık Durumu

Firmaların hissedarlarına dağıtacağı kar miktarını kuşkusuz o işletmenin karlılık oranı belirlemektedir.⁷⁷

2.1.7. Firma Karlarının İstikrarlı Oluşu

Geçmiş dönemlerde satış ve karları istikrarlı olan bir firma gelecek dönemlerde elde edeceği karı daha sağlıklı bir şekilde temin etmek imkanına sahiptir. Bu nedenle karları istikrarlı olan

⁷⁶ GÖNENLİ, Atilla; a.g.e, s.389.

⁷⁷ TURKO, Metin; **Değerleme Açısından Kar Dağıtım Politikası**, Atatürk Üniversitesi Basım Evi, Ders Kitapları Servisi . No:22, Erzurum 1985.

firmalar , satış ve karları büyük dalgalanmalar gösteren firmalara kıyasla, karlarının daha büyük bir bölümünü temettü olarak dağıtabilirler. ⁷⁸ Karı istikrarsız olan firmalar gelecek dönemlerde, ümit ettikleri karı sağlayıp sağlayamama konusunda emin olmadıklarından, yüksek kar sağladıkları yıllarda , karın büyük bir bölümünü yedek akçe olarak muhafaza edeceklerdir. Buna karşılık karın az olduğu dönemlerde bu amaçla ayırmış oldukları yedek akçelerin temettü dağıtımında kullanabileceklerdir. ⁷⁹ Firmanın karlarının istikrarlı oluşu gerek ortaklar gerekse firmayla ilişki içinde bulunan üçüncü kişilerin firmanın geleceği hususunda güven verecektir. Bu ise firmanın hisse senetlerine talebi arttıracaktır. Dolayısıyla da firmanın değeri yükselecektir. Aksi durumda ise firmanın geleceğine kuşkulu gözle bakılacak ve firmanın değeri düşecektir.

2.1.8. Firmanın Sermaye Piyasasına Başvurma İmkânı

Şirketler uzun süreli fon gereksinimi duydukları vakit ya uzun vadeli borç alırlar; ya da sermaye piyasasına başvurabilirler. Sermaye piyasasına tahvil veya hisse senedi ihraç ederek ihtiyaç duydukları fonları sağlayabilirler. ⁸⁰

Sermaye piyasasına girme imkanı bulunmayan, yeni kurulmuş ve dolayısıyla kredi alabilirliği sınırlı olan işletmelerin finans gereksinimi için tek yol otofinans görünmektedir. ⁸¹

⁷⁸ BİLGİN, Yüksel; a.g.e., s.18.

⁷⁹ AKGÜÇ, Öztin; a.g.e., s.616-617.

⁸⁰ ÇUBUK, Adem; **Anonim Şirketlerde Yedek Politikası**, Uludağ Üniversitesi Dergisi, Aralık 1982.

⁸¹ BÜKER, Semih; a.g.e., s.182-83.

2.1.9 Vergilendirme Uygulamaları

Şirketlerin kar dağıtım politikasını etkileyen faktörlerden biri de ortakların vergi durumlarıdır. Şirketlerin dağıttıkları karlarla, dağıtmayıp şirket bünyesinde bıraktıkları karlar farklı vergi oranlarına tabidirler. Ayrıca ortakların gelirlerine göre içinde bulundukları gelir dilimi dolayısıyla tabi oldukları vergi oranı ile hisse senedi değer artış kazançlarının da vergilendirilip vergilendirilmemesi kar dağıtım politikasını etkiler. Dağıtılmamış karlar daha düşük oranda vergilendirilirken , ortağın içinde bulunduğu yüksek gelir dilimi nedeniyle dağıtılan kar payları daha yüksek oranda vergilendiriliyorsa ortak kar payı almamayı tercih edebilir.

Türkiye'de Kurumlar Vergisi oranı 01.01.1994 tarihinden itibaren geçerli olmak üzere %25'e indirilmiştir. GVK'nun 86.maddesinde yer alan ve 1995 yılı kar payları için 450 milyon lira olarak belirlenen sınır, 1996 yılı için 900 milyon lira olarak belirlenmiştir.⁸² Buna göre; anonim, limited ve sermayesi paylara bölünmüş komandit şirketlerin ortağı olan gerçek kişiler, 1996 yılında bu şirketlerden elde ettikleri kar paylarının brüt tutarları 900 milyon lirayı geçenler 1997 yılının mart ayı içinde yıllık gelir vergisi beyannamesi vermişler ve gelir vergisi ödemişlerdir.

Türk vergi sistemi 1980 öncesinde şirketleri otofinansmana teşvik edici yönde iken günümüzdeki uygulama otofinansmana kar dağıtımını arasında vergi açısından bir fark kalmamıştı. Yukarıda da belirtildiği gibi kar payı ortakların bu geliri Gelir Vergisi

⁸² ATILLA, İsmet; a.g.e. s.13

beyannamesine koymuyor olmaları vergi sisteminin kar payı dağıtımını teşvik ettiği şeklinde yorumlanabilmekteydi.

Hisse senedi değer artış kazançlarının fiilen vergilendirilmiyor olması da şirketlerin kar payı dağıtma yönünde karar almalarında etkili olmaktaydı.

2.1.10. Ülkenin Ekonomik Durumu ve Enflasyon

Ekonominin kararlı bir büyüme gösterdiği dönemlerde üretici kuruluşların satış hacimleri, karları ve kar payları dolayısıyla hisse senedi fiyatları yükselme eğilimi içinde olur. Ekonomik daralma ve durgunluk , hızlı bir enflasyon , döviz kuru artışları ve faiz oranlarında yapılan yükseltmeler hisse senedi yatırımları için olumsuz bir ortam yaratan makro ekonomik değişkenlerdir.⁸²

Ülkenin içinde bulunduğu ekonomik istikrarsızlık ve belirsizliklerin hisse senedi fiyatlarını nasıl etkilediği yukarıdaki paragrafta kısaca açıklamaya çalıştık. Ekonomik istikrarsızlığa yol açan faktörlerin başında yer alan enflasyonun da hisse senetlerinin fiyatlarını etkilediğini söyleyebiliriz. Giderek artan fiyatlar işletmelerin çalışma sermayesi ihtiyacını artırırken, amortismanlar yoluyla ayrılan fonlar da sabit kıymetlerin yenilenmesine yetmemektedir. İşletmenin kazanç gücünü aynen devam ettirebilmesi için, artan fon ihtiyacını bir kaynaktan sağlanması gerekir. Bu kaynak dağıtılmamış karlardır.⁸³

⁸² TECER , Meral; "Hisse Senetler, Yatırımları ve Risk", *Amme İdaresi Dergisi*, C

⁸³ TÜRKO, Metin, a.g.e., s.78-79.

Borsayı ve dolayısıyla hisse senetlerini etkileyen faktörleri yukarıda açıklamaya çalıştık. Hisse senedi fiyatlarını ekonomik fiyatların yanında politik faktörler de etkilemektedir. Bu durumu çeşitli kuruluşlar şöyle ifade etmektedir.⁸⁴ Deha menkul değerler (Bihlun Tomoylğıl): "Borsa arz ve talebin genel ekonomik şartlarda karşılaştığı bir piyasa. Ancak son zamanlarda piyasamızı önemli derecede etkileyen bir de siyasi faktörler var." Menkul değerler (Ali Gürler) "Borsa, geçen haftayı politik gelişmeleri bahane ederek oldukça dalgalı geçirdi..."

2.2. İŞLETMELERİN YAPILARINA GÖRE TEMETTÜ DAĞITIM POLİTİKALARI

Temettü politikaları işletmelerin yapılarına göre;

- Gelişmiş işletmelerde temettü dağıtımı,
 - Gelişmekte olan işletmelerde temettü dağıtımı,
 - Yeni kurulan işletmelerde temettü dağıtımı
- biçiminde üçlü bir ayrıma tabi tutulmaktadır.

2.2.1. Gelişmiş İşletmelerde Temettü Dağıtımı

Gelişmiş ve kendini kabul ettirmiş işletmeler düzenli bir temettü dağıtım oranı belirleyip temettülerini bu oranı gerçekleştirecek biçimde dağıtmaktadırlar.

⁸⁴ İntermedya Ekonomi, Aylık Ekonomi Dergisi, 1995.

2.2.2. Gelişmekte Olan İşletmelerde Temettü Dağıtımı

Gelişmekte olan bir işletmenin temel özelliklerinin başında yüksek düzeyde rantabl olması gelmektedir. Bunun sonucu bu tür işletmeler karlarını işletme bünyesinde bırakmayı tercih etmektedirler.⁸⁵

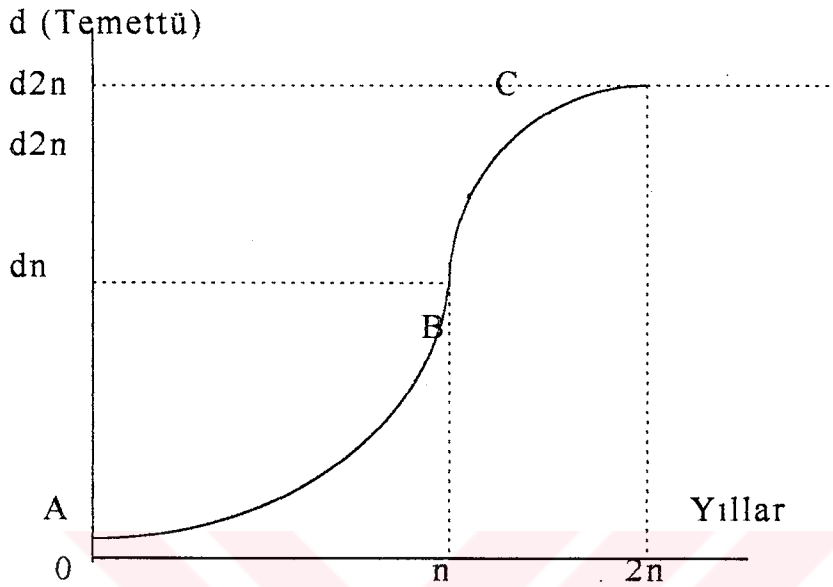
2.2.3. Yeni Kurulan İşletmelerde Temettü Dağıtım Politikası

Yeni kurulan işletmelerde ne zaman temettü dağıtımına başlanacağına, ne zaman dağıtım oranının düzenli bir hale getirileceğine karar vermek güçtür. Temettü dağıtımını belirleyecek faktörlerin başında büyüme hızı, kar marjının yükselişi, borç/özsermaye oranı vb. gelmektedir. Yeni kurulmuş işletmelerde temettü dağıtımının nakit yerine hisse senetleri ile ödeme eğilimi önem kazanmakta ve böylece likit sıkıntısının hissedildiği ve yeni yatırımlar için fon ihtiyacının ortaya çıktığı kuruluş dönemi geçirilmekte ve nakit temettü ödemeleri ileri tarihlere ertelenmektedir.

Yapılan araştırmalara göre bir hisse senedinin getirdiği temettü (n) yıl süresince artış gösterdiğinde, daha sonra artış oranı düşmektedir. (B noktasından itibaren) ve (2n) yıl sonra (C noktasında) artış oranı sıfıra inmektedir. Bu süre içinde temettü miktarı (n)'inci yıldaki seviyesinin (dn) iki katına doğru yükselmektedir. (d 2n), (2n) inci yılda temettü miktarı sabitleşmekte ve temettü artışı durmaktadır (C noktası) Grafik -1

⁸⁵ BUDAK, Gönül; "Gelişmekte Olan İşletmelerin Karşılaştığı Anahtar Sorunlar", *Dünya Gazetesi*, 22 Haziran 1988.

Grafik -1:Yeni Kurulan İşletmelerde Temettü Dağıtım Grafiği

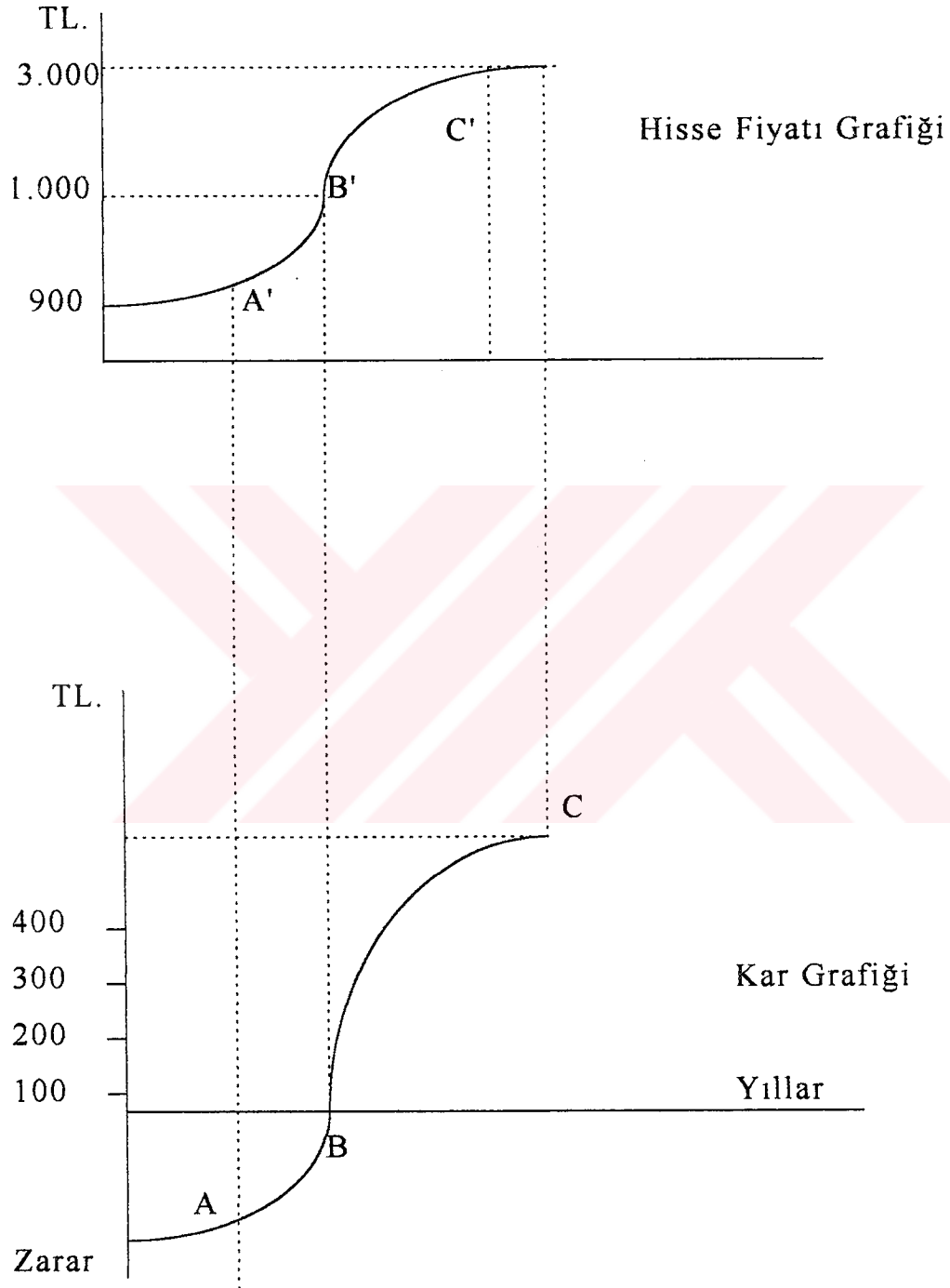


Kaynak: M. KARSLI, Sermaye Piyasası, Borsa, Menkul Kıymetler, s.477-478.

Yeni kurulan işletmeler kara geçtikten sonra temettü dağıtmaya başlamaktadır. (A noktası). İşletme birkaç yıl artan miktarda temettü dağıtmaktadır. Bu dönemde işletme piyasada kendini kabul ettirmeye çalışmaktadır. Bir noktadan (B) sonra

işletmenin bu hızlı gelişmesi yavaşlamakta ve temettü miktarı sabit kalmaktadır. (C) kar ve temettü artışının tamamen durması için gereken süre 2 katı olmaktadır. (Grafik -2)

Grafik -2:Yeni Kurulan İşletmelerde Hisse Fiyatı ve Kar Grafiği



Hisse fiyat eğrisi genellikle kar eğrisinden önde gitmektedir. İşletmenin bilançosunda zararın azalmaya başlaması (A) hisse senedinin piyasa fiyatı grafiğinin yükselmeye başlaması (A') için

yeterlidir. Henüz işletme kara geçmeden (B), hisse fiyatı başabaşın üstüne çıkabilmektedir. (B) İşletmenin kar grafiği durgunluk noktasına (C) gelmeden biraz önce hisse fiyat grafiği durgunluk noktasına (C') ulaşmaktadır (Grafik -2).

2.3. İŞLETMELERİN UYGULADIKLARI TEMETTÜ DAĞITIM POLİTİKASININ HİSSE SENETLERİ DEĞERİNE ETKİLERİ

İşletmeler uzun vadeli yatırım politikası ve imkanlarını gözönünde bulundurarak uzun vadede kazançlarının hangi oranını temettü olarak dağıtacaklarını belirlemeleri gerekir.⁸⁶ Anonim şirketler, temettü dağıtımını ile ilgili karar alırken bu kararın firma değerini mümkün olduğunca yükseğe çıkarmak, ortaklar da gelirlerini kısa sürede ve sürekli bir şekilde maximize edecek temettü isterler.

Bu açıdan bakıldığında temettü dağıtımında uygulanacak stratejileri hisse senetleri fiyatları üzerine farklı ölçülerde etkisi olacağı muhakkaktır. Halka açık AŞ'lerde yasal sınırlamalar da dikkate alınarak temettü dağıtım politikasının hisse senedi değeri üzerine etkisi incelenecektir.

2.3.1. İstikrarlı Gelişme Gösteren Temettü Dağıtım Halinde

Firmaların belirli bir temettü oranı hedefi saptayarak bunu her yıl katı bir şekilde uyguladıkları pek görülmemektedir. Şirketler çoğu kez yıllık net karlarının gösterdiği dalgalanmalara

⁸⁶ ERDOĞAN, Muammer; *İşletme Finansmanı*, Dicle Üniversitesi, Diyarbakır, MYO yay. No:2.

göre "dağıtılan temettü /net kar" oranını ortaklarına istikrarlı temettü sağlayacak şekilde değiştirmektedir. Firmaların, istikrarlı ve uzun vadede gittikçe artma eğilimi gösteren bir temettü dağıtım politikasını benimsedikleri görülmektedir.⁸⁷

İstikrarlı temettü dağıtımı, pay sahipleri açısından daha az risklidir ve düzenli gelir sağlar. Dalgalanma gösteren temettü ödemeleri yaşam giderlerini karşılamak için hisse senetlerine yatırım yapan birikim sahipleri açısından elverişsiz olmakta ve bu tür yatırımlar, istikrarlı temettü dağıtan şirketlere prim vermektedirler. Bu nedenle istikrarlı temettü dağıtan şirketlerin hisse senetlerinin piyasa değeri daha yüksek olacaktır.

İstikrarlı bir temettü politikası için şirketlerin almış oldukları önlemleri şöyle sıralayabiliriz:⁸⁸

- Karları arttığı sürece, temettü oranını aşamalı bir şekilde yükselterek, artan karın tümünü hemen dağıtmamak.
- Kar artışı süreklilik kazanmadan, cari temettü dağıtım oranını yükseltmemek.
- Karlarda uzun süre devam eden önemli düşüşler olmadan cari temettü oranını değiştirmemek.

İstikrarlı temettü dağıtım politikasının avantajlarını şöyle sıralayabiliriz:⁸⁹

⁸⁷ AKGÜÇ, Öztin; a.g.e, s.620.

⁸⁸ A.e., s.621.

⁸⁹ ERDOĞAN, Muammer, a.g.e., s.241.

- Ne kadar temettü dağıtılacağına önceden bilinmesi ve istikrarlı olması, hisse senedinin piyasa fiyatının yüksek olmasını sağlayabilir.
- Hissedarlardan genellikle temettü şeklinde elde ettikleri gelirle yaşayanlar, yatırımlarını ne kadar temettü dağıtacağı önceden bilinen işletmelere yapmak isterler.
- Resmi listelere girebilmenin en önemli şartı, işletmenin istikrarlı ve ara vermeden temettü dağıtmış olmasıdır. Resmi listeler güvenilir bir kurum tarafından hazırlanan ve içerisinde yatırım yapabilecek şirketlerin isimleri ve menkul kıymetlerin piyasa fiyatları yer alan listelerdir. Bu listelere giren işletmelerin sermaye piyasasında itibari ve menkul kıymetlerine olan potansiyel talep artar.

2.3.2. Sabit Tutarda Temettü Dağıtımı Halinde

Her yıl sabit tutarda temettü dağıtılmasının, geleceğin belirsizliğinin azaltılması yönünden birikim sahipleri açısından çekici yönü olmakla beraber; böyle bir politika, pay senetlerini bir anlamda, sabit gelir getiren bir menkul değere dönüştürmektedir. Her yıl sabit tutarda temettü dağıtımının hisse senetlerinin piyasa fiyatlarını yükseltmemektedir.⁹⁰ Her ne kadar sabit tutarda temettü ödenmesi geleceğin belirsizliğini ortadan kaldırsa da; Türkiye gibi yüksek enflasyon bulunduğu ülkelerde her yıl sabit tutarda temettü dağıtımının ortaklar açısından tatmin edici olmayacağı aşıkardır.

⁹⁰ AKGÜÇ, Öztin; a.g.e., s.621.

Hissedarlar sabit miktarda temettü dağıtımına karşı olabilirler mi? Diğer bir ifadeyle sabit tutarlı temettü dağıtımı, firma değerini maximize eder mi ?...Sorusuna mantıki açıdan bakıldığında sabit miktarda temettü dağıtımının daha yüksek hisse senedi sağlayacağına inanmak için çeşitli nedenler bulunabilir. Herşeyden önce yatırımcılar her miktarda değişen temettüler; daha riskli bulduklarından, sabit miktarda temettü ödeyen hisse senetlerini daha değerli görürler. Nitekim toplam olarak aynı miktarda temettü ödeyen hisse senetlerinden her yıl temettü miktarı değişik olanına riskinden dolayı daha yüksek bir iskonto oranı uygulanacağından hisse değeri daha düşük olacaktır. Sabit miktarda temettü dağıtan hisse senedinin değeri ise daha düşük bir iskonto oranı uygulanacağından, daha yüksek bulunacaktır.⁹¹

Hiç şüphesiz ki sabit miktarda temettü dağıtımının yapılabilmesi için kazançlarının istikrarlı olması gerekir. Şayet şirketin kazançları yıldan yıla dalgalanmalar gösteriyorsa; bu durumda şirket çok karlı olduğu yıllardaki karının bir kısmını dağıtmayıp da karsız veya az karlı olduğu yıllardaki temettü dağıtımını gerçekleştirmiş olmaz mı? Gibi bir soru akla gelebilir. Kuşkusuz gerçekleştirmiş olur. Ancak yine de bu konunun yatırım fırsatları ile ilişkisi dikkate alınmalıdır.⁹²

⁹¹ TURKO, Metin, a.g.e., s.81-82.

⁹² A.e., s.82.

2.3.3. Sabit Oranda Temettü Dağıtımı Halinde

Pay başına sabit tutarda temettü dağıtımı yerine her yıl karın belli bir oranını temettü olarak dağıtmak, daha çok kapalı anonim şirketlerde benimsenen politikadır. Gerçekte kapalı anonim şirketlerin anasözleşmesinde karın belli oranının temettü olarak dağıtılacağı hükme de bağlanmış olabilir. Ana sözleşmelerde bu türden bir hükme yer verilmesi, genellikle yönetimi büyük ortaklıklara bırakmış olan küçük ortaklıkların temettü alabilmelerini garantilemek amacına yardımcı olur.⁹³

Halka açık AŞ'lerin anasözleşmelerinde bu şekildeki hükümlere pek yer vermemekle beraber, bu şirketlerin bazılarının karın belli oranını, çoğu kez % 50'sini dağıtma şeklinde bir politika benimsedikleri görülmektedir. Halka açık AŞ'ler böyle bir politika izlediklerinde her yıl dağıtılan karın toplam yıllık kara oranı aynı düzeyde kalırsa da pay başına dağıtılan temettü yıldan yıla farklılık gösterebileceğinden dolayı pay senetlerinin değeri de söz konusu dağıtılan miktarlara bağlı olarak dalgalanacaktır. Bu nedenle özellikle halka açık AŞ'lerde benimsenen bir temettü dağıtım politikası değildir.⁹⁴ Bu politikada şirketin kararlarındaki değişmelere paralel olarak uygulanan sabit bir temettü oranı nedeniyle ortaklara dağıtılan temettülerde oynamalar göstermektedir. Ortaklar şirket yüksek kar ettiği ve yüksek temettü dağıttığı yıllarda bundan memnun olacaklardır. Fakat bunun tersi olduğunda ise ortaklar aynı hoşnutluğu göstermeyeceklerdir. Bu şekilde yüksek dalgalanmalar gösteren temettü dağıtmak hisse

⁹³ GÖNENLİ, Atilla; a.g.e., s.392.

⁹⁴ A.e., s.392.

senedi fiyatlarını olumsuz etkileyecektir.⁹⁵ Dolayısıyla firmanın piyasa değerini olumsuz yönde etkileyebilecektir.

2.3.4. Düzenli Sabit Bir Temettü ve İlave Ödemeler Halinde

Karlı dönemlerde şirketin nakit dağıtımını artırmasının bir yolu da, aylık ya da altı aylık düzenli temettü ödemelerinin yanı sıra ek temettü dağıtımını ilan etmesidir. Şirket, ek temettü ilan etmekte, yatırımcıların saptanmış temettü oranında bir artış beklmelerini önlemeye çalışır. Ek temettü ödeme ilanı, özellikle, gelirlerinde dalgalanmalar bulunan şirketler açısından uygundur.⁹⁶ Düzenli ve ek temettü ödemeleri yukarıda ifade ettiğimiz temettü dağıtım politikasının sakıncalarını gidermek amacıyla geliştirilmiştir. Şirketlerin sabit temettü dağıtımları halinde temettü yılın performansından bağımsız hale getirildiğinden, bunun yatırımcıları özendirmediğini gören şirketler bir taraftan sabit miktarda temettü dağıtırken, koşullar elverdiğinde de ekstra dağıtıma gitmekteydiler. Böyle pay senetlerinin daha cazip hale gelmesini sağladıklarını düşünmektedirler. Uygulamada bu politika, çoğunlukla düzeyde sabit bir temettü dağıtımını benimsemek, ancak arkasından çok defa dalgalanan bir ekstra temettü dağıtımına gitmek şeklindedir. Yine bu politika halka açık AŞ'ler için geçerli olabilecek bir politikadır.⁹⁷

⁹⁵ TÜREN, Şeref; "Dividant Politikasının Bir önemi var mıdır?" **Banka Ekonomik Yorumlar Dergisi**, Y.19, s.4, Nisan 1982, s.34.

⁹⁶ HORNE, James C. Van (Çev: Osman Tekok) **Finansal Yönetim ve Politikaları**. Stanford University. Akçay Matbaası 1987, s.298-300.

⁹⁷ GÖNENLİ, Atilla; a.g.e., s.393.

Hızlı enflasyon dönemlerinde dağıtılan temettüler yükselme gösterse dahi enflasyon etkisiyle karlarının aktif olarak şişkin hesaplaması ve firmaların fon gereksinmesinin artması nedenleriyle temettü oranının (dağıtılan kar / Net kar) düşmesi doğaldır.⁹⁸

2.3.5. Diğer Temettü Dağıtım Şekilleri Halinde

Yukarıda açıkladığımız genel kabul görmüş temettü dağıtım politikalarının yanısıra karın artış ve azalışına bağlı olarak izledikleri temettü dağıtım politikalarında mevcuttur.

2.3.5.1.Net Karın Azalmasına Rağmen Ödenen Temettü Miktarının Artması

Şirket, bu şekilde uygun bir temettü dağıtım politikası uyguluyorsa, bunun en önemli nedenleri şunlardır:

- Şirket net karındaki düşmeyi geçici olarak kabul etmiştir. Buna rağmen ödediği temettü miktarını düşürmeye ortaklarının menfaatlerini zedelememek istemiştir. Bilindiği gibi temettü ödemesi düşürülünce hissenin piyasa fiyatını düşmesi söz konusu olmaktadır. Hissenin piyasa fiyatının düşmesi gerek şirketin gerekse de ortaklarının aleyhinedir.
- Şirket sermaye artırımına gidecektir. Bu nedenle hem sermaye artırımına ilgiyi artırmak hem de ortaklarının menfaatlerinin mümkün olduğu ölçüde korumak isteyecektir. Bu nedenle temettü

⁹⁸ AKGÜÇ, Öztin; a.g.e., s.622.

miktarını yükseltmiş, böylece hissenin piyasa fiyatının yükselmesini temin etmiş olacaktır.

Meseleyi bir örnek üzerinden izah edersek: Şirket %15 temettü ödediği zaman hissenin piyasa fiyatı 1500 TL olsun. Temettü örneğin % 20'ye gelince hissenin piyasa fiyatı da artacaktır. Örneğin 2000 TL olsun şirket sermaye artırımının karar verince bu fiyat daha da artacaktır. 2300 TL olacaktır. Şirketin hisse senedinin piyasa fiyatı da kısa bir süre içerisinde yükselmiş olacaktır. Bu yükselişte şirketin ve ortaklarının lehinedir. Halbuki şirket, daha az kar sağladığı için ödediği temettüyü düşürseydi, hissenin piyasa fiyatında düşme olacak ve sermaye artırımına ilgi azalacaktı.⁹⁹

2.3.5.2. Net Kar Olmamasına Rağmen Temettü Dağıtılması

Bazı şirketler net kar elde edememesine rağmen (şirket zarar etmesi) temettü ödemesi yapabilirler. Bir şirketin bu şekilde hareket edebilmesi için, ihtiyatlarının temettü dağıtımı için yeterli olması gerekir.

Söz konusu temettü dağıtım politikasının uygulanmasına şu nedenler rol oynar:¹⁰⁰

- Hissenin piyasa fiyatı büyük ölçüde değişmesine mani olmak
- Hissenin spekülasyon hissesi haline gelmesini önlemek
- Şirketin prestijini muhafaza etmek

⁹⁹ SAMİM, Cihangir; *Finansal Analiz*, Ufuk Matbaası, 1978, Ankara, s.17-18.

¹⁰⁰ A.e., s.18.

- Hisse senedi sahiplerinin hisselerini düşük fiyatla ellerinden çıkarmalarına mani olmak.

2.3.5.3.Temettü Miktarının Net Kara Bağlı Olması

Bu tip temettü dağıtım politikasında; Şirketlerin ödeyeceği temettü miktarı net kardaki gelişmeye bağlıdır. Net kar yükseliyorsa şirket temettü miktarını artırır net kar azalıyorsa şirket temettü miktarını düşürür.

2.3.5.4.Karın Yükselmesine Rağmen Temettü Miktarının Düşmesi

Bu çeşit bir temettü politikası izleyen bir şirket, genellikle aşağıdaki nedenlere dayanır:¹⁰¹

- Şirketin öz sermaye bünyesini kuvvetlendirmek
- Kredi temin etme imkanını artırmak
- Yeni bir yatırımın finansmanını, sermaye artırımına veya tahvil ihracına gitmeden öz kaynaklardan karşılamak

Söz konusu politikayı izleyen şirketlerin hisse senetlerinin piyasa fiyatlarının gelecekte yükselmesi ihtimali çok güvenlidir. Bu hisseler yatırım hisseleridir.

¹⁰¹ A.e., s.18.

2.3.5.5.Geçmiş Yıl Zararlarının Kapatılması Nedeniyle Temettü Dağıtılamaması

Şirketler geçmiş yıllarda zarar etmişlerse kara geçtikleri zaman bu zararlarını kapatma yoluna giderler ve temettü dağıtmazlar.¹⁰²

Konuyu bir örnekle izah etmeye çalışalım.

Bir şirket 1994, 1995 ve 1996 yıllarında zarar etmişse ve bu zararların toplamı 2.5 milyar TL ise, bu şirket 1997 yılında örneğin 2 milyar TL kar etmişse, kar sağlamasına rağmen temettü ödemez. Elde ettiği karı geçmiş yıl zararlarını kapatmak için kullanır. Şayet örneğimizdeki şirketin 1997 yılı karı 4 milyar TL olsaydı geçmiş yıl zararlarının tamamını kapatıp temettü dağıtabilecek seviyeye gelebilirdi.

2.4. İŞLETMELERDE TEMETTÜ ÖDEME ŞEKİLLERİ

Şirketler temettü dağıtım kararlarını Mart ayı içerisinde yaptıkları olağan genel kurullarında belirlemektedirler. Hisse başına ne kadar temettü dağıtılacağı yanında bu temettülerin nasıl ve ne zaman ödeneceği de esas sözleşmeye paralel olarak karara bağlanmaktadır. Esas sözleşmede temettü ödeme şekli ve zamanı konusunda bir hüküm belirtilmişse, genel kurul bu konuda karar alacağı gibi isterse yönetim kurulunu da yetkili kılabilir.¹⁰³

¹⁰² A.e., s.19.

¹⁰³ TURKO, Metin, a.g.e., s.92.

Temettü dağıtım kararı verildikten sonra ödeme zamanına kadar şirketin hisse senetleri, piyasada kuponlu olarak alınır ve satılır. Diğer bir deyişle, hisse senetleri temettü üzerinden içten ödeme zamanı geldiğinde hissedar bu kuponu kesip şirkete götürecektir ve temettü alacaktır.¹⁰⁴

Hisse senetlerinin nama veya hamiline yazılı olması, temettü ödemesinin, kime yapılacağını belirleyecektir. Nama yazılı hisse senetlerinin kar payları şirketin pay defterinde ismi yazılı olan hissedarlara, hamiline yazılı hisse senetlerinde, kar payları da kuponu getirene ödenecektir. Bu kısa açıklayıcı bilgilerden sonra AŞ'lerin elde olunan karları nasıl dağıttıkları üzerinde durulacaktır.

2.4.1.Nakden Temettü Dağıtımı

Nakden temettü dağıtımı isminden de anlaşılacağı üzere ortaklara nakit olarak temettü dağıtılmasıdır. Temettü dağıtımının bu türü en çok uygulanan temettü dağıtım türüdür.¹⁰⁵

Temettü ödemelerinde başvurulacak kaynakların en başta geleni şirketin nakit varlığıdır. Eğer şirketin nakit varlığı elverişli ise temettü nakit olarak ödenebilir. Bu arada önemli olan şirket varlığının yeterli olup olmadığıdır. Nakit temettü dağıtımı sonucu şirketlerin aktiflerinde bir azalma, pay sahiplerinin aktiflerinde bir çoğalma ortaya çıkar.

¹⁰⁴ GÖNENLİ, Atilla, a.g.e., s.378-379.

¹⁰⁵ BÜKER, Semih, a.g.e., s.174.

2.4.2. Hisse Senedi Şeklinde Temettü Ödemesi

Eğer, şirket nakit temettü ödemiyorsa, hissedarlar temettü hissesi ile ne elde eder ? Teoride bir ek hisse senedinden başka bir şey elde edilmez. Şirket sermayesine iştirak oranı değişmemiştir.¹⁰⁶

Hisse senedi şeklinde temettü dağıtımı bazı şirketlerin pay senedi vermek yoluyla temettü dağıtımını yaptıkları; sermaye artışlarının tümünü veya genellikle bir bölümünü mevcut ortaklara bedelsiz pay senetleri vermek suretiyle gerçekleştirdikleri görülmektedir. Daha açık bir ifadeyle bazı şirketler dağıtılmamış karlarının veya ihtiyari (olağanüstü yedek akçeler dahil) yedek akçelerinin bir bölümü veya tamamını, ortaklarına bedelsiz pay senedi vermek yoluyla sermaye artışında kullandıkları görülmektedir.¹⁰⁷

Hisse senedi şeklinde temettü dağıtımıyla şirketin öz sermaye yapısı değişmiş olmaktadır.

Örnek:

Bir işletmenin temettü dağıtımından önce bilançosunun öz sermaye bölümü şu şekildedir:

	(Milyon TL.)
Ödenmiş Sermaye.....	20
(20.000 hisse senedi x 1.000 TL.)	
Kanuni Yedek Akçe.....	4
İhtiyari Yedek Akçe.....	12

¹⁰⁶ Van Horne; a.g.e., s.304.

¹⁰⁷ AKGÜÇ, Öztin; a.g.e., s.622.

İşletme nominal değeri 1.000 TL. olan hisse senetlerini bedelsiz olarak ortaklarına vererek ihtiyari yedek akçesinin 10.000.000 TL.'lık bölümünü dağıttığında bilançosu aşağıdaki şekilde olmaktadır:

(Milyon TL.)

Ödenmiş Sermaye.....	30
(30.000 hisse senedi x 1.000 TL.)	
Kanuni Yedek Akçe.....	4
İhtiyari Yedek Akçe.....	2

Görülebileceği gibi, hisse senedi şeklinde temettü dağıtımında toplam öz sermaye bölümünde bir değişiklik olmamakta, yedekler sermaye hesabına aktarılmaktadır.

Bu işlem sonucunda hisse senedi sayısı arttığından hisse başına kazanç düşmektedir. Ancak tasarruf sahibinin elinde bulunan hisse senedi sayısı da arttığı için hisse başına kazançta bir değişiklik olmamakta, hatta dağıtılmayan karlar verimli yatırımlarda kullanıldığında uzun dönemde işletmenin değeri artmaktadır.

Bu şekilde temettü dağıtımını hisse senedi fiyatı üzerindeki etkileri konusunda yapılmış araştırmalara göre, şayet hisse senedi şeklinde temettüye ilaveten nakit kar payı da ödenmişse, bu şirketin hisse senedi fiyatı yükselmekte, yok eğer yalnız hisse senedi şeklinde temettü dağıtmışsa, hisse senedi fiyatları düşmektedir.¹⁰⁸

¹⁰⁸ TURKO, Metin; a.g.e., s.88.

Hisse senedi şeklinde temettü dağıtımını şirket ve ortaklar açısından üstün yönleri şöyle özetlenebilir:¹⁰⁹

- Şirketten fon çıkışı olmadan temettü dağıtımı yapılmaktadır. Karı bir yerde bırakma ile dağıtmak arasındaki çelişki ortadan kalkmakta, kar bünyede bırakılarak dağıtılmaktadır. Şirketler böylece hem temettü dağıtımı yapmakta, hem de karlı yatırımlarını finanse etmek imkanını bulmaktadır.
- Şirketler, genellikle sermaye artışlarına gittikleri dönemlerde artan sermayenin bir bölümünün bedelsiz pay senedi vermek suretiyle gerçekleştirmekte; sermaye artışına katılmakta, bu şekilde ortaklar yönünden çekici hale gelmekle psikolojik olarak da olumlu etki yapılmaktadır.
- Ortakların temettülerinin pay senedi şeklinde aldıklarından ihtiyaç duydukları takdirde pay senetlerini paraya dönüştürerek aşamalı da olsa temettülerinin nakden almak imkanlarını korumaktadırlar.
- Şirketin mülkiyetinin daha geniş kitlelere yayılması açısından da pay senedi vermek yoluyla temettü dağıtımı üstün görünmektedir.

Hisse Senedi Şeklinde Temettü Dağıtımının Sakıncaları ise aşağıdaki gibi özetlenebilir.

- Hisse senedi şeklinde temettü dağıtımının hisse başına geliri düşürülebileceği düşünülebilir. Ancak ortakların ellerinde daha

¹⁰⁹ AKGÜÇ, Öztin; a.g.e., s.623-624.

fazla hisse senedi olacağından ortakların gelirlerinde bir azalma olmamaktadır.

- Hisse senedi şeklinde temettü dağıtımının bir sakıncası da , hisse senetlerinin el değiştirmesi halinde işletme kontrolünün kaybedilebileceği veya sınırlı bir hale gelebileceği konusunda ortaya çıkmaktadır.

- Hisse senedi şeklinde temettü dağıtımı yapan işletmelerde hisse senetlerinin piyasa fiyatlarının düşeceği ileri sürülmektedir. Ancak büyüyen ve ortaklarına dağıtmadığı karı verimli yatırımlarda kullanan işletmelerin hisse senetlerinin piyasa fiyatı düşmemektedir.

- Hisse senedi şeklinde temettü verilmesinde, işletme yeniden değerlendirme yaptığında amortisman oranı artmaktadır. Bu durumda daha fazla amortisman ayrılmakta ve kısa vade de bilanço karı ve dağıtılabilir kar azalmaktadır. İşletme uzun dönemde devlete daha az vergi, hisse senedi sahiplerine daha az temettü ödemektedir.

2.4.3. Hisse Senetleri Nominal Değerlerinin Azaltılması Yoluyla Hisse Senetlerinin Adedinin Artırılması Şeklinde Temettü Ödenmesi

Piyasa fiyatlarının yüksek olması nedeniyle ; sermaye piyasasında alım satımı güçleşen hisse senetlerinin fiyatlarını düşürerek , hisse senetlerinin el değiştirmesini kolaylaştırmak için şirketlerce alınan bir önlem de , pay senetlerinin nominal değerinin belirli bir oranda azaltılması yoluyla hisse senetlerinin adedinin

artırılmasıdır.¹¹⁰ Bu uygulamada pay senetlerinin nominal değeri aynı oranda azaldığından her bir ortağın, şirketteki göreceli payı değişmemiş olur. Burada değişen sadece pay senedi miktarıdır.

Bölünmenin başlıca amacı hisseleri daha fazla istenilen bir ticari alanı içine çekmektir.¹¹¹

Amerikan konferans heyetinin kendi üyelerinin arasında yapmış olduğu bir araştırmaya iştirak eden firmalardan hisse senedi bölünmesini tatbik edenler birbirine bağlı iki sebebe dayanarak bu yolu seçtiklerini ifade etmişlerdir.

- Senet fiyatlarını indirerek hisse senetleri ilerdeki alıcılara daha cazip bir hale getirmek

-Hissedarların adedini artırmak ki buna "hissedar temelini genişletme" de denir.

Ankete katılan yetkililere göre beher senedin , hisse bölünmesi yaparak , piyasa fiyatını azaltma hisseleri ticari hareketinin artmasına sebep meydana gelecektir. Bu da senetler için piyasada iyi bir ortam yaratacaktır. Aynı zamanda hisse bölünmesi düşük fiyatlı senede ilgi fazla olacağından senet fiyatları da bir derece artacaktır.

"Hissedarlar temelini genişletme hareketi genellikle senet bölünmesinden sonra meydana gelir. Zira yatırım yapmak isteyen şahıslara satarlar. Senet almak isteyen yeni alıcılar bu senetler

¹¹⁰ A.e., s.625-626.

¹¹¹ Van Horne; a.g.e., s.307.

piyasada en tutulan fiyattan satıldığından ve senedinde piyasadaki hareketi hızlandığından bu senedi seçeceklerdir. Bazılarına göre hissedar temelini genişleten senet bölünmesi bir şirketi ele geçirmek için yapılacak her türlü manevraya mani olacaktır.¹¹² Amerikan konferans heyetinin kendi üyelerine yapmış olduğu ankete katılan mali yetkililerin çoğu "Senetlerin piyasa değerlerini düşürmek için senetlerini böldüklerini" ifade etmişleridir.¹¹³

T.T.K. şirket genel kuruluna, esas sermaye miktarı aynı kalmak üzere, esas sözleşmeyi değiştirmek suretiyle hisse senetlerini itibari (nominal) değeri daha az olan pay senetlerine bölmek hakkını vermişlerdir. (T.T.K. m. 400)

Bu tür uygulamanın ülkemizde pek yaygın olmadığı görülmektedir.

Sonuç itibari ile diyebiliriz ki hisse senedi bölünmesi şirketlerin hisse senedi fiyatı üzerinde etkili olabilecekleri etkili bir araçtır. Hisse bölünmesinin sermaye artırımını ile birlikte kullanılması daha uygun görülmektedir.

¹¹² A.e., s.28-29.

¹¹³ A.e., s.29.

2.4.4. İşletmelerde Kendi Hisse Senetlerini Geri Satın Alarak Temettü Ödenmesi

Firmanın fazla nakdi varsa ve bu fonların kullanımı haklı gösterebilecek yeterli sayıda karlı yatırım fırsatları yoksa, fonları dağıtmak hissedarların yüksek çıkarları yönünden olabilir. Dağıtım, ya hisse senetlerinin geriye satın alınması, ya da bu fonların artan temettüler halinde ödenmesiyle gerçekleştirilebilir.¹¹⁴

Bir şirketin kendi hisse senetlerini piyasadan geri satın alması temettü dağıtımının bir alternatifidir. Şirket kazancını etkilememek şartıyla, hisse senetlerinin geri satın alırsa, piyasadaki hisse senedi sayısı azalacak ve dolayısıyla hisse başına düşen kar artmış olacaktır. Hisse başına karın artması, hisse senedi fiyatlarını yükseltecek ve böylece nakit temettü yerine sermaye kazancı (değer artışı) ikame edilmiş olacaktır.¹¹⁵

Aşağıda verilen örnekte hisse senetlerinin geri satın alınmasının söz konusu etkilerini görülmektedir.¹¹⁶

Şirket mevcut 5000 adet olan hisse senetlerinden 2000 adedini, yıllık net kar 2.5 Milyon TL ile geri satın alınacaktır. Hisse senetlerinin cari piyasa fiyatı 1250 TL'dir. Anlaşılacağı üzere satın almadan sonra hisse senedi sayısı 300 adede düşecektir. Bu duruma göre hisse başına kar ve hisse senedinin piyasa fiyatındaki değişiklikler şöyle olacaktır.

¹¹⁴ Van Horne; a.g.e., s.308.

¹¹⁵ TURKO, Metin, a.g.e., s.91.

¹¹⁶ A.e., s.91.

$$\begin{array}{lcl} \text{Satın almadan önceki} & & \\ \text{hisse başına kar} & = & \frac{2.5 \text{ Milyon}}{500 \text{ Adet H.S.}} = 500 \text{ TL} \end{array}$$

$$\begin{array}{lcl} \text{Satın almadan önceki} & & \\ \text{Fiyat / Kazanç oranı} & = & \frac{1250}{500} = 2.5 \end{array}$$

$$\begin{array}{lcl} \text{2000 Adet Hisse Senedinin} & & \\ \text{satın alınmasından sonraki} & = & \frac{2.5 \text{ Milyon}}{300 \text{ Adet H.S.}} = 833 \text{ TL} \\ \text{Hisse başına kar} & & \end{array}$$

Satın almadan sonraki

$$\begin{array}{lcl} \text{Beklenen piyasa fiyatı} & = & \text{Fiyat Kazanç Oranı} \times \text{His. Baş. Kar.} \\ & = & 2.5 \times 833 \\ & = & 2082.6 \text{ TL} \\ \text{Hisse Senedi fiyatındaki artış} & = & 2082.6 - 1250 \\ & = & 832.6 = 833 \text{ TL'dir.} \end{array}$$

Kolaylıkla görülüyor ki, hisse senedi sahibinin kazancı ister temettü dağıtımı şeklinde olsun, isterse hisse senedinin geri satın alınması şeklinde olsun, 833 TL'dir. Bu kazanç hisse senedinin geri satın alınması halinde, hisse senedi fiyatındaki artış şeklinde kendini göstermektedir. Şayet değer artışı şeklindeki kazançlarına nakit temettü uygulanan nispetten daha düşük bir vergi uygulanıyorsa, hisse senedinin hissedar tarafından geri alınması avantajlı olacaktır.¹¹⁷

Ülkemizin mevzuatına göre, bir AŞ'nin kendi hisse senetlerini satın alması yoluyla temettü dağıtımına imkan yoktur.¹¹⁸ Kanun koyucu sermayenin itfası olarak tanımlandığı hisse senetlerinin geri alınmasını sermayenin azaltılması olarak kabul etmektedir. Bu şekilde

¹¹⁷ A.e., s.92.

geri satın alınan hisse senetlerinin yok edilmeleri gerekmektedir.
(T.T.K. md. 329)

Bu yasağın istisnalarını şöyle sıralayabiliriz.

- Şirketin esas sermayesinin azaltılması dolayısıyla ve genel kurulun bu amaçla alacağı karar uyarınca şirket kendi hisselerini devralabilir.
- Şirket , alacaklarını tahsil amacıyla kendi hissedarlarının paylarını devralabilir. Ancak, bu borcun şirketin kuruluşu veya sermaye artırımı dolayısıyla imzalanan iştirak taahhütlerinden ileri gelmemesi gerekir.
- Şirketin kendi hisseleri bir malvarlığının veya işletmenin borç veya alacaklarıyla devralınması sonucunda da alınabilir. Devralınan işletmenin portföyünde şirketin hisse senetleri varsa, tabiatıyla bu hisseler de şirkete intikal edecektir.¹¹⁹

Bu açıklayıcı bilgilerden sonra pay senetlerinin geri satın alınmasının bir takım avantaj ve dezavantajları vardır.

Avantajları:

- Pay senetlerinin geri satın alınması nedeniyle oluşan değer artışının vergisinin temettü olarak ödeme yapıldığında ortaya çıkan gelir vergisinden daha düşük olması, geri satın alma işlemini daha

¹¹⁸ CEYLAN, Ali; *İşletmelerde Finansal Yönetim*, Bursa, 1991, s.167.

¹¹⁹ KARSLI, Muharrem, a.g.e., s.

cazip kılmaktadır. Çünkü, pay sahipleri aynı gelir için daha az vergi ödeyecektir.

- Böyle bir işlemde zorlayıcı bir unsur yoktur. Pay sahibi elinden hisse senetlerini satıp satmamak konusunda seçme hakkına sahiptir.

- Borsa uzmanlarının ileri sürdüğü bir diğer avantaj ise, geri satın alımın piyasada fazlalık yaratan hisse senetlerinin geniş bir bloğunu ortadan kaldırmasıdır. Bu suretle piyasada tedavül eden alım satımlarda meydana gelebilecek tıkanıklıklar bir ölçüde giderilmekte ve mevcut senetlerin likiditesi artırılabilir.

Dezavantajları:

- Hissedarlar, temettü ve sermaye kazançları arasında kayıtsız değildir ve nakit temettü şeklinde elde edecekleri kazançları geri satın alımlara kıyasla daha güvenli olarak görürler.

- Satış yapan hissedarlar geri satın alımların içeriğinden haberdar olmayabilirler, ya da şirketin şimdiki ve gelecekteki aktiviteleri ile ilgili bilgiye sahip bulunmayabilirler. Bu sebeple şirketler geri alım işlemine başlamadan önce programlarını duyurmalıdırlar.

- Anonim şirketler elde kalmış hisselerin dezavantajlı durumunu ortadan kaldırmak için hisse senedi alımlarına çok yüksek miktarlarda ödeme yapabilirler. Hisse senetleri aktif değilse ve firmalar hisse senetlerinin yüksek miktarda kazanç sağlamasını istiyorlarsa fiyatı belirli miktara çıkarabilirler. Buna karşılık, akım operasyonu sona erdiğinde de fiyatı düşürebilirler.

2.4.5. Diğer Temettü Ödeme Şekilleri

2.4.5.1. Bono Şeklinde Temettü Ödenmesi

Bu dağıtım yönetiminde temettü ödemesine karşılık olmak üzere pay sahiplerine belirli sürede ödenecek faizli bonolar verilmektedir. Ortaklar, para yönünden sıkışık oldukları veya ellerindeki paraları daha önemli ihtiyaçları için harcamak zorunda oldukları hallerde bu yöntem uygulanacaktır.¹²⁰

2.4.5.2. Aynı Şekilde Temettü Ödenmesi

Pek az kullanılan bir yöntemdir. Ortaklığın ürettiği stok malların veya fazla olan hazine bonolarının elden çıkması isteniyorsa, ortaklara temettü olarak söz konusu mallar veya bonolar verilecektir.¹²¹ Örneğin bir zamanlar "Du pont" firması kendi portföyündeki GM (General Motors) pay senetlerini ortaklara dağıtmıştır.

Bu tür temettü dağıtımlarının nihai amacı yine eldeki mevcut nakdi muhafaza etmek ve daha iyi şekilde kullanmaktır. Ayrıca firmanın portföyünde fazla miktarda hazine bonusu, tahvil veya pay senedi olması halinde de bu tür dağıtıma gidebilmektedir.¹²²

¹²⁰ BİLGİN, Yüksel; a.g.e., s.21.

¹²¹ A.e., s.21.

¹²² BAKIR, Pınar; *İşletmeler Açısından Temettü Politikası*, İTİA Yayın No: 1976/19, İstanbul, 1976, s.54.

2.4.5.3. Tasfiyeden Ödenen Temettü

Firmanın tasfiyeye gitmesi halinde elindeki mevcut varlıkların pay sahiplerine dağıtılması bir nevi temettü dağıtımı olmaktadır. Petrol ve maden firmalarının faaliyetleri gereği bazı varlıklarını tekrar kullanmak üzere harcarlar. Bu tür varlıklar için ayrılan yenileme , ya da zararları karşılama fonları ihtiyaç duyulmadığı zamanlarda pay sahiplerine temettü şeklinde dağıtılabilir.¹²³

2.4.5.4. İntifa Senedi Şeklinde Ödenen Temettü

İntifa senetleri esas sermayeye iştirak söz konusu olmadan şirketlerin maddi menfaatler sağlama hakkını temsil eden kıymetli evrak niteliğindeki belgelerdir. İntifa senetleri sahiplerine net kara, tasfiye bakiyesine iştirak, ya da yeni pay senedi olan hakları sağlarlar. İntifa senetleri özellikle kuruculara verilir. Nakit ya da diğer bir temettü ödemesi yapılmak istenmeyen bazı haklar da ise intifa senetlerinin temettü olarak dağıtılması söz konusu olabilirler.¹²⁴

Kısaca diyebiliriz ki temettü dağıtımının AŞ'nin ortakları tarafından uygun görülmemesi durumunda kardan pay alacak kimselere paylarına karşılık olarak intifa senetleri verilebilir.

¹²³ A.e., s.54.

¹²⁴ A.e., s.54.

ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

3. TEMETTÜ DAĞITIM POLİTİKASININ ŞİRKET DEĞERİ ÜZERİNE ETKİSİNE İLİŞKİN TEORİK MODELLER

Firma değerinin yükseltilmesi, finansal yönetimin en önde gelen amaçlarından bir tanesidir. Firma değerinin dolayısıyla hissedarların servetini yükseltmek amaç olduğuna göre temettü dağıtımının hisse senedi üzerindeki etkisini bilmek ve temettü politikasını bir araç olarak kullanmak mümkün olabilecektir.

Finansman literatüründe temettü politikası konusunda firma değeri etkileyip etkilemediğine ilişkin ileri sürülen çeşitli görüşler olmasına karşın temelde iki ayrı görüş vardır. Bunlardan bir tanesi Weston Miller ve Franco Modigliani'nin görüşlerinin hakim olduğu ekoldür. Bu görüşe göre temettü dağıtım oranı firma değerini dolayısıyla pay sahiplerinin senetlerini etkilemez. Diğer bir görüş ise Modigliani Miller'in (MM) görüşlerinin aksine temettü politikasının hisse senedi fiyatlarını etkilediğine dair görüştür. Bu görüşün savunucuları ise Myron Gordon ve John Linther'dir.

Bu bölümde ilk olarak temettü politikasının geçersiz olduğunu savunan MM görüşünü inceleyeceğiz.

3.1.TEMETTÜ POLİTİKASININ GEÇERSİZLİĞİ VE MODİGLİANI MİLLER MODELİ

3.1.1. Modelin Varsayımları

Temettü kararlarının değerleme açısından geçersizliğini ortaya koyan en anlamlı savunma , Modigliani-Miller (MM) tarafından 1961 yılında yazılmış olan makaledir. Bu yazarlara göre temettü dağıtımı bir detaydır, pay sahiplerinin zenginliğini etkilemez. Firmanın piyasa değerini, dolayısıyla pay sahiplerinin zenginliğini belirleyen faktör firmanın kazanç gücü , yani yatırım politikasının isabetliliğidir. ¹²⁵

Bu yazarlar görüşlerini belirli varsayımlara dayandırarak izah etmeye çalışmışlardır. Modigliani - Miller (MM) görüşünün varsayımları şöyle sıralanmaktadır. ¹²⁶

- Sermaye piyasasında tam rekabet koşulları geçerlidir. Bütün yatırımcılar rasyonel davranış içindedirler. Hiçbir yatırımcı hiç bir senedin piyasa fiyatını etkileyebilecek güçte değildir.
- Haberleşme sistemi çok gelişmiştir. Bütün yatırımcılara aynı bilgi ücretsiz olarak verilmektedir.
- Alım, satım işlemleri için komisyon ya da herhangi bir ücret ödenmez.
- Sistemde vergi yoktur.
- İşletmelerin risk sınıfları aynıdır.
- İşletmenin yatırım politikası sabittir.
- Piyasada tam bir belirlilik vardır. Yatırımcılar firmaların gelecekteki karlarının ne olacağını bilmektedirler.

¹²⁵ HATİBOĞLU, Zeyyat : *Ayrıntılı İşletme Finansmanı*, İstanbul, 1995, s.313.

¹²⁶ A.e., s.313.

3.1.2. Değerlemede Temettü Politikasının Geçersizliği

MM'in kurduğu modele göre temettü ödemelerinin hisse senedinin piyasa değeri üzerindeki etkileri diğer finansman araçları tarafından ortadan kaldırılmaktadır. Böylece temettü politikasının hissedarların serveti üzerinde herhangi bir etkisi kalmamaktadır. Diyelim ki işletme planladığı yeni yatırımlar için gerekli fonları dağıtılmayan karlardan değil de , yeni hisse senedi ihracı yolu ile sağlarsa bir taraftan piyasada hisse senedi adedi artacak, diğer taraftan hisse senedinin piyasa değeri düşecektir. Ancak ihraç nedeniyle hissedarların uğrayacağı değer kaybı temettü dağıtımı ile giderilecektir. Bu nedenle hissedarlara temettü dağıtılması veya dağıtılmaması arasında kayıtsız kalacakları kabul edilmektedir. Diğer bir deyimle hisse senedi fiyatları piyasada düşmemesine rağmen, hissedarların eline daha fazla hisse senedi geçeceğinden değer kaybı önlenmiş olacaktır. ¹²⁷

Bir hisse senedinin piyasa değeri bir sonraki dönem için dağıtılması beklenen temettü ile dönem sonunda pay senedinin ulaşacağı piyasa fiyatının o işletme için benimsenen iskonto oranı ile kapitalize edilmesi sonucu elde edilir. ¹²⁸ Böylece

$$P_o = \frac{1}{(1+K)} (D_1 + P_1)$$

¹²⁷ TURKO, Metin. a.g.e., s.416.

¹²⁸ Van, Horne. a.g.e., s.247.

Burada P_0 = Hisse senedinin cari piyasa değerini

K = İşletmenin benimsediği iskonto oranının

D_1 = Birinci dönem için kar payını

P_1 = Birinci dönemde hisse senedinin piyasa değerini göstermektedir.

MM, yatırım kararları sabit olduğuna göre işletmenin karı işletmede alıkoyarak ya da yeni pay senedi çıkarma yolu ile finaslama yapabileceğinden hareket ederek modellerini kurmuşlardır.¹²⁹

MM'e göre yeni yapılacak yatırımların finansmanının firma değeri üzerinde etkisi yoktur. Bu görüş şu şekilde kanıtlanmaktadır.

Sıfıncı dönemde mevcut hisse senedi sayısı (n) ile pay senedi değerini (P_0) çarparsak işletmenin o andaki piyasa değerini elde ederiz. İşletmenin değerini (V_0) ile gösterirsek; toplam piyasa değeri

$$V_0 = n \cdot P_0 \text{ olur.}$$

Firma, birinci dönemde (m) adet yeni hisse senedi çıkarıp (P_1) fiyatından satarak yatırımlarını finanse ederse ve birinci dönemde yapılacak yatırıma (I) ve söz konusu dönemin toplam karına (X) dersek; hisse senedi ihracı sonrası nihai firma değerini veren formül aşağıdaki gibi bulunur.

¹²⁹ GÖNENLİ, Atilla, a.g.e., s.324.

Formülün ortaya çıkarılış ayrıntılarına yer verilmemiştir.

$$V_o = nP_o = \frac{1}{1+K} ((n+m) P_1 - I+X)$$

Formülden de anlaşılacağı üzere işletmenin mevcut ortaklarının servetini belirleyen eşitlikte (D) yer almamaktadır. Şu hale göre MM'in modelinde pay senedinin cari değerleri ile temettü arasındaki ilişki ortadan kalkmış olur. Eşitliğin diğer unsurları X, I, (n+m) P₁ ve P, D₁'den bağımsız oldukları için P₀ ve D₁ arasında ilişkiden söz edilmesine gerek kalmaz.¹³⁰

Diğer bir ifadeyle işletmenin cari değerinin belirlenmesinde dağıtılan temettünün hiç bir etkisi olmamaktadır.

Modelde dış kaynak finansmanı yeni pay senedi çıkarılması suretiyle yapılmaktadır. Yeni pay senetlerinin pazar fiyatını düşürücü etkisi, dağıtılan kar paylarının yükseltici etkisi ile birbirine dengelemektedir. Eğer firma pay senedi yerine borçlanma (tahvil çıkarılması) suretiyle finanslamaya giderse yine aynı sonuç elde edilir. Dolayısıyla finansal kaldıracın pay senedi değeri üzerinde etkisi yoktur.¹³¹

MM modeline göre temettü politikasının hisse senedi değeri veya firma değeri üzerinde etkili olmadığını görebilmek için aşağıda örnek bir çalışma geliştirilmiş.

¹³⁰ A.e., s.395.

¹³¹ BOZKURT, Ünal; "İşletmelerin Kar Dağıtım Politikaları Üzerine", *Banka ve Ekonomik Yorumlar Dergisi*, CXIV, S. 3 (Mart 1987), s. 32

ÖRNEK: X İşletmesi kapitalizasyon oranı %20 olan risk sınıfına dahildir. İşletmenin her biri 2700 TL'den satılan 100.000 adet hisse senedi bulunmaktadır. İşletme cari yılın sonunda pay başına 240 TL temettü dağıtacağını açıklamıştır. Söz konusu dönemde işletmenin net karı 40 milyon TL ve yapılması düşünülen yatırımların tutarı 76 milyon TL'dir. Yatırımların finansmanı için 20.000 adet yeni hisse senedi ihraç edilmesi zorunludur.

Verginin olmadığı varsayımlarına ve MM modeline göre temettü politikasının işletmenin piyasa değeri üzerine etkisinin hesaplanması.

ÇÖZÜM. Temettü dağıtımının hisse değeri üzerinde etkili olup olmadığı konusunda bir karara varabilmek için hisse senedi ihraç edilmeden önceki ve sonraki dönemlerde firma değerini bularak elde edilen iki ayrı sonucun mukayese etmemiz gerekir.

Hisse senedi ihraç edilmeden önceki X işletmesinin piyasa değeri $V_0 = nP_0$ 'dır. Bu eşitlikten firma değeri $V_0 = 100.000 \times 270.000.000$ TL olarak bulunur. Veya diğer bir hesaplama yöntemi ile de aynı sonucu elde ederiz. Bunun için ilk önce hisse senedinin ihraç fiyatını bulmamız gerekecektir.

$$V_0 = \frac{1}{1+K} (D_1 + P_1)$$

$$2700 = \frac{1}{1+0,20} (240 + (P_1))$$

$$P_1 = 3000 \text{ TL}$$

$V_o = \frac{1}{1+K} (nD_1 + nP_1)$ eşitliğinde ihraç öncesi firma değerini hesaplayabiliriz.

$$V_o = \frac{1}{(1+0,20)} [(100.000 \times 240 + 100.000 \times 3000)]$$

$$V_o = 270.000.000 \text{ TL.}$$

Piyasa değeri 270 milyon TL olan X işletmesi yeni yatırımlarını finanse etmek için 20.000 adet yeni hisse senedini 3000 TL'den ihraç etmektedir.

İhraç sonrası firma değerini bulmak için teorik açıklamalardaki son formüle yukarıdaki verileri uygularsak, ihraç öncesi firma değerini eşit bir sonuca ulaşıyoruz.

$$V_o = nP_o \frac{1}{1+K} [(n+m)P_1 - I + X]$$

$$V_o = \frac{1}{(1+0,20)} [(100.000 \times 20.000) \times 3000 - 76.000.000 + 40.000.000]$$

$$V_o = 270.000.000 \text{ TL}$$

X işletmesinin piyasa değerinin belirlenmesinde uygulanan iki farklı hesaplama yöntemine göre aynı sonuç elde edilmektedir. Ancak birinci hesaplama yöntemindeki kar payı modele dahil edilmişken ikinci formülde kar payı model dışı bırakılmıştır.

Değerleme ile ilgili varılan sonuca göre kar payı dağıtımı firmanın piyasa değeri üzerinde , bir başka değişle hisse değeri üzerinde etkili değildir.

Böyle bir durumda hissedarlar karın dağıtılmaması veya gelecekteki tüm kar payı ödemeleri (hisse senedi ihracı da dahil) arasında tamamen kayıtsızdır. Denilebilir ki, hissedarların serveti cari ve gelecekteki temettü dağıtım kararlarından etkilenmemekte , tamamen işletmenin gelecekteki gelirlerine bağlı bulunmaktadır.¹³²

3.2. MODİGLIANİ - MILLER GÖRÜŞÜNE İTİRAZ EDİLEN NOKTALAR VE BU İTİRAZLARA KARŞI İLERİ SÜRÜLEN GÖRÜŞLER

3.2.1. Ek Finansman Gereksinmelerinin Öz Kaynaktan ya da Borçlanma Yoluyla Karşılanması

Temettü dağıtılması halinde ortaya çıkacak ek finansman gereksiniminin yeni hisse senedi çıkarılarak karşılanacağı kabul edilmektedir.¹³³ Buradan da dağıtılan temettü ile hisse senetlerinde ortaya çıkan değer artışının yeni hisse senedi çıkarılmasıyla eski değerine düştüğü kanıtlanmaktadır. MM yeni hisse senedi çıkarmayıp borçlanmaya gidilmesi durumunda ne olacağı sorusuna ise ek finansmanın öz kaynaktan veya hisse senedi çıkarılması yoluyla karşılanmasının sonucu değiştirmeyeceği şeklinde cevaplamaktadırlar. Çünkü borçlanmanın gerçek maliyeti ile öz sermayenin gerçek maliyeti aynı olup şirketin değerlendirilmesi ile sermaye yapısı (Borç/özsermaye) arasında bir bağıntı yoktur. Bundan dolayı MM ek finansman

¹³² TURKO, Metin. a.g.e., s.17.

¹³³ BAKIR, Pınar: a.g.e., s.19.

gereksinmesinin borç veya öz kaynaktan sağlanmasının varılan sonucu etkilemeyeceğini belirtmektedir.

3.2.2. Belirlilik Varsayımının Geçerliliği

Modigliani Miller bu görüşlerini şirketle ilgili her türlü bilginin kolaylıkla sağlandığı , bilindiği tam bir belirlilik bulunan piyasa varsayımı altında ileri sürmüştür. Bu varsayıma pek çok itirazlar olmuştur. Her ne kadar gelişmiş ülkelerde sermaye piyasası etkin piyasalarda da tam bir belirsizlik sağlanmış değildir. Bu itirazlara karşı MM "belirlilik varsayımını kaldırarak temettü dağıtımı ile firma değeri arasındaki ilişkiyi" belirsizlik koşulları altında tanımlamışlar, ancak yine aynı sonuca varmışlardır.¹³⁴

MM görüşüne göre, gelecek dönemlerin belirsizliklerle dolu olması yukarıda belirlilik varsayımı altında bulunan denklemin değişkenlerini değiştirmez. Sadece değişkenler bilinen rakamlar yerine tesadüfi rakamlarla ifade edilmesi söz konusudur.¹³⁵

3.2.3. Tam Rekabet Koşullarının Geçerliliği

Bu konuda ileri sürülen itirazlara karşılık MM görüşlerini, eksik rekabet koşulları altında da sürdürmektedirler ve cevapları şöyle özetlenmektedir.¹³⁶

Eksik rekabet koşullarının geçerli olması durumunda, piyasadaki faaliyetlerde bazı aksak ve rasyonel olmayan

¹³⁴ A.e., s.19.

¹³⁵ A.e., s.19-20.

¹³⁶ A.e., s.20.

davranışlara rastlanmaktadır. Piyasada riski seven ve riskten kaçınan tasarruf sahiplerinin davranışları farklı olacaktır. Riski seven kişiler değer artışını tercih ederken; riskten kaçınan kişiler yüksek temettü oranını tercih edeceklerdir. Fakat böyle bir ilişki temettü dağıtım politikasının şirket değerini etkilediğini göstermeye yeterli değildir. Her işletmenin temettü politikası konusunda izlediği yol; bunu kabul eden yatırımcıları kendisine çeker. Bu tasarruf sahiplerinin kişiliği değerini etkilemez.

3.2.4. Uygulanan Vergi Sisteminin Yatırımcıların Tercihlerini Etkilemesi

MM varsayımları ileri, sürerken vergileri dikkate almamışlardır. Oysa Yatırımcı elinde bulunduğu menkul kıymetten ödeyeceği gelir vergisi ile menkul kazanç vergisine dikkat eder.¹³⁷

Çünkü bu vergilerden birisinin diğerine göre yüksekliği yatırımcının temettü alma veya değer artışı sağlama tercihlerini etkileyecektir. Ayrıca , yatırımcının yüksek vergi dilimlerine girmesi durumunda değer artışı biçiminde elde edilen temettü biçiminde elde edilen gelire bir vergi avantajı sağlamaktadır. Bu açıdan yatırımcıların bu vergi avantajlarını değerlendireceği açıktır.

Özetlemeye çalışılırsa, alım-satım ve ihraç giderleri, bilgi iletişimindeki aksaklıklar, vergi olayının dikkate alınmaması modelin günümüz ekonomilerinde geçersizliğini meydana

¹³⁷ KARSLI, Muharrem; "Sermaye Piyasası Borsa Menkul Kıymetler", Kral Matbaası, İstanbul, 1989, s.368.

getirmektedir. Günümüzde temettü dağıtacağı açıklanan işletmelerin piyasa değerleri artmaktadır.

3.3. TEMETTÜ POLİTİKASININ GEÇERLİLİĞİ VE GORDON MODELİ

MM'in görüşlerine karşın temettünün hisse senedi üzerinde etkili olduğunu savunanlar da vardır. Daha önce ifade ettiğimiz gibi Gordon ve Lintner bunlardandır. Yatırım sahiplerinin temettüyü dikkate aldıklarını savunan yazarlar özellikle belirsizlik şartlarının bu dikkate alışıta önemli bir etken olduğunu belirtiyorlardır.

Örneğin Gordon yatırımcının temettü dağıtılması ve karın işletmede alı konması seçeneğini öne sürüyordu. Hele alı konan kar yakın gelecekte değil de uzun gelecekte temettü haline gelecekse yatırımcının bugünkü temettüyü tercih edeceğini savunuyordu. Gordon'a göre yatırım sahibi bugün alacağı temettüyü büyüme ve gelecekte daha fazla temettü alma ümidine karşın da tercih edecektir. Böylece yatırımcı önündeki belirsizliği gidermiş olacaktır.

M. Gordon'un "eldeki bir kuş daldaki iki kuştan yeğdir." Şeklinde nitelendirilen modele göre, ortaklar açısından , karların firma bünyesinde bırakılması, fiilen alınan temetüyü kıyasla daha risklidir. Ortaklar eldeki bir kuşu daldaki iki kuşa yeğleyerek, gelecekte elde edecekleri temettülerini, daha yüksek bir oranda iskonto edeceklerdir. Başka bir deyişle ortaklar, diğer şartlar aynı kalmak şartıyla , temettü ödeme oranı daha düşük olan firmaların

hisse senetlerini yüksek iskonto oranıyla , buna karşılık temettü oranı yüksek olan firmaların hisse senetlerini daha düşük iskonto oranı ile kapitalize edeceklerdir. Firmaların temettü politikası , (K) değerini (İskonto oranı veya Kapitalizasyon oranını) etkileyecektir.

Gordon'un bu görüşüne , yatırımcının her zaman elindeki hisse senetlerinin bir kısmını satarak arzuladığı parayı elde edebileceği öne sürülerek karşı çıkmıştır. Böylece yatırımcının kendi kendine arzuladığı temettüyü yaratabileceği öne sürülmüştür.

Gordon'un belirsizliği dikkate alan görüşü yanında temettü dağıtımını işletme hakkında olumlu bilgi yayılması şeklinde ele alan ve bu nedenle hisse senetlerinin değeri üzerinde olumlu etkisi olacağını ve bu nedenle hisse senetlerinin değeri üzerinde olumlu etkisi olacağını öne süren görüşü de vardır.¹³⁸

Bütün bu nedenlerden dolayı, bir şirketin piyasa değeri gelecek yıllarda dağıtılacağı beklenen temettülerin belirli bir oranda iskonto edilmeleri sonucunda bulunan net bugünkü değerlerin toplamı belirlenir.

Ana hatları ile belirtmeye çalıştığımız Gordon Modelinin dayandığı temel varsayımları aşağıdaki şekilde gruplandırmak mümkündür.¹³⁹

- Ek borçlanma ile ya da öz kaynaklarla finanslama söz konusu değildir. Dış finansman yoktur. Model finansman giderlerindeki artış ve yeni hisse senedi ihraçlarını dikkate almaz.

¹³⁸ GÖNENLİ, Atilla, a.g.e., s.396.

¹³⁹ KARŞIN, A.Gültekin: Sermaye Piyasası Analizler, Ankara, 1987,s.32-33.

- Şirketin yatırımlardan sağladığı getiri oranı (r) sabittir ve böylece sermayenin azalan marjinal etkinliği dikkate alınmamış olacaktır.
- Şirket için uygun iskonto oranı (k) sabittir. (Ortaklığın risk kategorisindeki değişimin (k) yı değiştirmesi ihtimali ihmal edilmektedir).
- Şirketin faaliyet süresi sonsuzdur.
- Vergiler ihmal edilmiştir.
- Büyüme hızı (g) sabittir.
- $k > g$ dir. (Eğer $g > k$ ise hisse senedinin değeri sonsuz olacaktır.)
- Ortaklığın temettü politikasından (Dağıtılan toplam temettünün net kara oranında) bir değişme olmayacağı varsayılmaktadır.

Gordon modeline göre pay senedinin değeri, pay senedine dağıtılması beklenen temettülerin bugünkü değerlerinin toplamına eşittir.¹⁴⁰

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

Burada

P_0 : Hisse senedinin cari piyasa değeri

dt : (t) dönemde elde edilmesi beklenen kar payı

k : Firmanın risk sınıfına uygulanan iskonto oranı veya yatırımcıların yatırımcılardan bekledikleri getiri oranı.

Bu formüle göre firmanın her yıl aynı miktarda temettü (D_t) dağıtacağı ve yatırımcıların bu kar payını hep aynı kapitalizasyon oranı (k) ile iskonto edecekleri varsayılmaktadır. Ancak, temettü dağıtım süresinin uzaması ile artan risk karşısında yatırımcıların

¹⁴⁰ BOLKA, Mehmet; **Sermaye Piyasası Menkul Kıymetler ve Portföy Analizi**, İstanbul, Beta Basım Yayın - Dağıtım , 1991, s.127.

daha yüksek kapitalizasyon oranı aramaları ve devamlı artan bir hızla büyüyen firmaların her yıl daha yüksek temettü dağıtımları beklenir.¹⁴¹

M. Gordon'a göre pay senetlerinin piyasa fiyatını veren formül şöyledir.¹⁴²

$$P_o = \frac{D_1}{(1+k)^1} + \frac{D_2}{(1+k)^2} + \frac{D_3}{(1+k)^3} + \dots + \frac{D_t}{(1+k)^t}$$

Bu formül şirketin gelecek yıllarda büyüyeceği ve her yıl artan bir şekilde temettü dağıtacağı düşüncesiyle büyüme hızı da dahil edildiğinde şöyle yazılabilir.

$$P_o = \frac{D_o}{k-g}$$

Bu formülde (g) büyüme hızı göstermektedir ve (k) nın daima (g) den büyük kabul edilmektedir.

Gordon modelinde, optimum temettü politikası şirketin yeni yatırımlarının karlılığı (r) ile ortakların piyasada alternatif yatırımlardan elde edebileceği karlılık oranından daha yüksek demektir. Bu durum yatırımcıların lehinedir. Hisse senedi sahipleri temettü almak yerine , karın daha büyük bir kısmının firmada alıkonulması ve yatırımlara ayrılmasını tercih eder. $r > k$ olan firmalar , genellikle büyüyen firmalardır. Bu durumda yıllık kardan dağıtılmayıp alıkonan kısım arttıkça , hisse senedinin değeri yükselir.¹⁴³

¹⁴¹ BAKIR, Pınar; a.g.e., s.24-25.

¹⁴² SARIKAMIŞ, Cevat; **Sermaye Pazarı, Alfa Basım Yayın Dağıtım** , İstanbul, Şubat, 1995, s.190.

¹⁴³ BOZKURT, Ünal; a.g.e., s.298.

$r < k$ ise; işletme yöneticileri yatırım alternatifini kabul etmeyecektir. Böyle bir durumda, ancak rekabeti ortadan kaldırmak amacıyla rakip firmaların piyasasından çekilmelerinin hedef tutulması halinde düşünülebilir. ¹⁴⁴ Bu tür şirketlerde akılcı olan politika temettü ödeme oranını yüksek tutmaktır.

$r = k$ ise işletme yöneticileri için yeni yatırım alternatiflerinin bulunmadığını ifade eder. Büyüme söz konusu değildir ve temettü politikasının hisse senedi fiyatı üzerinde etkisi yoktur.

$r = k$ durumunda pay senetlerinin değerini etkilememesinin nedenleri şöyledir. ¹⁴⁵

- Yüksek enflasyon hızının yarattığı belirsizlik hisse senedi sahiplerini gerçek temettü tercihine yöneltir.
- İşletmelerin genellikle sermaye yetersizlikleri içinde olmaları temettü dağıtımını olumsuz olarak etkilemekte. Bunun sonucunda da hisse senedi sahiplerinin işletmeye olan güvenleri sarsılmaktadır.
- Sermaye piyasası yeterince gelişmemiştir.
- Hisse senedi sahipleri zamanla işletmelerin belirli kişiler eline geçmesinden çekinmektedirler. Bunun için yüksek temettüyü büyümeye tercih etmektedirler.
- Küçük tasarruf sahipleri ve hisse senedi almak isteyenler işletme hakkında sağlıklı bilgi alamazlar. Bunun için temettü tek göstergedir.

¹⁴⁴ PINAR, Cengiz ; **Sermaye Maliyet ve Optimal Sermaye Bileşimi**, 1970, s.44.

¹⁴⁵ SEDEF, A.Cengiz; **Finansal Amaçların Önceliği ve Kar Dağıtımı**, Erciyes Üniversitesi, **Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi**, s.2., Kayseri 1988, s.298.

3.4. JAMES E. WALTER: YATIRIM VE TEMETTÜ İLİŞKİSİ

James, E. Walter tarafından ileri sürülen görüş temettü politikasının bir finansman kararı olarak ele alınmakta ve hissedarlara ödenecek temettü tutarının işletmece yapılabilecek yatırımlara paralel olarak artıp veya azalacağına işaret etmektedir.

Walter kurmuş olduğu modelde şu varsayımlardan hareket etmektedir.¹⁴⁶

- Dağıtılmayan karlar işletmenin yegane ek fon kaynağıdır.
- Ek yatırımların verim oranı (r) piyasa kapitalizasyon oranı (K_e) sabittir.
- Kazançlardaki artışlar hemen hissedarlara dağıtılmaktadır.

Bir işletme yatırım projelerinin tamamını mevcut karlardan finasladıktan sonra elde bir kar kalıyorsa o kalan kısmı hissedarlara dağıtacaktır. Buna literatürde "Artık Kar Dağıtım Politikası Teorisi" denilmektedir.¹⁴⁷

Bu yaklaşım içinde, önce karlı olan tüm yatırımların eldeki mevcut karlarla finanse edilmesi işletme değerini yükseltecektir. Yatırımların karlı olup olmadığını anlamak için yatırım karlılığı ile yatırımın finanse edileceği fonların maliyeti kıyaslanır. Bu kıyaslamada üç alternatif söz konusu olur.¹⁴⁸

¹⁴⁶ TURKO, Metin; a.g.e., s.8.

¹⁴⁷ SOLOMON, EZRA (Çev: Turgut Var); *The Theory of Financial Management*, New York and London, 1963, s.139-140.

¹⁴⁸ ERDOĞAN, Muammer; a.g.e.

- Yatırım Karlılığı, sermaye maliyetinden küçüktür ($r < k$).
- Yatırım Karlılığı, sermaye maliyetinden büyüktür ($r > k$).
- Yatırım Karlılığı, sermaye maliyetine eşittir ($r = k$).

Yatırım karlılığının sermaye maliyetinden büyük olması halinde mevcut yatırıma sevk edilir, gerekirse dış kaynaklara başvurulur. Yatırım karlılığının sermaye maliyetinden küçük olması halinde, tüm kar temettü olarak pay sahiplerine dağıtılır. Şayet yatırım karlılığı sermaye maliyeti eşit ise karların dağıtılması veya yatırımlara sevk edilmesi sonucu etkilemeyecektir.¹⁴⁹

Farklı temettü dağıtım oranlarına bağlı olarak hisse senedi değerini veren formül (Walter Formülü) şöyledir¹⁵⁰:

$$P = \frac{D + \frac{r(E-D)}{k}}{k}$$

Burada ; P= Hisse senedinin piyasa fiyatı

D= Birim Hisse senedine düşen temettü tutarı

K= Pay senedi çıkararak sağlanan sermayenin maliyeti

E= Birim hisse senedi başına düşen vergi ve faiz sonrası net kar.

Bu formül (r) ve (k) arasındaki ilişkiler tarafından belirlenen ve yukarıda ortaya konan üç alternatifle , piyasa değerinin maximum olması için temettü dağıtım kararlarının ne yönde olması gerektiğini ortaya koyar.

¹⁴⁹ BAKIR, Pınar; a.g.e., s.29-30.

¹⁵⁰ TOKUL, Tuncer; *İşletmelerde Finansal Yönetim*, Bursa, 1981, s.79.

Alternatif I ($r > k$)

Bu alternatifin söz konusu olması halinde , yatırımlar karlı olduğu için pay sahipleri, karların dağıtılmayıp yatırımlara sevk edilmesini ve yatırımların sağlayacağı karlarla birlikte gelecekte dağıtılmasını tercih ederler. Bu tercihleri ise pay senedi fiyatları üzerine akseder. Bu konuya bir örnek ve açıklık kazandıralım.

ÖRNEK:

$$r = \%40$$

$$K = \%20$$

$$E = 400$$

olması halinde kazancın tamamının yatırımlara sevk edilmesi , ($D=0$) ile (P) en yüksek değerini alır.

$$P_1 = \frac{D_1 + \frac{r}{K}(E - D)}{K} = \frac{0 + \frac{0,40}{0,20}(400-0)}{0,20} = 4000 \text{ TL}$$

Kazancının bir kısmının veya tamamının dağıtılması halinde ise (P) değeri 4000 TL'nin altına düşer.

Şayet

$D_2 = 200$ TL olursa

$$P_2 = \frac{D_2 + \frac{r}{K}(E - D_2)}{K} = \frac{200 + \frac{0,40}{0,20}(400-200)}{0,20} = 3000 \text{ TL}$$

olur. Şayet

$$P_3 = \frac{D_3 + \frac{r}{K}(E - D_3)}{K} = \frac{400 + \frac{0,40}{0,20}(400 - 400)}{0,20} = 2000 \text{ TL}$$

olur.

Görüldüğü gibi $r > k$ olması halinde karın tamamının yatırımlara sevk edilmesi ile pay senedi fiyatı maximum olur. Karın dağıtılan kısmı büyüdükçe piyasa değeri düşer.

Alternatif II : ($r < k$)

Sermaye maliyetinin, yatırım karlılığından büyük olması halinde, işletme kararlarının alı konulup yatırımları finanse etme yerine tamamını pay sahiplerine temettü olarak dağıtılması gerekir. Böylece pay senedinin piyasa değeri (P) maximum olur.

ÖRNEK:

$$K = \%20 \quad P_1 = \frac{400 + \frac{0,10}{0,20}(400 - 400)}{0,20} = 2000 \text{ TL}$$

$r = \%10$

$$E = 400 \text{ TL} \quad P_2 = \frac{200 + \frac{0,10}{0,20}(400 - 200)}{0,20} = 1500 \text{ TL}$$

$D_1 = E = 400 \text{ TL}$

$D_2 = 200 \text{ TL}$

$$D_3 = 0 \text{ TL} \quad P_3 = \frac{00 + \frac{0,10}{0,20}(400 - 400)}{0,20} = 2000 \text{ TL}$$

Görüldüğü gibi $r < k$ olması halinde karın tamamının temettü olarak dağıtılması gerekir. Böylece pay senedi değeri maximum olur. Alınan karın miktarı arttıkça piyasa değeri düşer.

Alternatif III. ($r=k$)

$$K=\%20 \quad P_1 = \frac{400 + \frac{0,10}{0,20}(400-400)}{0,20} = 2000 \text{ TL}$$

$r=\%10$

$$E=400 \text{ TL} \quad P_2 = \frac{200 + \frac{0,10}{0,20}(400-200)}{0,20} = 2000 \text{ TL}$$

$$D_1=E=400 \text{ TL} \quad 0,20$$

$$D_2=200 \text{ TL}$$

$$D_3=0 \text{ TL} \quad P_3 = \frac{0 + \frac{0,20}{0,20}(400-0)}{0,20} = 2000 \text{ TL}$$

Görüldüğü gibi temettü dağıtım miktarı ne olursa olsun piyasa değerinde bir değişme olmamaktadır.

Sonuç olarak , Walter formülüne göre temettü dağıtım kararları yatırım verim seviyelerine bağımlı olarak verilmelidir. Şayet firma karlı yatırım imkanları ile karşı karşıya ise, temettü dağıtmayarak eldeki mevcut fonlarının tamamını yatırımları finanse etmek için kullanılmalıdır. Öte yandan karlı yatırım imkanlarının olmaması halinde karın tamamı pay sahiplerine temettü olarak dağıtılmalıdır.¹⁵¹

¹⁵¹ BAKIR, Pınar; a.g.e., s.30-33.

DÖRDÜNCÜ BÖLÜM

4. TEMETTÜ DAĞITIM UYGULAMASI VE TÜRKİYE

4.1. Tasarruf Yatırım İlişkisi ve Dağıtılmayan Karların Yatırımlara Yöneltilmesi

Gelişmekte olan ülkelerin önemli problemlerinden birisi de belirledikleri kalkınma hızını sağlayacak yatırım hedeflerini gerçekleştirmektir. Yatırımlar ise tasarruflara bağlıdır.

Planlı dönemin başladığı 1960'lardan bu yana hedeflenen kalkınma hızına ulaşmak için özel ve kamu tasarruflarını artırıcı önlemler alınmaya çalışılmıştır.

Ancak kamunun tasarruf yaratamadığı sürekli olarak sağladığı kaynaklarla ekonomik istikrarı sağlamaya çalıştığı gözlenmektedir. Bunun sonucu olarak tasarruf yaratma olanağı sadece özel kesimde bulunmaktadır.

Özel kesimde tasarruflar:

- İşletme dışı tasarruflar.
- İşletme içi tasarruflar.

İşletme dışı tasarruflar işletmenin dışından kredi şeklinde temin edilmektedir. Bu temin işlemi mali kuruluşlar aracılığı ile olmaktadır. İşletme dışı tasarrufların belirlenmesinde işletmenin kontrolü çok azdır.

İşletme içi tasarruflar ise özsermaye , kardan ayrılmış yedekler ve amortisman fonlarından oluşmaktadır. Bu kaynakların belirlenmesi hukuki sınırlamalar dışında işletmenin kontrolü altındadır.

Makro düzeydeki kalkınma hedeflerini mikro seviyede oluşturma durumunda olan işletmelerin işletme dışı tasarrufları yanında işletme içi tasarruflarını da artırmaya çalışarak tasarruf - yatırım dengesinin kurulmasına yardımcı olmaları gerekmektedir. Ancak kalkınma sürecine girmiş olan ülkelerde iç tasarruflar yatırımlara yeterince kanalize edilememekte bunun sonucunda da karın dağıtılmayarak yatırımlara dönüştürülmesi hedeflenirken tasarruf sahiplerini memnun etmek için yüksek temettü dağıtımına gitmek işletme yöneticilerini zor durumda bırakmaktadır. Bunun sonucunda işletme yöneticileri iki alternatif arasında uygun bir seçim yapmak durumunda kalmaktadırlar.¹⁵²

Temettü politikasının makro seviyedeki önemi , düşük maliyetli olması, ortalama sermaye maliyetini düşürmesi, temettü olarak dağıtıldığında tüketime gidecek fonları dağıtmayıp yatırıma yöneltmesindendir. Bu yönleri kapsayan optimal bir temettü politikası yöneticileri ve ortakları tatmin ederken aynı zaman makro plan hedefleriyle uyumlu hedeflere ulaşılmasına yardımcı olmaktadır.¹⁵³

¹⁵² Bakır, P. ; a.g.e., s.75.

¹⁵³ A.e., s.77.

4.2. Türkiye'de Temettü Dağıtımının Önem Kazanmasının Nedenleri

Türkiye'de son yıllarda temettü dağıtımı önem kazanmıştır. Bunun başlıca nedenleri şunlardır:

- Alternatif yatırım araçlarında görülen duraklama sonucu hisse senetlerine olan ilginin artması.
- Türk işletmelerinin ekonomik durumu ve halka açılmalar.
- Yabancı yatırımcılara hisse senetlerinin alım satım yapabilme olanaklarının sağlanması.
- Spekülasyon hareketleri.
- Vergiler
- Sermaye Piyasasının Gelişmişliği
- Finansman Kaynaklarının Maliyeti

4.2.1. Alternatif Yatırım Araçlarında Görülen Duraklama Sonucu Hisse Senetlerine Olan İlginin Artması

Tasarruf sahipleri tasarruflarını en verimli ve en akılcı şekilde değerlendirmek istemektedir. Yakın bir zamana kadar özellikle evlerde saklanan getirisi olmayan nakit para ve bir kenarda tutulan altının getirisinin olmaması tasarruf sahiplerinin alternatif yatırım araçlarına olan ilgisini artırmıştır.

Ayrıca T.C. Merkez Bankasınca oluşturulan ve altının yurda getirilişini yasal bir çerçeveye bağlayan altın piyasası dolayısıyla iç piyasanın olumsuz etkileri azaltılmıştır.

Dövizde ise T.C. Merkez Bankasınca 1989 yılında oluşturulan döviz piyasası ile dövizin serbestçe alınıp satılması sağlanmıştır.

Bunların sonucunda altında ve dövizde fiyat istikrarının sağlanabilmiş olması tasarruf sahibini bu alanlardan uzaklaştırmıştır.

Gayrimenkul yatırımlarının getirilerinin az olması ve paraya çevrilmelerinin kolay olmaması bu alanda tasarruflarını değerlendiren tasarruf sahipleri için gayrimenkulü değerlendiren tasarruf sahipleri için gayrimenkulü tercih edilen yatırım aracı olmaktan çıkarmıştır.

Ülkemizde 1980 yılına kadar mevduat faizine tasarruf sahibini enflasyon koruyacak faiz verilmemiştir. 1980 sonrası ise faiz oranları zaman zaman tasarruf sahiplerini enflasyondan korumasına karşın istenilen geliri sağlamamıştır.

Ülkemizde 1980 yılına kadar mevduat faizine tasarruf sahibini enflasyon koruyacak faiz verilmemiştir. 1980 sonrası ise faiz oranları zaman zaman tasarruf sahiplerini enflasyondan korumasına karşın istenilen geliri sağlamamıştır.

Tablo (1) Mali Araçların Getiri Oranları

Döviz Kurları	03.07.1997	03.07.1997	Yıllık Değişim %
Dolar	149.300	268.200	79.64
Mark	85.200	147.600	73.12
Sterlin	252.500	444.000	75.84
İsv. Frangı	101.700	175.700	72.76
Hol. Florini	76.800	130.920	70.57
Altın Fiyatları			
Cumhuriyet	10.500.000	16.900.000	60.95
24 Ayar Külçe	1.560.000	2.545.000	62.52
22 Ayar Bilezik	1.550.000	2.530.000	63.53
Borsa Endeksleri			
İMKB	1951	4485	129

Enflasyon oranı 1997’de %99.1 olarak gerçekleşmiştir.

Kaynak: Ekonomist Haftalık Ekonomi Dergisi 29 Haziran-3 Temmuz 1988

İstanbul Menkul Kıymetler Borsası, DPT.

Tablo (1) den de görüleceği gibi yatırım araçlarının getiri oranları enflasyonun gerisinde kalmıştır. Aynı dönem içerisinde menkul kıymetlerin getiri oranı incelendiğinde enflasyonun üzerinde gerçekleşmiş olduğu görülmektedir.

4.2.2. Türkiye İşletmelerinin Ekonomik Durumu ve Halka Açılmalar

Türkiyede 1980 yılına kadar devletçe belirlenen faiz politikası sonucu faiz tavanları enflasyonun gerisinde kalmıştır. 1979 kredi faizi oranı %19.0 iken enflasyon oranı %63.5 1980 yılında ise kredi faiz oranı %21.0 iken enflasyon oranı %94,3 gerçekleşmiştir. 1979 yılında %27.2 1980 yılında %37.7 negatif faiz oranı gerçekleşmiştir. Bu durumda tasarruf sahipleri zarar görmüş, bankalar ve bankalardan kredi alanlar aşırı rantlar sağlamışlardır. Bu faiz politikası sonucu işletmeler kredi kullanarak finansal kaldıracın etkisiyle karlarını artırmışlar özsermayelerin güçlendirmeyi ikinci plana atmışlardır 1980 sonrası uygulanan kredi faiz oranlarının yüksek olması işletmelerin maliyetlerinde büyük yükselmeler yer almıştır. Bunun sonucunda işletme yöneticileri başkalarına olan borç oranlarını azaltmaya başlamışlar ve kaynak yapıları içinde özsermayenin önemi artmaya başlamıştır.¹⁵⁴

İşletmelerde özsermayenin öneminin artması ile menkul kıymet ihraçlarında büyük artışlar meydana gelmiştir, yabancı kaynakların maliyetlerinin pahalı olması nedeniyle ülkemizde hisse senetlerinin halka arz edilmesi kaynak sağlamada etkili olmaktadır.

Halka hisse senetlerini ihraç ederek halka açılan işletmelerimizde temettülerin önemi kabul edilmektedir. Tasarruf sahipleri yüksek temettü dağıtımı yapan istikrarlı bir temettü politikası izleyen işletmelerin hisse senetlerini tercih etmektedirler.

¹⁵⁴ ÜNAL, T; UZUNOĞLU, S; "Enflasyonist Ortamda Faiz Politikaları ve İşletmeler Üzerindeki Etkileri", ITO Yayını No: 1990-16, İstanbul 1990, s.55.

4.2.3. Yabancı Yatırımcılara Hisse Senetlerinin Alım Satım Yapabilme İmkanlarının Sağlanması

Bugün yabancı kişi ve kuruluşlar bankalar, komisyoncular kanalı ile menkul değer alım satımı yapabilmektedir. Yabancı sermayenin Türkiye'ye gelmesi 11 Ağustos 1989 tarihinde yayınlanan Türk Parasının Kıymetini Koruma Hakkında 32 sayılı karar ve buna dayanılarak çıkarılan tebliğler ile serbest bırakılmıştır.

Bu karardan sonra hisse senedi işlemlerinde artışlar olmuştur. Yabancı yatırımcılarda yüksek getiri sağlayan hisse senetlerini almayı tercih etmektedir.

4.2.4. Spekülasyon Hareketleri

Ellerinde bir işletmenin çok sayıda hisse senedi bulunan spekülâtörler işletmelerin genel kurullarına katılmakta ve diğer ortaklara karın dağıtılması , dağıtılmaması , temettü ödeme oranı v.b. konularda etki etmektedirler.

Yüksek bir spekülâtif talebin olmadığı dönemlerde hisse senedi fiyatları ait oldukları şirketin mali güçleri ve karlılık beklentileri ile yakında ilgili olmaktadır. Spekülâtif talep tırmanmaya başlayınca bu bağlantı zayıflamaktadır.

4.2.5. Vergiler

Modigliani - Miller (MM) vergileri dikkate almamışlar yani yok saymışlardır. Oysa vergisiz bir ülke düşünmek bugün için pek mümkün değildir. Nitekim menkul kıymetlerden elde edilen kar payı ve değer artış kazançları pek çok ülkede farklı oranda vergilendirilmektedir. Türkiye'de ise bu kazançlarla ilgili vergilerin pek önemli olmadığı belirtilebilir. Çünkü kar payı şeklinde gelirden vergi alınmıyor olması buna karşılık değer artış kazancından alınan verginin az olması kar dağıtım politikaları geliştirmeye ve yatırımcıları teşvik etmeye yönelik olduğu ifade edilmektedir. ⁽¹⁵⁴⁾ Bunun sonucu olarak dağıtılan ve dağıtılmayan karlar arasında vergi açısından bir fark kalmamıştır denebilir. ¹⁵⁵

4.2.6. Sermaye Piyasasının Gelişmişliği

Madigliani-Miller, görüşlerini tam rekabet koşullarının geçerli olduğu gelişmiş bir sermaye piyasasına dayanarak ileri sürmektedirler.

Her türlü bilgi akışının kolaylıkla ve ücretsiz olarak sağlandığı bu piyasada yatırımcılar rasyonel davranışlar içerisindeyler. ¹⁵⁶

Türkiye'de ise bu şekilde gelişmiş bir sermaye piyasasından söz etmek mümkün değildir. ¹⁵⁷

¹⁵⁴ TUNCER, Selahattin; Hisse Senedi Fiyatlarını Etkileyen Faktörler, **Para Ve Sermaye Piyasası Dergisi**, Y.9, s.102: (Ağustos 1987).

¹⁵⁵ AKGÜÇ, Öztin; "Türk Finansman....", s.6.

¹⁵⁶ TÜREN, Şerif; a.g.e., s.34.

¹⁵⁷ SEDEF; "Temettünün" s.28.

Türk finans piyasaları içinde para piyasasının daha büyük öneme sahip olması, işletmelerin ihtiyaç duydukları fonları genellikle bu piyasadan sağlamaları, aile şirketlerinin çok yaygın oluşu sermaye piyasasının hep geri planda kalmasına neden olmuştur denebilir.¹⁵⁸

Sermaye piyasasında yeterli düzeyde alıcı ve satıcının bulunmayışı, mükemmel ve doğru bilgi akışının olmayışı nedeniyle küçük miktardaki emirlerle dahi fiyatlar önemli ölçüde dalgalanmaktadır. Dolayısıyla fiyatlar belirli bir kaç şirketin menkul kıymetleri çevresinde gerçekçi değerlendirmelerden uzak olarak belirlenmektedir.

İMKB Türkiye'deki siyasi gelişmelerden en çok etkilenen kurumların başında gelmektedir. Yatırımcıların şirketlerden çok siyasi istikrara önem verdiklerinin en güzel örneğini 1990 yılından sonraki siyasi gelişmelerle borsa endeksi arasındaki ilişki vermektedir.

Sermaye piyasasındaki gelişmelerden yoksun olan ülkelerde temettü dağıtım politikaları ilgiyle karşılanmakta ve hisse senedi fiyatlarını çok fazla etkilemektedir.

4.2.7. Finansman Kaynaklarının Maliyeti

MM temettü dağıtımını sonucu ortaya çıkacak olan finansman ihtiyacının yeni hisse senedi çıkartılarak karşılanacağını ileri sürmüşlerdir. Eğer bu mümkün olmazsa borçlanma yoluna

¹⁵⁸ ERTUNA, Özcan; *Finansal Kurumlar- Teori*, 1986, s.10.

gidileceğini belirtmişlerdir. Bu yazarlara göre borçlanma ile yeni hisse senedi çıkarma arasında maliyet açısından bir fark yoktur. Bu düşüncenin Türkiye açısından tamamen geçersiz olduğu hemen belirtilebilir. Finansal piyasaların gelişmemiş olması ise bu kaynaklar arasındaki maliyet farkını daha da artıracaktır.

Türkiye'de ekonomik istikrarsızlık , çeşitli dönemlerde uygulanan finansal piyasalarla ilgili kararlar bazı finansman kaynaklarını daha ucuz duruma getirmiştir. Enflasyonu çok yüksek olduğu ve sabit faiz politikasının uygulandığı 1980 öncesi dönemde şirketler bir takım faizlerle borç almışlardır.¹⁵⁹ Nitekim bu şartlarda zatan , yetersiz olan öz sermayeyi kullanarak yeni yatırımlara girişmek rasyonel olmazdı.

1980 sonrasında kesintilerle de olsa uygulanan serbest faiz ve dövizde uygulamaya geçilen günlük kur politikası işletmeleri borçlanmanın maliyetini iyi hesaplamaya hepsinden önemlisi yetersiz olan öz sermayelerini güçlendirme yöneltmiştir. Buradan da Türkiye'de ek finansman gereksinimlerinin özsermayeye, dağıtılmayan karlar veya borçlanmayla karşılanması açısından işletmelerin önemli tercih sorunları olacağı belirtilebilir.

¹⁵⁹ Tansu ÇİLLER - Murat CİZAKÇA; **Türk Finans Kesiminde Sorular ve Reform Önerileri**, İstanbul Sanayi Odası Araştırma Dairesi Ya.No. 1987/7, Yenilik Basımevi, İstanbul, 1989, s.16.

BEŞİNCİ BÖLÜM

5. OYSA - NİĞDE ÇİMENTO SANAYİİ VE TİCARET ANONİM ŞİRKETİNİN 1997 YILINA AİT TEMETTÜ DAĞITIM POLİTİKASI İLE İLGİLİ BİR UYGULAMA

Büyüme süreci içine girmiş bugünün Türkiye'sinde en önemli sorun büyümeyi devam ettirecek yeni yatırımlara gidilmesi ve bu yatırımlar için yeni kaynaklar yaratılmasıdır. Tasarruf-Yatırım ilişkisi içerisinde , tasarruflar ülke ekonomisine çekilmek istenirken , tasarruf sahipleri için cazip olacak yatırım araçlarına ihtiyaç vardır. Tasarruflar böyle bir araç sayesinde daha çabuk ve direk olarak ekonomiye aktarılabilirler. Bu tür yatırım araçlarının bir bölümü şirketlere öz kaynak sağlarken tasarruf sahip için de cazip hale gelebilirler. Hisse senetleri Sermaye Piyasası içinde bu görevi yerine getiren en uygun yatırım araçlarıdır.

Hisse senetleri pay sahiplerine üç yoldan kazanç sağlarlar. Bunlardan birincisi; şirketin yıldan yıla ortaya koyduğu gelişme sonucu hisse senetlerinin değer kazanması, ikinci sermaye artırımını yolu ile bedelsiz ya da bedelli yeni hisse senetlerinin ortaklara verilmesi, üçüncüsü ise her yıl dağıtılan temettü paylarıdır.

Temettü paylarının tüketim eğilimi düşürücü , tasarruf eğilimini yükseltici bir etmen olarak kullanılması ve küçük tasarruf sahiplerini sermaye piyasasına çekilmesi yoluyla kullanılması gerekmektedir.

Çalışmamızda OYSA-Niğde Çimento Sanayii ve Ticaret Anonim Şirketini seçmemizin nedeni bölgenin sanayii yatırımları bakımından her geçen gün gelişmesi ve aynı zamanda hisse senetlerinin İMKB'de alınıp satılmasıdır.

5.1. Araştırmanın Metodolojisi

Araştırmamız 01.01.1995 - 31.12.1997 yılları arasındaki dönemi kapsamaktadır. OYSA-Niğde Çimento Sanayii ve Ticaret Anonim Şirketinin bilanço ve gelir tablosunda yer alan kalemler arasındaki ilişkiler ele alınmakta finansal analizde rasyolardan geniş ölçüde yararlanılmıştır. Ayrıca şirketin temettü oranlarından yararlanılarak bu oranların şirket değeri üzerindeki etkileri incelenmiştir.

5.2. Araştırmanın Sınırlamaları

Herşeyden önce analizimizde sadece bir tek şirketin (OYSA - Niğde Çimento Sanayii ve Ticaret Anonim Şirketi) ele alınmış olması temettü politikasının firma değeri üzerinde etkili olup olmadığı yönünde , genel bir görüş ortaya koyması açısından sınırlıdır.

Bu sınırlayıcı durumu ortadan kaldırmak için İMKB'de kayıtlı 30 şirketide çalışmamıza ek olarak dahil etmiş bulunuyoruz.

5.3. OYSA-Niğde Çimento Sanayii ve Ticaret Anonim Şirketinin Sermaye, Hisse Senetleri ve Ortaklar Hakkında Genel Bilgiler

Niğde Çimento Anonim Şirketi 13.06.1957 yılında kamu iştiraki olarak kurulmuştur. Kırüstü Mevkii-Niğde de yer alan şirket, özelleştirme kapsamında iken 23.03.1992 tarihinde Sabancı ve OYAK Grubuna satılarak özelleştirilmiştir.

Şirket Çimento sektöründe faaliyet gösteren ve sermayesi halka arz edilmiş bir Anonim Şirkettir.

Şirket 3794 sayılı kanunla değişik 2499 sayılı kanun hükümlerine göre kayıtlı sermaye sistemini kabul etmiş ve Sermaye Piyasası Kurulu'nun 23.07.1992 tarih ve 378 sayılı izniyle bu sisteme geçmiştir.

1997 faaliyet dönemindeki Yönetim ve Denetim Kurulu Üyeleri şunlardır:

Yönetim Kurulu			
Hacı SABANCI	Başkan	19.03.1997	07.01.1998 İstifa
Ayduk ÇELENK	Başkan / Üye	19.03.1997	Devam Ediyor
Hasan IŞIK	Başkan Vekili	19.03.1997	
İsmail ERKOVAN	Üye	19.03.1997	Devam Ediyor
Yılmaz KÜLCÜ	Üye	19.03.1997	Devam Ediyor
Faruk SUNAR	Üye	19.03.1997	Devam Ediyor
Necmi ÖZÇELİK	Üye	19.03.1997	Devam Ediyor
Fügen FINDIKOĞLU	Üye	07.01.1997	Devam Ediyor

Denetim Kurulu

R. Süha DEDE	Üye	19.03.1997	30.09.1997 İstifa
S. Tamer KAYGAN	Üye	19.03.1997	01.07.1997 İstifa
H. Deniz ÇEKİN	Üye	01.07.1997	Devam Ediyor
Çetin ÖKTEN	Üye	01.10.1997	Devam Ediyor

Şirketin kayıtlı sermaye tavanı 1.000.000.000.000 TL olup, her biri 500 TL nominal değerde 2.000.000 hisseye bölünmüştür. Dönem içinde çıkarılmış sermaye 3.000.000.000 TL olağanüstü yedek akçelerden, 276.461.137.500 TL . Yeniden Değerleme hükümleri gereğince oluşan değer artış fonunun sermayeye eklenmesi ile bedelsiz hisse senedi çıkarılarak 449.538.862.500 TL'dan 700.000.000.000 TL'ye artırılmıştır.

Çıkarılmış sermaye artışı dolayısıyla hamiline yazılı 8. Tertip hisse senetleri basılarak şirket ortaklarına dağıtılmıştır.

700.000.000.000 TL çıkarılmış sermayenin müfredatı aşağıdaki gibidir.

Tertibi	Grubu	Hisse Adedi	Nama veya Hamiline olduğu	Tutarı TL.
2-3-5-6-7-8	A	207.941.251	Hamiline	103.973.625.500
4	A	2.052.750	Nama	1.026.375.000
2-3-5-6-7-8	B	194.084.100	Hamiline	97.042.050.000
4	B	1.915.900	Nama	957.950.000
2-3-5-6-7-8	C	194.084.099	Hamiline	97.042.049.500
4	C	1.915.900	Nama	957.950.000
2-3-5-6-7-8	D	192.697.777	Hamiline	96.343.888.500
4	D	1.902.215	Nama	951.107.500
2-3-5-6-7-8	E	206.560.944	Hamiline	103.280.472.000
4	E	2.039.065	Nama	1.019.532.500
2-3-5-6-7-8	F	194.084.100	Hamiline	97.042.050.000
4	F	1.915.900	Nama	957.950.000
2-3-5-6-7-8	G	196.856.729	Hamiline	98.428.364.500
4	G	1.949.270	Nama	971.635.000
TOPLAM		1.400.000.000		700.000.000.000

Tablo (I). Sermayenin %10'undan fazlasına sahip şirket ortakları

ORTAKLAR	PAY TUTARI	ORANLAR (%)
ÇİMSA A.Ş.	289.990.276.000	41.43
ADANA ÇİMENTO SANAYİİ T.A.Ş.	134.294.997.000	19.19
ORDU YARDIMLAŞMA KURUMU	70.035.008.500	10.01

Şirketin en büyük ortağı tablo (I) den de anlaşıldığı gibi ÇİMSA A.Ş. %41.43'le ilk sırada yer alırken %19.19 'la Adana Çimento Sanayi T.A.Ş. ikinci ve %10.01 ile OYAK üçüncü sırada yer almaktadır. Sermayenin %29.37'sine ise diğer ortaklar sahip olmaktadır. Bu ortakların herbirinin pay oranı %10'nun altındadır.

5.4. OYSA - Niğde Çimento Sanayii ve Ticaret Anonim Şirketinin Yatırım - Üretim ve Satışları ile İlgili Genel Bilgiler

Tablo (2). Ülkemizde 1997 Yılında klinker üretimi, çimento satışı ve bunun 1996 yılı ile mukayesi aşağıdaki gibi gelişmiştir.

(000 Ton)	1997	1996	Artış %
Klinker Üretimi	28.706	27.852	3.1
Çimento Üretimi	36.035	35.233	2.3
Yurtiçi Tüketim	32.598	32.083	1.6
Çimento İhracı	3.547	3.095	1.6
Klinker İhracı	1.163	6.3	92.9
Çimento İthalatı	-	-	-
Klinker İthalatı	238	60	296.7

Kaynak: OYSA Niğde Çimento Sanayii ve Ticaret Anonim Şirketi 1997 Faaliyet Raporu.

Tablo (2) de de görüldüğü gibi 1997 yılında Türkiye Çimento iç tüketiminde %1.6 oranında yaklaşık 515 bin ton artış meydana gelmiştir. Türkiye çapında meydana gelen bu artışı karşılayabilmek için Niğde Çimentoda çeşitli yatırımlara girişmiştir.

1997 yılı içinde Teşvik Belgeli çimento öğütme kapasitesi artırımı ön öğütme yatırımı tamamlanmış ve aktifleştirilmiştir. Dönem içinde Ereğli (Konya) ilçesinde Hazır Beton Tesisi için Teşvik belgesi alınmıştır.

1997 yılında

- Ön öğütme sistemi için	195.655.746.833 TL
- Ereğli Hazır Beton Tesisi için	52.953.826.412 TL
olmak üzere toplam	248.609.673.245 TL

Teşvikli yatırım yapılmıştır.

1997 yılında İdame Yenileme Yatırımları için ayrıca 51.800.745.997 TL harcama yapılmıştır.

Şirketin özelleştirilmeden sonra yapılan yatırım harcamalarının TL değerleri ile ortalama kurdan hesaplanan USD değerleri EK (1) de sunulmuştur.

OYSA - Niğde Çimento Sanayii ve Ticaret Anonim Şirketinin bu yatırımlarının sonucu olarak üretim gelişmelerini ise şöyle gösterebiliriz.

Tablo (3) Şirket 1997 yılı klinker, çimento ve hazır beton üretimi, bunun 1996 yılı ile karşılaştırılması aşağıdaki gibidir.

Üretim (000 Ton)	1997	1996	Artış (%)
Klinker	407.000	394.195	3.2
Çimento	477.603	465.750	2.5
Hazır Beton (m ³)	143.345	152.934	-6.3

Kaynak: OYSA Niğde-Çimento A.Ş. 1997 Yıllık Faaliyet Raporu

Şirketin 1997 yılı çimento , klinker ve hazır beton satışları ile bu değerlerin 1996 yılı karşılaştırılması Tablo (4) de sunulmuştur.

Tablo (4)

Satışlar (000 Ton)	1997	1996	Artış %
Çimento	457.549	464.092	2.5
Klinker	74.480	76.580	-2.7
Hazır Beton (m ³)	143.345	152.934	-6.3

Şirketin Çimento Satışında , İç Anadolu bölgesindeki satış payı %8.4 , Türkiye genelinde ise %1.46 dır.

5.5. Oysa - Niğde Çimento A.Ş.'nin Bazı Finansal Oranlarının Yorumlanması

Sermaye piyasasında hisse senedi satın alarak yatırım yapacak bir yatırımcı, yapacağı yatırımın taşıdığı risk ve bu yatırımdan sağlayacağı gelir hakkında doğru bilgilere sahip olmak ister. Bu doğru bilgileri yatırımcıya verebilecek göstergeler finansal oranlardır. Ancak bu oranların gerçekleri en iyi şekilde yansıtabildiklerini söyleyebilmek için bilanço kalemlerinin çok iyi analiz edilmiş olmaları gerekir.

Çalışmada şirketin finansal oranlarını yorumlayıp, temettü politikasının nasıl olması gerektiğini irdelemeye çalışacağız

Konuyla ilgili finansal oranların rakamları toplu olarak EK (2) de gösterilmiştir.

OYSA Niğde Çimento A.Ş. nin kayıtlı sermayesi bir trilyon olup ödenmiş sermayesi 700 milyardır. Ödenmiş sermayenin en önemli özelliklerinden biri temettü dağıtımında esas alınmasıdır. Şirketler temettü ederken, temettü ödeme hesaplarını ve ödemelerini

ödenmiş sermaye üzerinden yaparlar. OYSA Niğde Çimento A.Ş. 1997 yılında %85.235 temettü dağıtmaya karar vermiştir. Niğde çimentonun ödenmiş sermayesi 700 milyar TL. olduğuna göre ödeyeceği toplam temettü miktarı, 700 milyar TL'nin %85,235'i olan 596.645.000.000 TL.dir.

Cari oran firmanın kısa sürede borç ödeme gücü hakkında bilgi vermektedir. İşletmenin kısa vadeli borç ödeme gücünü gösteren cari oran değişik iş kollarına, ekonomik koşullara göre farklı olabilmekte ise de, genel kural olarak oranın yıllar içinde büyümesi firmanın cari borç ödeme gücünün yükseldiğini gösterir. OYSA-Niğde Çimento A.Ş.'nin cari oranı 1995'te 3.95 iken 1996'da 3.08'e ve 1997'de de 2.90'a düşmüştür. Her ne kadar bir düşme eğilimi gözüküyorsa da bu oran genel kural olan 2:1 oranının üzerindedir. Bu rakamlar şirketin nakit durumu ve likiditesinin iyi olduğunu göstermektedir. Şirket kolaylıkla temettü dağıtabilir. Likiditesi kötü olan bir şirket yıl sonu karı ne kadar yüksek olursa olsun temettü dağıtımında zorluk çekebilir.

	1995	1996	1997
Borçlar/Özsermaye	0.52	0.43	0.54
Kısa Süreli Borçların Öz Kaynaklar Toplamına Oranı	0.13	0.15	0.22
Uzun Süreli Borçların Kaynaklar Toplamına Oranı	0.20	0.13	0.13

Yukarıda borçlanma oranları görülmektedir. Firmanın aktif yatırımlarının finansmanında kullandığı borcun özsermayeye göre ne boyutta olduğunu gösteren bu oranın yüksek olması ortaklığın özsermayeden çok borçla çalıştığını gösterir. Yüksek borçluluk firmanın borç ödeme gücünü olumsuz yönde etkiler. Söz konusu

oranların düşük olması OYSA-Niğde Çimento A.Ş.'nin borç baskısı altında olmadığını göstermektedir.

Söz konusu borçlanma oranları işletmenin temettü dağıtım kararlarını etkilemektedir. Özellikle uzun vadeli borç sözleşmeleri işletmenin nakit temettü dağıtımını kısıtlayıcı bir etki yapmaktadır. Eğer işletme faaliyeti sonucu elde ettiği karı temettü dağıtmada kullanmaya tercih ederse ilerki dönemlerde borçlarını yenilemek zorunda kalabilir. Sürekli dış borç kullanmak ise uzun vadede firmayı zor durumda sokabilir. OYSA-Niğde Çimento A.Ş.'nin ağır bir borç yükü altında olmadığından özellikle nakit temettü dağıtımında herhangi bir sorun yaşanmayacaktır.

Ödenmiş sermayenin / özsermaye ye oranı özellikle sermaye şirketlerinde özsermaye yapısını gösterdiği gibi, kar dağıtım veya otofinansman politikasını konusunda da bilgi sağlar. OYSA-Niğde Çimento A.Ş.'nin 1995 yılında ödenmiş sermaye / özsermaye oranı %19'dur. Bu oranın düşük olması şirketin otofinansmana ağırlık verdiğini, elde ettiği karların önemli bir bölümü dağıtmayarak özsermaye artışı yoluna gittiğini göstermektedir. Söz konusu oran 1996 yılında %44 ve 1997 yılında %70'e yükselmiştir. Bu durum şirketin özsermayesinin esas itibariyle ödenmiş sermaye artışı yoluyla sağlandığını, şirket karlarının büyük bir bölümünün dağıtılmadığını göstermektedir. Şirket 1996 yılında %85 oranında 1997 yılında %85,235 oranında temettü dağıtmış olması yukarıda ifade ettiğimiz durumu teyid etmektedir.

Yeniden Değerleme Fonunun Ödenmiş Sermayeye Oranı bir şirketin yeniden değerlendirme fonundan bedelsiz hisse dağıtma gücünü gösterir. Söz konusu oranda 1995 yılında %70 iken 1996 yılında

%55'e 1997 yılında da %49'a düşmüştür. Bu düşme OYSA - Niğde Çimento AŞ'nin bedelsiz hisse dağıtma gücünün giderek azaldığı göstermektedir.

Toplam Borçların Net Aktif Toplamına Oranı (Kaldıraç Oranı) aktiflerin % kaçının yabancı kaynaklarla finanse edildiğini gösterir bir işletmenin yaşaması ve gelişmesi aktif yatırımlarına ve bunların kar sağlama gücüne bağlıdır. Bu nedenle aktiflerin mümkün olduğunca ortaklardan temin edilen fonlarla finanse edilmesi gerekir. OYSA Niğde Çimento A.Ş.'nin Kaldıraç Oranı tehlike işareti sayılan %50'nin aşağısında seyretmektedir. Şirketin bu oranının %30 larda seyretmesi finansal yapısının güçlü olduğunu göstermektedir.

	<u>1995</u>	<u>1996</u>	<u>1997</u>
Faaliyet Karı / Net Satışlar	0,21	0,22	0,24
Faaliyet Karı / Sermaye	0,48	0,42	0,57

Faaliyet Karı / Net Satışlar oranı, bir şirketin ana sözleşmesinde belirlediği esas faaliyetinin ne ölçüde karlı olduğunu göstermektedir. OYSA Niğde Çimento A.Ş.nin Çimento satışlarından elde ettiği karlar, esas faaliyetinden sağladığı karlardır. Bu oranın yüksek olması istikrarlı bir karlılık ve dolayısıyla istikrarlı bir temettü şarttır. OYSA Niğde Çimento A.Ş.nin Sermaye, satış hacmine bakışla azdır. Bunun yanında faaliyet karı net satışlar oranının düşük olmasına rağmen, sermaye üzerinden sağlanan karlılık oranı yüksektir.

Satılan Malın Maliyeti / Net Satışlar Oranı, net satışlarla satılan malın maliyeti arasındaki ilişkiyi göstermektedir. OYSA - Niğde Çimento A.Ş. de söz konusu oran 1996 da %60 iken 1997

%55'e düşmüştür. Bu düşüş şirketin olumlu yönde gelişme gösterdiğini göstermektedir.

Yedek Akçeler / Özsermaye ye oranı, özsermaye içerisindeki yedek akçelerin payını belirlemede kullanılır. Bu pay 1995 yılında 0.04 iken 1996 da 0.02 ye düşmüş 1997 yılında ise 0.03 'e yükselmiştir. Bu oranın düşük olması özsermayeyi meydana getiren bilanço kalemleri arasında yedek akçelerin miktarı ve rolünün fazla olmadığını göstermektedir. Başka bir ifadeyle özsermaye bünyesine büyük bir çoğunlukla ödenmiş serameyeyi meydana getirmektedir. Niğde Çimento da kayıtlı sermaye içinde ödenmiş sermaye oranı %70'dir.

Hisse Başına Temettü (HBT), bir hisseye isabet eden temettü miktarını göstermektedir. Hisse Başına Dağıtılabilir Kar (HBDK) ise bilanço karından Kurumlar Vergisi ve %5 birinci kanuni Yedek Akçenin çıkarılmasından sonra elde edilen karın hisse senedi sayısına bölünmesiyle bulunur. HBT/HBDK oranı çok önemlidir. Yıllık Ödeme Oranı adıyla da anılan bu oran, hisse başına dağıtılabilir karın yüzde kaçının ortaklara dağıtıldığını göstermektedir. Bu oran şirketin temettü dağıtım politikası konusunda bir fikir edinmemimizi sağlar. Oysa - Niğde Çimento A.Ş.'nin HBT / HBDK oranları yıllar itibariyle şöyle gerçekleşmiştir. 1995 yılında hisse başına dağıtılabilir karın %98 ini ortaklarına temettü olarak dağıtmıştır. Bu durum 1996 %98 ve 1997 yılında %99 olarak gerçekleşmiştir. Şirket dağıtılabilir karın hemen hepsini temettü olarak dağıttığını görmekteyiz. Bu da şirketin istrarlı bir temettü dağıtım politikası izlediğini göstermektedir.

Fiyat Kazanç Oranı (FKO), hisse senedinin piyasa fiyatının gerçekçi olup olmadığını, pahalı veya ucuz olduğunu belirleyen orandır. Bu oran hisse senedinin piyasa fiyatının hisse başına kar rakamına bölünmesiyle bulunur. Şirketin fiyat kazanç oranlarının düşük seviyelerde seyretmesi şirket hisselerinin cazip fiyatlara sahip olduklarına işaret etmektedir.

Tablo (5) Dönem Karının Dağıtımı

	1997	1996
DÖNEM KARININ DAĞITIMI		
DÖNEM KARI	963.875	494.716
ÖDENECEK VERGİLER	313.008	82.917
- KURUMLAR VERGİSİ	205.307	24.919
- GELİR VERGİSİ	85.829	51.526
- FON PAYLARI	29.113	7.617
- VERGİ KARŞILIKLARI (-)	7.238	876
I. Tertip Yasal Yedek Akçe	48.193	24.735
Net Dağıtılabilir Dönem Karı	602.673	387.063
- Ortaklara Temettü	596.645	382.108
II. Tertip Yasal Yedek Akçe	6.026	3.870
Olağanüstü Yedekler	1.548	1.084
Hisse Başına Temettü	426.17 TL/ % 85.235	425 TL / % 85
(Bir Hisse 500 TL'dir)		

Kaynak: OYSA-Niğde Çimento A.Ş. 1997 Yıllık Faaliyet Raporu

1996 yılı faaliyeti sonucunda elde edilen dönem karından ödenecek vergi, diğer yasal yükümlülükler ve kanuni yedek akçelerin düşülmesinden sonra kalan dönem karından 382.108.037.125 TL'nin ortaklara temettü olarak dağıtıldığı Tablo (5) den anlaşılmaktadır.

1997 yılında ise yine dönem karından vergi ve diğer yasal yükümlülükler ve kanuni yedek akçeler düşülmesinden sonra kalan dönem karından 596.645.000.000 TL'nin ortaklara temettü olarak dağıttığını görmekteyiz.

Tablo (5) de görüldüğü gibi OYSA-Niğde Çimento AŞ'nin 1996 yılında %85 ve 1997 yılında %85.235 olmak üzere istikrarlı bir temettü dağıtma yoluna gittiği görülmektedir. Böylece şirketin hisselerinin cazip hale gelmesi sağlanmaktadır. Temettü oranının cazip hale gelmesi olası yatırımcıların şirket hisselerini talep etmesini doğuracak, böylece hisse senetlerinin fiyatlarının yükselmesi ve şirketin piyasa değerinin artması sağlanmış olacaktır.

5.6. İmkb Kayıtlı Şirketler Üzerinde Bir Değerlendirme

Sermaye piyasasının gelişmemişliği, enflasyon oranının yüksekliği, vergiler, şirketleşme yapısı ve finansman kaynaklarının maliyetinin farklı oluşu gibi nedenlerden dolayı Türkiye'de şirketler tarafından uygulanan temettü dağıtım politikalarının firma değerini etkilediği belirtilmiştir. Bu varsayımlara dayanarak çeşitli temettü dağıtım politikalarının şirket değerini ne yönde etkilediği ise İMKB'na kayıtlı şirketler üzerinde çeşitli değerlendirmeler yapılarak açıklanacaktır.

İstikrarlı Gelişme Gösteren Temettü Dağıtım Politikasının Etkisi

Anonim şirket tarafından uygulanmak istenen ve mümkün olduğunca da uygulanmaya çalışılan temettü dağıtım politikası budur. Anonim şirketin büyümesine paralel olarak temettü payları da artırılmaya çalışılmaktadır. Buna karşılık karlardaki çok yüksek artışları aynı oranda temettü dağıtım politikasına yansıtılmaz.

Yöneticiler eğer temettü payları uzun süre bu yeni düzeyinde tutabileceklerine inanıyorlarsa artırmak isterler.

Bu kısa açıklayıcı bilgilerden sonra İMKB'na kayıtlı 30 şirket üzerinde yaptığımız inceleme aşağıda açıklanmıştır.

İMKB'na kayıtlı 30 şirket üzerinde yapılan incelemeye göre; 1996 ve 1997 yılları boyunca net kardaki artışa paralel olarak, dağıtılan temettü oranını artıran veya en azından eski düzeyini koruyan şirket sayısı 17 dir. Diğer bir ifadeyle bu şirketlerin %56'sı ne karlarındaki gelişmeye paralel olarak 1996 ve 1997 yıllarında dağıtılan temettü oranlarını artırmışlar veya eski seviyelerini korumuşlardır (EK-3). Temettü dağıtılan bu şirketlerin piyasa değerlerinin de yükseldiği görülmektedir (EK-4).

Her yıl sabit tutarda temettü dağıtımı , sabit gelir getiren bir menkul kıymete dönüştürmektedir. Bu temettü dağıtım politikasının hisse senetlerinin piyasa fiyatlarının artması konusunda kısıtlayıcı bir etkisi olmakta, bu tür temettü dağıtan şirketlerin hisse senetlerinin piyasa fiyatı yükselmektedir. Geleceğin belirsizliğini azaltması açısından tercih edilebilirliği olmakla beraber yüksek enflasyonun bulunduğu ekonomilerde sabit tutarda temettü dağıtımının ortaklar ve olası yatırımcılar açısından tatmin yaratmayacağı açıktır.

1996 ve 1997 yıllarında İMKB'ye kayıtlı 30 şirketten Bolu Çimento 1996'da %41.65 , 1997'de %45.88 Çelik Halat 1996'da %48.50 , 1997'de %45.00 Çimsa 1996'da %39.00, 1997'de %38.00 Ege Gübre 1996'da %28, 1997'de %30.00 temettü dağıtmışlardır. Bu dağıtılan temettüler her ne kadar tam olarak sabit oranlarda olmasa da oranların birbirlerine yaklaşık olması sabit olarak kabul edebiliriz.

Yaklaşık sabit tutarda temettü dağıtan şirket sayısının 4 olduğunu bunun ise genel toplam içerisinde %13'e isabet ettiği görülmektedir. Bu oranın 30 şirket içindeki payının düşük olması sabit tutarda temettü dağıtımının tatmin edici olmadığını göstermektedir.

Bazı şirketlerin ise karlarının olmasına rağmen temettü dağıtmadığı görülmektedir. Buna örnek olarak Eczacıbaşı Yatırımı gösterebiliriz. Ereğli Demir Çelik 1996 yılında temettü dağıtmış olmasına rağmen 1997 yılında temettü dağıtmamışlardır. T. Garanti Bankası ve Gentaş nakit temettü dağıtmayarak ortaklarına bedelsiz hisse senetleri vermişlerdir ve sermaye artışına gitmişlerdir.

Temettü dağıtmayan Eczacıbaşı Yatırımın 1996'da piyasa değeri 26.496.720 iken 1997'de 9.000.000'a düşmüştür. (Tablo EK-4)

SONUÇ

Gelişen ekonomik koşulların değiştirdiği ve yeni bir biçim verdiği finansman anlayışı içinde firmaların nihai amaçları , kar maximizasyonu yerine firma değerinin maximum kılınması şeklinde belirlenmektedir. Firma değerinin bilinmesinde etken kararlar üç bölümde toplanmaktadır.

- Yatırım kararları,
- Sermaye yapısı kararları,
- Temettü kararları,

Bu arar topluluklarından ilk ikisi sabit tutularak temettü kararlarının firma değerini belirleme şekli ve yönü bu tezin konusudur.

Yeni finansman yönetimi içinde fon bulmanın öneminin yerine kaynak kullanımının önemini artması , temettü kararlarının önemini artırmakta ve işletmenin önemli fon kaynaklarından biri olan dönem karının optimal düzeyde kullanılmasını gerekli kılmaktadır.

Temettü dağıtım politikasının işletme değeri etkisi konusundaki modeller iki grupta toplanmaktadır. Modigliani-Miller modelinde karın dağıtılması veya işletme de bırakılmasının yatırımcılar için önemi yoktur.

Modigliani-Miller modelinde temettü dağıtımı azalan işletmelerin hisse senetlerinin fiyatlarının düşüşü, buna karşın yüksek oranda temettü dağıtan işletmelerin hisse senetlerinin fiyatlarının yükselişi birikim sahiplerinin temettü payı almak istediklerini göstermemektedir. İşletmenin temettü dağıtımındaki değişiklik gelecekte işletmenin sağlayacağı gelirlerde bir yükselme olacağını gösterdiği için hisse senetlerinin piyasa fiyatı bundan etkilenmektedir. Temettü dağıtımının işletmenin piyasa değerini etkilediğini savunan ikinci model ise hisse senetleri sahiplerinin

geleceğin belirsizliğini dikkate alarak ve değer artışı şeklinde elde ettikleri gelirler arasında kayıtsız kalamayacaklarını belirtmektedir.

İşletmeler yapılarına göre; gelişmekte olan işletmeler , yeni kurulan işletmeler olarak üçlü bir ayrıma tabi tutulmaktadır. Gelişmiş ve kendini kabul ettirmiş işletmeler düzenli bir temettü dağıtım oranı belirleyip temettü dağıtımında bu oranı hedef alırken gelişmekte olan ve yeni kurtulan işletmeler ise karlarını dağıtmayıp yeni yatırımların finansmanlarında kullanmayı tercih etmektedirler.

İşletmeler temettü dağıtım politikalarını belirlerken işletme içinden ve dışından bir takım etkenlere bağlıdırlar.

- a- Kanun ve şirket sözleşmesinde yer alan hükümler
- b- İşletmenin likitte durumu
- c- İşletmenin ödeyeceği borçlar
- d- Kredi sözleşmelerindeki hükümler
- e- Yeni yatırım planları
- f- İşletmenin karlılık oranı
- g- İşletmenin karlarının istikrarlı oluşu
- h- İşletmenin sermaye piyasasına başvurma imkanı
- ı- İşletmenin kontrol yetkisi koruma amacı
- j- İşletmeyi yöneten yöneticilerin davranışları
- k- İşletme ortaklarının vergi durumları
- l- Ülkenin ekonomik durumu ve içinde bulunduğu enflasyon ortamı

Ülkemizdeki uygulamaya bakıldığında temettü politikasının farklı amaçlarla yönlendirildiği iki tür şirket görülmektedir.

- 1- Açık şirketler
- 2- Kapalı şirketler

Açık şirketler , bir başka deyişle , hisse senetleri borsa işlem gören şirketler yüksek bir temettü dağıtım oranı belirlemektedirler. Çünkü tasarruf sahipleri politik ve ekonomik istikrarsızlık sonucu gelecek dönemlerde elde edecekleri gelirden ziyade cari dönemde elde edecekleri geliri tercih etmektedirler.

Kapalı şirketlerde ise temettü kararlarını etkileyen en önemli unsur vergi olmaktadır.

Günümüzde (1997 yılı itibariyle) temettü paylarının vergiye tabi olmaması nedeni ile işletme yöneticileri temettüleri dağıtmayı tercih etmektedirler. Böylece hem tasarruf sahibini memnun etmekte hem de işletmenin piyasa değerini yükseltmektedirler.

Finans literatüründe temettü dağıtım politikasının şirket değerini etkileyip etkilemediği tartışılmalıdır. Türkiye'de gelişmiş bir sermaye piyasasından söz etmek mümkün değildir. Üstelik yüksek enflasyon geleceğin belirsizliğini artırarak yatırımcıları kısa vadeli düşünmeye zorlamaktadır. Yatırımcıların kısa sürede yatırımlarından iyi bir gelir elde etme isteği yüksek oranda kar payı dağıtma politikası izleyen şirketleri ön plan çıkarmaktadır. Burada temettü dağıtım politikasının Türkiye'de şirket değerini etkilediği yargısına varılabilir.

Temettü dağıtım politikaları içinde şirketler tarafından en çok uygulanmaya çalışılan ve yatırımcılar tarafından olumlu bulunanı istikrarlı gelişme gösteren kar payı dağıtımdır. Şirketin net karlarındaki artışa paralel olarak aynı oranda olmasa bile dağıtılan

kar paylarını artırması şirket değini olumlu etkilemektedir. İMKB'na kayıtlı 30 şirket üzerinde yapılan değerlendirmede de bu yönde sonuçlar elde edilmiştir. Çünkü gelecekte de istikrarlı bir temettü dağıtım politikası uygulanacağı düşüncesi bu şirketlere karşı duyulan güveni ve hisse senetleri fiyatlarını artırmaktadır.

Türkiyede son yıllarda temettü dağıtımı önem kazanmıştır. Bunun başlıca nedenleri arasında; alternatif yatırım araçlarında görülen duraklama sonucu hisse senetlerine olan ilginin artması spekülasyon hareketleri, finansman kaynaklarının maliyeti vb etmenler rol oynamaktadır. Tasarruf sahipleri tasarruflarını en verimli ve en akılcı şekilde değerlendirmeli istemektedirler. Alternatif yatırım araçlarının enflasyonun gerisinde kalması tasarruf sahiplerini borsaya yönelmelerini sağlamaktadır. Ne varki sermaye piyasasında yeterli düzeyde alıcı ve satıcının bulunmayışı mükemmel ve doğru bilgi akışının olmayışı spekülatif hareketlerin yüksek oluşu nedeniyle belirli grupların hisse senetleri fiyatlarını önemli ölçüde dalgalandırdıkları görülmektedir. Bu olumsuzlukların giderilmesi için güvenceli ve denetim altında bulunan bir sermaye piyasasının faaliyete geçirilmesi gerekir.

Menkul kıymet alım satımı işlerinde araç rolündeki kişi ve kurumlar firma analizi, risk tayini, gelişme potansiyelinin tespiti gibi kavramları araştırmak yerine temettü oranının yüksekliği üzerinde spekülasyon yapayı tercih etmektedirler. Araçların bu tutumu borsa hareketlerini hızlandırmalı ve tasarruf sahiplerini daha kolay etkileyebilmek amacına hizmet etmektedir. Bu anlayış firmaları da etkilemekte ve temettü oranının yüksek tutulması fikrine angaje olmalarına yol açmaktadır. Bu durumu gazete ve dergilerde çarşaf çarşaf yayınlanan şirketlerin temettü oranları teyid etmektedir.

OYSA-Niğde Çimento A.Ş.'de yapılan araştırmada, şirketin finansal yapısının yüksek temettü dağıtmasında bir sakınca görülmemektedir. Şirketin cari oranının 1997 yılında 2, 90 olması borç ödeme gücünün yüksek olduğunu göstermektedir. Ayrıca şirketin ağır bir borç yükü altında olmadığı borçlanma oranlarından anlaşılmaktadır. Bu durumda özellikle nakit temettü dağıtımında herhangi bir sorun yaşanmayacağını göstermektedir.

Bir işletmenin yaşaması ve gelişmesi aktif yatırımlarına ve bunların kar sağlama gücüne bağlıdır. Bu nedenle aktiflerin mümkün olduğunca ortaklardan temin edilen fonlarla finanse edilmesi gerekir. OYSA-Niğde Çimento da bu kurala uyduğu, aktif toplamı içerisinde borçlarını %30 larda tutması şirketin spekülative tarzda finanse edilmediğini göstermekte ve dolayısıyla finansal yapısının güçlü olduğu anlaşılmaktadır.

Temettü dağıtım kararlarını etkileyen faktörlerden bazıları olan; şirketin nakit durumu, borçlanma oranı karlarının istikrarlı oluşu gibi faktörler OYSA-Niğde Çimento A.Ş. de olumlu yönde gelişmeler göstermektedir. Bu nedendir ki 1995 yılında 57,4, 1996 yılında %85 ve 1997 yılında %85,235 olmak üzere istikrarlı bir temettü dağıtım politikası izlemiştir. İstikrarlı temettü politikası şirketin piyasa değerini yükseltmiştir. 1996 yılında şirketin piyasa değeri 2.045.402 iken 1997 yılında 4.670.000 TL olmuştur.

Netice itibariyle firmalar optimal sermaye yapılarını diğer bir deyişle optimal borç/öz sermaye oranını ettirdikten sonra ; öz sermayenin ne miktarının yeni sermaye artış yoluyla , ne miktarının karların dağıtılmayarak firma bünyesinde bırakılması ile (otofinansman) sağlanacağı konusunda karara varılmalıdır. Firmanın

kar dağıtımı (divident - temettü) politikası elde edilen net karın ortaklar ve yedekler arasındaki dağılımı belirler. Nakit kar payı ödemeleri firma bünyesinde alıkonacak kar tutarını azalttığından temettü dağıtım politikası, firma için finansal politikasının ayrılmaz bir parçasıdır.

Temettü dağıtım politikası bazı hallerde bir yatırım kararı, bazı hallerde ise finansal kararı görünümünü alabilir. Firmanın sermaye piyasalarından kaynak sağlamak imkanı yoksa, temettü dağıtımı firmanın yapacağı yatırımların tutarını azaltır. Bazı yatırımlardan da vazgeçer.

Görülüyor ki temettü dağıtım politikasının firmanın büyüme hızını, firmanın piyasa değerini de ortakların servetlerini etkileyen kritik bir nitelik taşımaktadır. Bu yüzden ki temettü dağıtımı firmalar için büyük önem arz etmektedir.

YARARLANILAN KAYNAKLAR

- ABAY, Ramazan ; *Muhasebe il, Milli Eğitim Yayınları*,
İstanbul 1992
- AKDENİZ, Kurtuluş ; *Şirketler için Vergi Rehberi*,
Yeni Yüzyıl Gazetesi 1997
- AKGÜÇ, Öztin ; *Mali Tablolar Analizi*, 9. Basım,
İstanbul, 1995
- ; *Kredili Taleplerin Değerlendirilmesi*,
Avcıoğlu Basın-Yayın, Aralık,
1991, İstanbul.
- ; *Finansal Yönetim*, Muhasebe
Enstitüsü Yayın No: 56 Avcıoğlu
Matbaası, İstanbul, 1989.
- ALVER, Cemil ; *Şirketler Muhasebesi ve Şirketler
Hukuku*, Alver Yayınları, Ankara
1994.
- AYPEK, Nevzat-Ergin ; *Muhasebe Teknikleri*; 4,
Tübitay yayınları Ankara, 1994 .
- ATAMAN, Ümit ; *Şirketler Muhasebesi*, Türkmen
Kitapevi, İstanbul, 1995.
- BAKIR, Pınar ; *İşletmeler Açısından Temettü
Politikaları*, İ.T.İ.A. Yayın No:
1976/19, İstanbul, 1979.
- BİLGİN, Yüksel ; *Anonim Ortaklarda Kar Dağıtımı ve
kara katılan kişiler*, Ankara, 1982.
- BOLAK, Mehmet ; *"Sermaye Piyasası Menkul Kıymetler
ve Portföy Analizi"* Beta Basım-Yayın
Dağıtım İstanbul 1991.

- BOZKURT, Ünal ; "İşletmelerin Kar Dağıtım Politikaları Üzerine" *Banka Ve Ekonomik Yorumlar Dergisi*, CXIV, S.3 (Mart 1997).
- BÜKER, Semih ; *Finansal Yönetim*, Sevinç Matbaası Ankara 1983.
- KİPER, Osman ; *Uygulamada Ticaret Şirketleri*, Beta Yayınları İstanbul 1995
- CEYLAN, Ali ; *İşletmelerde Finansal Yönetim*, Bursa, 1991.
- ÇAVAŞ, Mehmet ; *Bireysel Yatırım Araçları Cep Üniversitesi Yeni Yüzyıl Kitaplığı*, İletişim yayınları 1995.
- ÇUBUK, Adem ; Anonim Şirketlerde Yedek Akçe Politikası, *Uludağ Üniversitesi Dergisi*, Aralık, 1982.
- DEMİR, Muzaffer ; "Anonim ve Limited şirketlerde Kar Dağıtım ve Tek Düzen Hesap Planına Göre Muhasebeleştirilmesi" *Vergi Sorunları Dergisi*, Sayı 74, Şubat 1995.
- DOĞANLI, Kemal ; Verimli Hisse Senetleri Borsada Hisse Senedi Değerlendirilmesine Farklı Açılardan Bakılıyor. *Dünya Gazetesi* 16 Kasım 1989
- DOMANIÇ, Hayri ; *Anonim Şirketler*, İstanbul, 1979
- ERDOĞAN, Muammer; *İşletme Finansmanı*, Dicle üniversitesi Diyarbakır MYO. Yay. NO:2, 1990

- ERİMEZ, Rüştü ; *Şirketlerde Kar Dağıtımı ve Yedek Akçeler* İstanbul 1972.
- ; Sermaye Şirketlerinde Yedek Akçenin Sermaye Eklenmesine İlişkin Vergileme Sorunları ve Çözüm Yolları, *İ.Ü. İşletme Fakültesi Muhasebe Enstitüsü Dergisi* Yıl 2, Şubat 1976.
- ERTUNA, Özer ; *Türkiye'de Mali Piyasalar Sorunlar ve Çözümler*, İTO Yayın No: 1987/6 İstanbul 1987, İstanbul, 1987.
- ERTUNA, Özcan ; *Finansal Kurumlar - Teori - 1986*
- EYÜBGİLLER, Saygın; Anonim Şirketlerde Gizle Yedek Akçeler; *Mali Sorunlara Çözüm Dergisi*, Yıl 3, Şubat, 1987.
- FETTAHOĞLU, Abdurrahman ; *İşletme Finansı*, KTÜ Basımevi, Trabzon 1988.
- HATİBOĞLU, Zeyyat ; *Ayrıntılı İşletme Finansı* İstanbul 1995
- HİŞİL, Mesul ; *Sermaye Şirketlerinde Vergi Matrahının Tespiti*, Yedek Akçenin Ayrılması ve Karın Dağıtım ile muhasebe Kayıtlarının yapılması, vergi Denetmenleri derneği, sayı 24, Ağustos - Eylül, 1996
- HORNE, James C Von ; *Finansal Yönetim ve Politikaları*, (Çev: Osman TEKOK) Stanford University Akçay Matbaası, 1978.
- GÖNENLİ, Atila ; *İşletmelerde finansal Yönetim* İstanbul Üniversitesi Yay. No: 3463 İstanbul 1988.

- GÜR, Mehmet ; Sermaye Şirketlerinde Yedek Akçeler ve Ayrılma Esasları MALİ *Sorunlara Çözüm Dergisi* Yıl 1 Mart 1985.
- KARASIN, A. Gültekin ; *Sermaye Piyasası Analizleri*, Ankara 1987.
- KARSLI, Muharrem ; *Sermaye Piyasası Borsa Menkul Kıymetler*, kral Matbaası, İstanbul 1989.
- KIZILOT, Şükrü ; "Anonim şirketlerde Kar Dağıtımı" *Mali Sorunlara Çözüm Dergisi*, Yıl 3 , Sayı 26, Şubat, 1987.
- KİPER, Osman ; *Uygulamada Ticari Şirketler*, Beta Yayınları, İstanbul, 1995.
- MAÇ, Mehmet ; *Güncel Kurumlar Vergisi*, II. Baskı, Denet Yayıncılık A.Ş. 1996.
- ÖZASLAN, İsmail ; *Muhasebenin Teknik Yapısı*, İTİA, Nihat Sayar Yayın ve Yardım Vakfı Yayınları NO: 313-542, İstanbul, 1990.
- PINAR, Cengiz ; *Sermaye Maliyeti ve Optimal Sermaye Bileşimi*, 1970, Ankara.
- SARISU, Ekrem ; Anonim Şirketlerde Kar Dağıtımına karar Verilmesi *Mali Sorunlara Çözüm Dergisi* Yıl 1, Şubat 1987.
- SARIKAMIŞ, Cevat ; Sermaye Pazar Alfa Basım yayın Dağıtımı İstanbul (Şubat 1995) .
- SAMİM, Cihangir ; *Anonim Şirketlerde Kar Dağıtımı*, 1986.

- _____ ; *Finansal Analiz*, Ufuk Matbaası, 1978, Ankara.
- SEDEF, A. Cengiz ; "Finansal Araçların Önceliği ve Kar Dağıtımı" *Erciyes Üniversitesi Sos. Bil. Ens. Dergisi* s.2 Kayseri, 1988.
- SEVİLENGÜN, Orhan ; *Genel Muhasebe*, III. Baskı, Ankara, 1994.
- ŞİMŞEK, M. Şerif ; *İşletme Bilimlerine Giriş*, Konya, 1993.
- SOLOMON, Ezra ; *The theory of financial management* Newyork
- (Çev: Turgut VAR)
- SOYDAN, Hakkı - GÜCENME, Ümit ; *Şirketler Muhasebesi* Uludağ Üniversitesi Basımevi, 1991.
- Erdoğan Sebahhatin DÜNDAR ; *Kar Dağıtımı ve Vergilendirilmesi* Tan, MEHMET Ankara Serbest Muhasebeci ve Mali Müşavirler Odası Yayınları No:10, Ankara 1995.
- Tansu ÇİLLER ; *Türk Finans Kesiminde Sorunlar ve Reform Önerileri*, İstanbul Sanayi Odası Araştırma Dairesi Ya. No: 1987/7, Yenilik Basımevi, İstanbul, 1986.
- Murat ÇIZAKÇA
- TECER, Meral ; *Hisse Senetleri Yatırımları ve Risk Amme İdaresi Dergisi* c.27. s.1, Mart, 1994.
- TOKOL, Tuncer ; *İşletmelerde Finansal Yönetim*, Bursa, 1981.
- TOSUN, Kemal ; *Yönetim ve İşletme Politikaları* İstanbul Üniversitesi İşletme Fakültesi Yayın No: 232, İstanbul, 1990.

- TUNCER, Selahattin ; *Türkiye'de Sermaye Piyasası* Okan
Yayıncılık Dağıtımcılık, İstanbul, 1985

; "Hisse Senetlerini Etkileyen Faktörler",
Para ve Sermaye Piyasası Dergisi,
Y.9, S. 102, Ağustos 1987.
- TURKO, Metin ; *Finansal Yönetim*, Atatürk
Üniversitesi Yayınları No:765,
Erzurum 1994.

; *Değerleme Açısından Kar Dağıtım
Politikası*, Atatürk Üniversitesi,
Basımevi, Ders Kitapları Serisi
No:22, Erzurum
- TÜREN, Şeref ; Divident Politikasının Bir Önemi Var
mıdır? *Banka ve Ekonomik Yorumlar
Dergisi* Yıl: 19, s.4. Nisan, 1982.
- TÜRK, İsmail ; "Ayın Konuğu" *Mali Sorunlara Çözüm
Dergisi* Yıl:1, S.5, Mayıs , 1985.
- Yet, Neşe ; "Borsalarda Hisse Senedi Fiyatları
Değişiyor" *Para ve Sermaye Piyasası
Dergisi*, Yıl.9, S.102. (Ağustos 1987).

; *TÜSİAD - Kar Dağıtım Politikaları
Uygulaması*

; İntermedya Ekonomi ; *Aylık Ekonomi
Dergisi*, 1995

; İntermedya Ekonomi ; *Aylık Ekonomi
Dergisi*, 1998

; Paramatik *Aylık Ekonomi Dergisi*,1988

; Sermaye Piyasası ve Borsa Temel Bilgiler
Klavuzu, 1997



EKLER

EK : 1 OYSA-Niğde Çimento AŞ'nin Yatırım Harcamalarının TL Değerleri

	1992	1993	1994	1995	1996	1997	TOPLAM
TEŞVİKLİ YATIRIMLAR							
(MİLYON TL)	6.447,3	30.513,3	156.525,8	224.248,2	440.927,6	248.609,0	1.107.271,2
(BİN \$)	939,3	2.782,8	5.275,6	4.909,3	5.440,4	1.643,8	20.991,2
DİĞER YATIRIMLAR							
(MİLYON TL)	1.356,4	2.287,7	16.953,7	13.978,0	11.489,2	51.801,0	97.866,0
(BİN \$)	197,6	208,6	571,4	306,0	141,8	342,5	1.767,9
TOPLAM (MİLYON TL)	7.803,7	32.801,0	173.479,5	238.226,2	452.416,8	300.410,0	1.205.137,2
TOPLAM (BİN \$)	1.136,9	2.991,4	5.847,0	5.215,3	5.582,2	1.986,3	22.759,1

Kaynak : OYSA-Niğde Çimento AŞ 1997 Yıllık Faaliyet Raporu

EK - 2

RASYOLAR	1995	1996	1997
CARİ ORAN	3.95	3.08	2.90
BORÇLAR / ÖZSERMAYE	0.52	0.43	0.54
KISA SÜRELİ BORÇLAR / ÖZKAYNAKLAR	0.13	0.15	0.22
UZUN SÜRELİ BORÇLAR /ÖZKAYNAKLAR	0.20	0.13	0.13
ÖDENMİŞ SERMAYE / ÖZSERMAYE	0.19	0.44	0.70
YENİDEN DEĞERLEME FONU / ÖDENMİŞ SERMAYE	0.70	0.55	0.49
TOPLAM BORÇLAR / AKTİF TOPLAM	0.33	0.29	0.35
FAALİYET KARI / NET SATIŞLAR	0.21	0.22	0.24
FAALİYET KARI / SERMAYE	0.48	0.42	0.57
SATILAN MALIN MALİYETİ / NET SATIŞLAR	0.58	0.60	0.55
YEDEK AKÇELER / ÖZSERMAYE	0.04	0.02	0.03
HİSSE BAŞINA TEMETTÜ (HBT)	%57.4	%85	%85.2
HBT / HBDK	%98	%98	%99
FİYAT / KAZANÇ	%11.1	%13.8	%8,7

**EK-3 IMKB'ye kayıtlı 30 şirketin 1996 ve 1997 yılları
Karlarına Göre Dağıtılan Temettü Payları**

		Takvim Yılı Karı (Net)		Dağıtılan	
Temettü					
Sıra No.	Kuruluşun Adı	1996 (Milyon TL.)	1997 (Milyon TL.)	1996 (Net)	1997 (Net)
1	AKTAŞ	3.231.885	5.026.515	1.100.00	450.00
2	ARÇELİK	8.705.597	18.401.661	50.00	80.00
3	BAĞFAŞ	667.192	2.694.148	170.00	600.00
4	BOLU ÇİMENTO	1.222.117	2.343.031	41.65	45.88
5	BRİSA	6.829.680		322.00	75.00
6	ÇELİK HALAT	349.676	557.598	48.50	45.00
7	ÇİMSA	1.138.237	3.393.778	39.00	38.00
8	ÇUKUROVA ELEKTRİK	5.446.640	12.957.579	967.65	2.356.46
9	DÖKTAŞ	278.166	553.279	50.00	19.79
10	ECZACIBAŞI YAT.	313.860	170.613	-	-
11	EGE GÜBRE	71.402	166.267	28.00	30.00
12	ERDEMİR	6.109.443	436.225	45.37	-
13	GENTAŞ	539.035	1.091.589	-	-
14	GOOD YEAR	3.722.772	5.277.081	500.00	650.00
15	GÜBRE FABRİKALARI	508.705	1.091.589	-	-
16	İZOCAM	420.809		20.00	33.00
17	KARTANSAN	2.739.522	4.004.058	120.00	130.00
18	KAV	733.144	385.684	22.40	13.00
19	KOÇ HOLDİNG	6.676.864		15.00	20.00
20	KONYA ÇİMENTO	467.258	960.453	60.00	18.50
21	MİGROS	1.345.346		50.00	100.00
22	OLMUksA	26.058	607.905	-	23.00
23	OTOSAN	9.532.635		401.08	1.100.00
24	PETROL OFİSİ	10.575.635	21.744.401	272.65	268.55
25	PINAR SÜT	688.452	1.036.843	56.00	60.00
26	SARKUYSAN	1.621.319	2.876.541	90.00	120.00
27	TÜRK DEMİR DÖKÜM	968.314	2.148.231	50.00	65.00
28	T.GARANTİ BANKASI	1.973.604	22.226.087	-	-
29	YAPI KREDİ BANKASI	22.724.428	21.490.139	60.00	40.00
30	YASAŞ	885.980	2.166.602	232.00	200.00

Kaynak: (Paramatik Aylık Ekonomi Dergisi 4-10 Ocak 1988)
(Banka ve Ekonomik Yorumlar Dergisi Nisan 1998)

EK-4 İMKB'ye Kayıtlı 30 Şirketin Temettü Verimi ve Piyasa Değerleri

Sıra No.	Kuruluşun Adı	Temettü Verimi		Piyasa Değeri	
		1996	1997	1996	1997
1	AKTAŞ		0.00		147.500.000
2	ARÇELİK	125	46.46	114.750.000	131.625.00
3	BAĞFAŞ	296	207.89	19.000.000	80.000.000
4	BOLU ÇİMENTO	91	94.22	8.961.088	14.810.686
5	BRİSA		-6.72	1	100.465.313
6	ÇELİK HALAT	85	0.00	3.072.300	12.713.663
7	ÇİMSA	207	34.31	46.332.000	57.915.000
8	ÇUKUROVA ELEKTRİK	201	70.95	19.000.000	385.000.000
9	DÖKTAŞ	216	51.40	19.200.000	28.200.000
10	ECZACIBAŞI YAT.	40	0.00	26.496.720	7.000.000
11	EGE GÜBRE	90	297	1.036.800	7.560.000
12	ERDEMİR	88	0.00	156.816.000	272.448.000
13	GENTAŞ		17.97	2	2.605.824
14	GOOD YEAR	71	58.44	42.730.000	8.813.663
15	GÜBRE FABRİKALARI	-13	0.00	5.299.200	27.648.050
16	İZOCAM	102		3.375.000	
17	KARTANSAN	24	82.73	17.060.000	42.018.750
18	KAV	41	4.05	9.243.000	11.115.000
19	KOÇ HOLDİNG	34		90.000.000	
20	KONYA ÇİMENTO		64.97	1	13.401.960
21	MİGROS				
22	OLMUksA	97	0.00	9.274.690	11.942.700
23	OTOSAN		0.00		208.800.000
24	PETROL OFİSİ	34	73.89	10.579.613	504.000.000
25	PINAR SÜT		41.94		17.468.663
26	SARKUYSAN		27.88	22.967.500	22.967.500
27	TÜRK DEMİR DÖKÜM	123	-6.81	18.750.000	12.250.000
28	T.GARANTİ BANKASI		42.86		520.000.000
29	YAPI KREDİ BANKASI		0.00		827.896.131
30	YASAŞ		0.00		19.440.000

Kaynak: (Radikal Gazetesi 13 Temmuz 1998)

9- Stok maliyeti hesaplama sistemleri (safha veya sipariş maliyeti gibi) ve yöntemleri (ağırlıklı ortalama maliyet, ilk giren ilk çıkar, hareketli ortalama maliyet gibi.) : **Stok Maliyeti hesaplanmasında "Safha Maliyeti" sistemi ve "Ortalama Maliyet Yöntemi" uygulanmaktadır.**

10- Varsa, tamamen veya kısmen fiili stok sayımı yapılamamasının gerekçeleri :**Ölçmek,tartmak,saymak gibi fiili sayım yöntemleri ile sayımı mümkün olmayan (ilk ve yardımcı maddeler, kömür, petrokok, yarımamül) stok kalemlerinin sayımları "Ölçümleme Metodu" ile yapılmıştır.**

11- Yurtiçi ve yurt dışı satışlar hesap kalemi içinde yer alan ürün, hurda, döküntü gibi maddelerin satışları ile hizmet satışlarının ayrı ayrı toplamalarının brüt satışların yüzde yirmisini aşması halinde bu madde ve hizmetlere ilişkin tutarları : **Brüt satışların % 20'sini aşan hurda döküntü hizmet satışı yoktur.**

12- İşletmenin varsa satışlarıyla ilgili teşvik ve sübvansiyonları hakkında bilgi : **Yoktur.**

13- Önceki döneme ilişkin gelir ve karlar ile önceki döneme ait gider ve zararların tutarlarını ve kaynaklarını gösteren açıklayıcı not :

a) Önceki Dönem Gelir ve Karları	1.000 Milyon TL.
Yatırım Teşvik Primi	
b) Önceki Dönem Gider ve Zararı	33 Milyon TL.
Köy Hizmetleri Kira Faturası	

14- Adi ve imtiyazlı hisse senetleri için ayrı ayrı gösterilmek koşuluyla;

Adi hisse senedi sahiplerinin

1.000.TL Nominal Değerdeki

Hisse Senedi Başına Kar (TL):

$$\frac{650.867.046.239}{700.000.000.000} \times 1000 = 941. - TL$$

15- Her bir ana üretim grubu için ayrı ayrı olmak üzere, işletmenin dönem içinde gerçekleştirdiği mal ve hizmet üretim miktarlarındaki değişimler :

<u>Ana Üretim Grubu</u>	<u>31.12.1997</u>	<u>31.12.1996</u>	<u>Fark</u>
Klinker	407.000	394.195	12.805
Çimento	477.603	465.750	11.853
Hazır Beton	143.345	152.934	-9.589

16- Her bir ana satış grubu için ayrı ayrı olmak üzere, işletmenin dönem içinde gerçekleştirdiği mal ve hizmet satış miktarlarındaki değişimler :

<u>Ana Satış Grubu</u>	<u>31.12.1997</u>	<u>31.12.1996</u>	<u>Fark</u>
Klinker	74.480	76.580	-2.100
Çimento	475.549	464.092	11.457
Hazır Beton	143.345	152.934	-9.589