

147436

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

**HALKA AÇIK ŞİRKETLERDE KÂR DAĞITIM
POLİTİKALARININ SERMAYE YAPISINA ETKİSİ
ve İ.M.K.B.' DE BİR UYGULAMA**

YÜKSEK LİSANS TEZİ

DANIŞMAN
Prof. Dr. Osman OKKA

HAZIRLAYAN
Haluk DUMAN

147436

KONYA- 2004

ÖNSÖZ

Günümüzde ülkelerin kalkınması ve insanların sonsuz ihtiyaçlarının k t kaynaklarla karşılanması için mal ve hizmet üretiminin lokomotifi  irketlerdir. Şirketlerin insan ihtiyaçlarını kar ılayabilmeleri ve faaliyetlerini sürdürebilmeleri optimal sermaye yapısına sahip olmaları ile mümkündür.

Optimal sermaye yapısı her  irket için bulunduğu ekonomi ve sektörün özelliklerine göre farklılık göstermektedir. Ayrıca  irketlerin sermaye yapısı ve hisse senetlerinin piyasa değeri üzerinde izledikleri k r dağıtım politikaları ile hissedarların beklentileri önemlidir.

Tez konusunun belirlenmesinde , tezin teori ve uygulama aşamasında gösterdiği sabır ile yardımlarından dolayı danışmanım sayın Prof. Dr. Osman OKKA' ya teşekkür ederim.



İÇİNDEKİLER

ÖNSÖZ	i
İÇİNDEKİLER.....	ii
TABLolar LİSTESİ.....	vi
ŞEKİLLER LİSTESİ.....	vii
KISALTMALAR LİSTESİ.....	viii
GİRİŞ	1

BİRİNCİ BÖLÜM

ŞİRKETLER VE HALKA AÇIK ŞİRKETLER

1.1.Şirketler.....	4
1.2.Anonim Şirketler ve Türleri	5
1.2.1.Halka Kapalı Anonim Şirketler.....	5
1.2.1.1.Halka Kapalı Anonim Şirketlerin Halka Açılması.....	7
1.2.1.2.Halka Kapalı Anonim Şirketlerin Halka Açılmasıyla Sağlanan Avantajlar	11
1.2.2.3.Halka Kapalı Anonim Şirketleri Halka Açılmadan Kaçındıran Nedenler	12
1.2.2.Halka Açık Anonim Şirketler	13
1.2.2.1.Halka Açık Anonim Şirketlerde Halka Arz	14
1.2.2.2.Halka Açık Anonim Şirketlere Tanınan Yasal İmkanlar	18
1.2.2.3.Halka Açık Anonim Şirketlere Tanınan Muafiyetler.....	21
1.2.2.4.Halka Açık Anonim Şirketlerin Yükümlülükleri.....	22
1.2.2.4.1.Menkul Kıymetlerin Kurul Kaydına Alınma Yükümlülüğü.....	23
1.2.2.4.2.Bağımsız Denetim Yükümlülüğü.....	24
1.2.2.4.3.Kamunun Aydınlatılması İle İlgili Yükümlülükler.....	24
1.2.2.4.4.Özel Durumların Açıklanması Yükümlülüğü	26

1.2.2.4.5.Mali Tablo ve Raporların Düzenlenmesi, Kurul' a ve Borsa' ya Gönderilmesi ve İlan Yükümlülüğü.....	27
1.2.2.4.6.Kâr Payı İle İlgili Yükümlülükler	28

İKİNCİ BÖLÜM

HALKA AÇIK ŞİRKETLERDE KÂR DAĞITIM POLİTİKASI

2.1.Kâr Dağıtım Politikasının Şirketler Açısından Önemi	35
2.2.Kâr Dağıtım Politikasının Yatırımcılar Açısından Önemi.....	37
2.3.Kâr Dağıtım Politikasının Ülke Ekonomisi Açısından Önemi	40
2.4.Şirketlerin İzledikleri Kâr Dağıtım Politikasına Etki Eden Faktörler.....	40
2.4.1.Yasal ve Şirket Sözleşmesinden Doğan Sınırlılıklar	41
2.4.2.Borç Ödeme Yükümlülüğü.....	44
2.4.3.Kredi Sözleşmesinde Yer Alan Hükümler.....	45
2.4.4.Yatırım Planları.....	46
2.4.5.Yönetimin Anlayışı.....	47
2.4.6.Ortakların Vergi Durumu.....	48
2.4.7.Diğer Faktörler.....	53
2.5.Şirketlerin İzledikleri Kâr Dağıtım Politikaları.....	54
2.5.1.Her Yıl Sabit Tutarda Kâr Payı Dağıtımı.....	56
2.5.2.Her Yıl Sabit Oranda Kâr Payı Dağıtımı	56
2.5.3.İstikrarlı Gelişme Gösteren Kâr Payı Dağıtımı.....	57
2.5.4.Sabit Tutarda Bir Kâra İlave Olarak Kâr Payı Dağıtılması.....	57
2.5.5.Düzensiz Kâr Payı Dağıtımı.....	58
2.6.Kâr Payı Ödeme Şekilleri	59
2.6.1.Kâr Paylarının Nakdi Olarak Ödenmesi	60
2.6.2.Kâr Payı Olarak Hisse Senedi Verilmesi	61
2.6.3.Kâr Payı Olarak Ayni Ödeme Yapılması.....	62
2.6.4.Hisse Senetlerinin Geri Satın Alınması Yoluyla Kâr Payı Ödemesi	62

2.6.5.Borçlanarak Kâr Payı Ödemesi.....	63
2.6.Kâr Dağıtım Politikalarına Göre Hisse Senetlerinin Piyasa Değerinin Hesaplanmasında Teorik Yaklaşımlar	64
2.6.1.Gordon–Lintner’in Görüşü	64
2.6.2.Modigliani–Miller’in Görüşü.....	72

ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

KÂR DAĞITIM POLİTİKASININ ŞİRKETİN SERMAYE YAPISINA ETKİSİ

3.1.Şirketlerin Sermaye Yapısı Kararlarını Etkileyen Faktörler.....	78
3.1.1.Uygunluk.....	79
3.1.2.Risk	80
3.1.3.Esneklik.....	80
3.1.4.Zamanlama.....	81
3.1.5.Maliyet	82
3.1.6.Şirketin Kontrol Hakkı.....	83
3.2.Sermaye Yapısını Etkileyen Faktörler	84
3.2.1.Genel Ekonomik Durum	84
3.2.2.Endüstrinin Özellikleri	87
3.2.3.Şirketin Özellikleri	88
3.2.4.Kredi Verenlerin Davranışları.....	90
3.2.5.Yasal Yükümlülükler	91
3.3.Optimal Sermaye Yapısının Belirlenmesinde Kullanılan Yöntemler	92
3.3.1.Faiz ve Vergiden Önceki Kâr–Hisse Başına Gelir.....	94
3.3.2.Sabit Yükümlülükleri Karşılayabilme Yeteneği ve Para Akış Analizi.....	97
3.4.Kâr Dağıtım Politikasının Şirketin Borç Yapısı Üzerindeki Etkileri.....	100
3.5. Kâr Dağıtım Politikasının Şirketin Özkaynak Yapısı Üzerindeki Etkileri	102
3.6. Şirketlerin İzledikleri Kâr Dağıtım Politikalarının Piyasa Değerine Etkisi	103
3.7. Şirketlerin Kâr Payı Dağıtımının Tahmini Modeli	106

3.8.Sermaye Yapısı ve Sermaye Maliyeti İle İlgili Teorik Yaklaşımlar.....	107
3.8.1.Net Gelir Yaklaşımı	109
3.8.2.Net Faaliyet Geliri Yaklaşımı	112
3.8.3.Geleneksel Yaklaşım.....	116
3.8.4. Modigliani–Miller Yaklaşımı	118

DÖRDÜNCÜ BÖLÜM

HALKA AÇIK ŞİRKETLERİN İZLEDİKLERİ KÂR DAĞITIM POLİTİKALARININ SERMAYE YAPISINA ETKİSİ ÜZERİNE BİR UYGULAMA

4.1.Uygulamanın Amacı	123
4.2. Uygulamanın Varsayımları.....	123
4.3.Uygulamanın Kapsamı ve Veriler.....	124
4.4.Uygulamanın Yöntemi.....	125
4.5.Uygulama Bulguları ve Analizi	126
4.5.1.Kimya, Petrol, Kauçuk ve Petrol Ürünleri Sanayi	128
4.5.2.Metal Ana Sanayi.....	130
4.5.3.Metal Eşya, Makine ve Gereç Yapımı	131
4.5.4.Taş ve Toprağa Dayalı Sanayi	133
4.5.5.Dokuma, Giyim Eşyası ve Deri Ürünleri Sanayi.....	135
4.5.6.Gıda, İçki ve Tütün Sanayi.....	137
4.5.7.Holding ve Yatırım Şirketleri	138
GENEL DEĞERLENDİRME ve SONUÇ.....	142
EKLER.....	149
KAYNAKÇA	177

TABLÖLAR LİSTESİ

Tablo 2.1. Ülkeler Arası Karşılaştırmalı Kâr Payı Politikası.....	43
Tablo 2.2. Hissedarların Vergi Yüğü	52
Tablo.4.1. Uygulamada Kullanılan Sektörler İtibari İle Şirket Sayısı.....	125
Tablo.4.5.1. Kimya, Petrol, Kauçuk ve Petrol Ürünleri Sanayi Regresyon İstatistikleri	129
Tablo.4.5.2. Metal Ana Sanayi Regresyon İstatistikleri	130
Tablo.4.5.3. Metal Eşya, Makine ve Gereç Yapımı Sanayi Regresyon İstatistikleri	132
Tablo.4.5.4. Taş ve Toprağa Dayalı Sanayi Regresyon İstatistikleri	134
Tablo.4.5.5. Dokuma, Giyim Eşyası ve Deri Ürünleri Sanayi Regresyon İstatistikleri.....	135
Tablo.4.5.6. Gıda, İçki ve Tütün Sanayi Regresyon İstatistikleri	137
Tablo.4.5.7. Holding ve Yatırım Şirketleri Regresyon İstatistikleri	139
Tablo.4.5.8. Sektörler İtibari ile Regresyon İstatistikleri Sonuçları	140

ŞEKİLLER LİSTESİ

Şekil 3.1.Şirketin Maliyet Fonksiyonları.....	95
Şekil 3.2.Sermaye maliyeti/Net gelir yaklaşımı.....	112
Şekil 3.3.Sermaye maliyeti/Net faaliyet geliri yaklaşımı.....	115
Şekil 3.4.Sermaye Maliyeti/Geleneksel Yaklaşım	117
Şekil 3.5.Sermeye maliyeti/Finansal kaldıraç ilişkisi.....	119



KISALTMALAR LİSTESİ

G.V.K.	:Gelir Vergisi Kanunu
İ.M.K.B.	:İstanbul Menkul Kıymetler Borsası
KURUL	:Sermaye Piyasası Kurulu
K.V.K.	:Kurumlar Vergisi Kanunu
S.P.K.	:Sermaye Piyasası Kanunu
T.T.K.	:Türk Ticaret Kanunu



GİRİŞ

Dünyada yirminci yüzyılın başında siyasi ekonomik ve teknoloji alanında meydana gelen gelişmeler toplumun her kesiminde olumlu sonuçlar meydana getirmiştir. Özellikle üretim ve iletişim teknolojileri alanındaki gelişmeler mal ve hizmetin, sermayenin, iş gücünün ve bilginin önündeki sınırların kalkmasını sağlamıştır. Bu gelişmeler yeni dünya düzeninde ülkelerin ekonomik ve siyasi yapılarında da yeni düzenlemelere gitmelerini zorunlu hale getirmiştir.

Ülkeler, ekonomilerinin gelişmesi, vatandaşlarını refah seviyesinin yükseltilmesi ve en önemlisi sanayileşme ile birlikte kalkınmanın sağlanması için yerli ve yabancı sermayenin yatırımlara yönelmesi için koruyucu ekonomi politikaları yerine daha liberal ve yatırımı teşvik eden ekonomi politikaları izlemektedirler.

Yirminci yüzyılın başında ortaya çıkan “sosyal devlet” anlayışı ile devlet asli görevleri olan iç ve dış güvenlik, eğitim, sosyal güvenlik ve benzeri görevlerini yerine getirirken ekonomi içerisindeki görevlerini ise özel sektöre bırakmış, hatta özel sektörün gelişmesi için teşvik, muafiyet ve istisnalar getirmiştir. Devlet artık ekonomideki ağırlığını yavaş yavaş terk etmektedir. Bunu yaparken sermayenin tabana yayılması ve gelir grupları arasında da farkın açılmasını önleyici tedbirler getirmektedir.

Günümüzde ekonominin gelişmesinde en büyük görev ve sorumluluk artık özel sektöre düşmektedir. Özel sektör içerisinde ise büyük ölçekli yatırımların gerçekleştirilmesi açısından halka açık anonim şirketler büyük bir öneme sahiptir.

Şirketlerde özellikle üretim ve iletişim teknolojilerinde meydana gelene gelişmeler bağlı olarak üretim, yönetim ve pazarlama stratejilerinde esnek bir örgüt yapısını benimsemektedirler. Çünkü günümüzde uluslar arası ve ulusal alanda artan rekabet karşısında geleneksel üretim faktörleri olan işgücü, sermaye, doğa ve müteşebbis yanında en önemli üretim faktörü “bilgi” olmuştur.

Şirketlerin bilgi ihtiyacı sadece şirket faaliyetlerinin yerine getirilmesinde kullanılmamaktadır. Şirketler aynı zamanda devlete, kredi kuruluşlarına, borsaya, hissedarlara ve üçüncü şahıslara birtakım finansal bilgiler sunmaktadır.

Şirketler devlete vergi yükümlülüğünün yerine getirilmesinde, kredi kuruluşlarına kredi kullanım aşamasında, kamunun gereği gibi aydınlatılması ve yatırımcıların

korunması için borsaya her üç ayda bir ve yıl sonunda bağımsız denetimden geçmiş mali tabloları, en önemlisi hissedarlara genel kurulda şirket faaliyetlerine, sermaye artırımına ve kâr dağıtımına ilişkin bilgiler sunmaktadır.

Finans literatüründe en tartışmalı konuların başında şirketlerin izledikleri kâr dağıtım politikalarının sermaye yapısına etkisi gelmektedir. Kâr dağıtım politikası şirketlerin bir faaliyet dönemi sonunda elde ettikleri kârların hissedarlar ve şirket arasında paylaşımının düzenlenmektedir. Bu paylaşım şirketin sermaye yapısında ve hissedarların servetlerinde değişime yol açmaktadır.

Kâr dağıtımı, şirketlerin nakit ve nakit olmayan varlıklarında bir azalmaya yol açarken hissedarların servetlerinde artışa yol açmaktadır. Bunun tam tersi durumunda ise şirketler kârı dağıtmayarak şimdiki ve gelecekteki yatırımlarını finanse etmekte ve özkaynak yapısını güçlendirme imkânı elde etmektedirler.

Şüphesiz ki istikrarlı ve sürekli olarak hissedarlarına kâr dağıtan şirketlerin piyasa değerleri yükselecektir. Düzensiz hatta hiç kâr dağıtmayan şirketlerin ise bu davranışları şirketin piyasa değerini olumsuz etkilemektedir.

Şirketlerin kâr dağıtımı birtakım sınırlılıklara sahiptir. Bu sınırlar yasal düzenlemelerden, kredi kuruluşlarının kısıtlamaları, hissedarların beklentileri, yöneticilerin tutumu, şirketin sermaye yapısı, yatırım fırsatları ve benzeri olarak ifade edebiliriz.

Hissedarlar ile şirket yöneticileri arasındaki asimetrik bilgi yüzünden şirketlerin kâr dağıtım politikaları hissedarlar açısından büyük bir önem arz etmektedir. İşaretleme yaklaşımına göre şirketlerin dağıttıkları ve dağıtacakları kâr payları hissedarlara bilgi sunmaktadır.

Şirket yöneticilerinin izleyecekleri kâr dağıtım politikalarını belirlerken mevcut ve gelecekteki yatırımları ile hissedarların beklentilerini dikkate alarak şirketin piyasa değerini maksimum kılacak optimal bir denge kurmalıdır. Şüphesiz ki her şirketin kendi yapısına uygun farklı sermaye yapısı ve kâr dağıtım politikası olacaktır. Her şirket için piyasa değerini maksimum yapan noktada doğal olarak farklı olacaktır.

Bu çalışmada birinci bölümde şirketler hakkında genel bilgi verdikten sonra konumuz gereği şirketlerin halka açık ve halka açık olmayan anonim şirketler olarak

ikiye ayırıp, Türk mevzuatına göre inceleyeceğiz. Şirketlerin halka açılmasının avantaj ve dezavantajları ile halka açılmadan kaçındıran nedenler açıklanacaktır. Halka kapalı şirketlerin halka arzı ile birlikte halka açık şirketlerde ikinci halka arz prosedürü incelenecektir. Bu bölümün sonunda TTK ve SPK' na göre şirketlerin dönem sonunda kâr dağıtımına ilişkin örnek uygulama yapılacaktır.

İkinci bölümde şirketlerin izledikleri kâr dağıtım politikaları, bu politikaları etkileyen faktörler ve kâr payı ödeme şekilleri ile birlikte kâr dağıtım politikasının yatırımcılar, şirketler ve ülke ekonomisi açısından önem ortaya konacaktır. İkinci bölümün sonunda finans literatüründe kâr dağıtım politikasına ilişkin teorik yaklaşımlar incelenecektir.

Üçüncü bölümde şirketlerin sermaye yapısını belirlerken kaynak yapısını ve seçimini etkileyen faktörler incelenecektir. Aynı zamanda kâr dağıtım politikasının şirketin borç ve özkaynak yapısı üzerindeki etkisi ile optimal sermaye yapısının belirlenmesinde pratikte kullanılan yöntemler incelenmektedir. Bu bölümün sonunda sermaye yapısına ilişkin finans literatüründeki teorik yaklaşımlar ortaya konmaktadır.

Dördüncü bölümde İMKB'de 50 halka açık şirketin 1992-2002 yılları arasında 11 yıllık izledikleri kâr dağıtım politikalarının sermaye yapısına etkisi çoklu regresyon analizi ile belirlenerek sonuçlar analiz edilecektir.

I.BÖLÜM

ŞİRKETLER VE HALKA AÇIK ŞİRKETLER

1.1.Şirketler

Birden fazla gerçek ve/veya tüzel kişi tarafından kurulan ve amacı insan ihtiyaçlarını karşılayacak mal ve hizmet üretmek olan iktisadi birimler şirket olarak tanımlanır. Şirketler, şahıs ve sermaye ağırlıklı olarak kurulur.

Şahıs şirketleri, ortak sayısı en az iki ve/veya daha fazla gerçek veya tüzel kişi tarafından kurulmaktadır. Ekonomimizin önemli bir kesimi şahıs şirketlerinden oluşmaktadır. Bu şirketler zaman içerisinde gelişerek sermaye şirketine dönüşürler.

Şahıs şirketlerinde ortaklar önemlidir. Ekonomik bakımdan güçsüz olan bu şirketlerde şirketin bütün faaliyetlerinden doğan alacak ve borçlarından dolayı ortaklar bütün mamelekiyle sınırsız sorumluluğa sahiptir. Alacaklılar, alacakları için ortaklardan herhangi birisine müracaat edebilir. Şahıs şirketlerinde ortaklar arasında müteselsil sorumluluk bulunduğundan alacaklar için kendisine müracaat edilen ortağın, diğer ortaklara rücu hakkı bulunmaktadır. Şirketin faaliyeti sonucunda elde edilen kazançlar ortaklar arasında paylaşılır. Ortaklığın tüzel kişiliği yoktur. Ortaklar gelir vergisine tabidir.¹

Hukukumuzda şahıs şirketleri “Adi Şirket” ismi altında Borçlar Kanunu’nun 520-641. maddeleri arasında; diğer şirketler Türk Ticaret Kanun’unda 243-268. maddeleri arasında düzenlenmiştir.

Sermaye şirketleri ise şahıs şirketlerinin gelişmiş ve sermaye unsurunun ön plana çıkmış olduğu şirket türüdür. Sermaye şirketlerinde şirketin ortaklarının kişiliğinin dışında bir kişilikleri yani tüzel kişiliği vardır. Bu şirketler tıpkı şahıslar gibi; nişanlanmak, evlenmek v.b. kişilik hakları dışında borçlanmak, mal sahibi olmak, mahkemede temsil edilmek v.b. bütün hak ve yetkilere sahiptir.

¹Arthur J. Keown ve diğerleri, **Financial Management:Principles and Applications**, Prenticehall, Dokuzuncu Baskı, New Jersey, 2002, s.3
Louis E. Bone ve David L. Kurtz, **Contemporary Business**, The Dryden Press, Yedinci Baskı, New York, 1997, ss.100-105
Ricky W. Griffin, **Mangement**, Houghton Griffin Company, Dördüncü Baskı, Boston, 1993, s.608
Ricky W. Griffin, **Business**, Prenticehill Public, Beşinci Baskı, 1999, Amerika, s.40
Robert W. Ingram, **Financial Information for Decisions**, South Western College Company, İkinci Baskı, Amerika, 1996, s.19

Sermaye şirketlerinde ortakların sorumluluğu, koydukları sermaye ile sınırlıdır. Sermaye anonim şirketlerde hisse senedi ile temsil edilir. Sermaye şirketi olan hisseli komandit, limitet şirket ve kooperatiflerde ise hisse senedi ihraç edilemez. Bu şirketler yönetim kurulları tarafından temsil edilmektedir.²

Bu çalışmada şirket tabiri ile anonim şirketler ifade edilecektir. Hukukumuzda anonim şirketler Türk Ticaret Kanunu ve Sermaye Piyasası Kanunu'nda düzenlenmiştir.

Çalışmanın konusu "Halka Açık Anonim Şirketlerin Kâr Dağıtım Politikasının Sermaye Yapısına Etkisi Üzerine" bir inceleme olduğu için bundan sonraki tüm açıklama ve incelemelerimiz Türk Mevzuatı üzerinde yapılacaktır.

1.2. Anonim Şirketler ve Türleri

Ticaret Kanunu anonim şirketi, "bir unvana sahip, esas sermayesi muayyen paylara bölünmüş ve borçlarından dolayı yalnız mal varlığı ile sorumlu bulunan bir şirket"³ olarak tanımlamaktadır. Şirket kendisine ait bir unvana ve tüzel kişiliğe sahiptir. Sermayesi muayyen (belirli), paylara bölünmüş ve bu paylar miktar değeri 500 TL' den az olmayan kıymetli evrak hükmündeki hisse senetleri tarafından temsil edilmektedir.

Anonim şirketler ani ve tedrici olmak üzere iki şekilde kurulmaktadır. Ani kuruluş yönteminde şirketin bütün sermayesi ortaklar tarafından taahhüt edilirken tedrici kuruluştaki ortakların minimum sermayenin 1/4'ünü taahhüt etmekte, geri kalan kısmı için üçüncü şahıslara müracaat edilmektedir. Her iki kuruluş yönteminde de ortaklar taahhüt etkileri sermayeyi nakit ve/veya ayni olarak koyabilmektedirler.

Anonim şirketler sermayenin dağılımı açısından da "halka kapalı" ve "halka açık" anonim şirket olarak ayrılır.

1.2.1. Halka Kapalı Anonim Şirketler

Halka kapalı anonim şirketler, Ticaret Kanunu'na göre ani ve tedrici kuruluş yöntemine göre kurulabilmektedir. Ani kuruluş yöntemine göre şirket en az beş ortak tarafından minimum 50.000.000.000 TL sermaye ile Sanayi ve Ticaret Bakanlığı'nın izni ve şirket sözleşmesinin ticaret sicil gazetesinde yayınlanmasıyla kurulur. Bu

² Selahattin Özmen, *Örnekli ve Gerekçeli Şirketler Kılavuzu Kurma ve Yönetme*, Beta Basım Yayım, Birinci Baskı, 1993, İstanbul, ss.1-9

İbrahim Arslan, *Şirketler Hukuku Bilgisi*, Mimoza yayınevi, 3.Baskı, 1998, Konya, ss.3-25

³ Türk Ticaret Kanunu, Madde 269

yöntemde şirket ortaklarının şirket sermayesinin tamamının ödeneceğini taahhüt etmesi gerekmektedir.⁴ Eğer şirket başlangıçta SPK'na tabi olarak halka açık şekilde kurulmamışsa tedrici kuruluşta, ortak sayısı 250'yi buluncaya kadar halka kapalı anonim şirket hükümleri uygulanır.

Anonim şirketlerde ortakların sorumluluğunun koymuş olduğu sermaye ile sınırlı olduğunu belirtmiştik. Ortaklık payları sınırlı sayıda ortağın elinde bulunduğundan şirket sahipliği ve yönetimi iç içedir. Bir sermaye şirketi olmasına rağmen şahıs unsuru önem kazandığı için bu tip şirketleri bir “aile şirketi” olarak tanımlanabilir.⁵

Şirketler zaman içerisinde büyüdüklerinden sermayeleri ve öz sermayeleri yetersiz kalmakta ve ek sermaye ihtiyacını ortakların karşılaması çoğu zaman imkansız hale gelmektedir. Ek sermaye ihtiyacı kısa dönemli ve geçici olabileceği gibi orta ve uzun vadeli olabilir.

Şirketler zamanla ortaya çıkan kısa süreli kaynak ihtiyaçlarını para piyasalarından borçlanma yoluyla karşılamaktadır. Uzun süreli kaynak ihtiyaçlarını ise sermaye piyasalarından borçlanma yoluyla ya da hisse senetlerini halka arz suretiyle karşılamaktadırlar. Kısa ve uzun süreli borçlanma yoluyla sağlanan kaynaklar belli bir süre sonra ana para ve faiz ödemesi gerektirmektedir. Borçlanma yoluyla sağlanan kaynakların miktarı ve maliyeti şirketin dışında genel ekonomik durum, kredi kuruluşlarının, merkez bankasının v.b. çeşitli faktörlerin etkisi altındadır. Örneğin ekonomik kriz dönemlerinde şirketlerin borçlanma miktarı sınırlanmakta yine bu dönemlerde borçlanma nedeniyle sağlanan kaynağın maliyeti geleceğin belirsizliği nedeniyle yüksek olmaktadır. Çünkü ekonomik kriz dönemlerinde şirketlerin borçlarını ödeyememe, iflas v.b durumlarına karşı kredi verenler alacaklarının geri dönüşümünü sağlayabilmek amacıyla yüksek oranda teminat, ipotek ve faiz istemektedirler.

Şirketlerin kaynak ihtiyaçlarını karşılayabileceği en uygun yollardan birisi de hisse senetlerinin organize piyasalarda satılmasıdır. Bu yolla sağlanan kaynağın özkaynak niteliğinde olması sebebiyle belli bir dönem sonunda ana para ve faiz ödemesi

⁴ Nuray Kondak, **Menkul Kıymet Borsalarına Giriş**, Der Yayınları, I. Baskı, 1999, İstanbul, s.79

⁵ Reha Poroy, Ünal Tekinalp ve Ersin Çamoğlu, **Ortaklıklar ve Kooperatif Hukuku**, Beta Basım Yayın, 4.Baskı, İstanbul, 1998, s.214

söz konusu olmamaktadır. Bu kaynaklar şirketler için sınırsız bir vadeye sahiptir.⁶ Şirket sağladığı kaynaklar karşılığında ortaklarına dönem sonlarında kâr payı ödemelerinde bulunmakta, aynı zamanda faaliyetler sonucu elde edilen değer artışlarını sermaye kazancı olarak ortaklarına sunmaktadır.

Halka kapalı anonim şirketlerin, halka açık hale gelmesi, hukuki yapılarını değiştirmeleri ile söz konusu olmaktadır. Halka açık hale gelen şirketlerin hisse senetleri borsa kotuna alınmakta ve organize piyasalarda alınıp satılmaktadır.

1.2.1.1.Halka Kapalı Anonim Şirketlerin Halka Açılması

Bir şirketin hisse senetlerini halka arz kararında finansal ve finansal olmayan birçok faktör etkili olmaktadır. Finansal olmayan faktörlere; şirket sahiplerinin tercihleri ve şirket yöneticilerinin tutumunu örnek olarak gösterebiliriz. Finansal faktörlere ise şirketin toplam finansman ihtiyacına bağlı olarak, iç kaynakların uygunluk derecesi, yabancı kaynakların maliyeti ve halka arz anında hisse senetlerinin halka arz fiyatını örnek olarak gösterebiliriz.⁷

Şirketler, zamanla ortaya çıkan finansman ihtiyacını, finansman kaynakları üzerinde etkili olan faktörleri göz önünde bulundurarak kendisi için optimal bir finansman kaynağını belirlemesi gerekir. Finansman ihtiyacının ortaya çıkması ile bunu karşılayacak kaynağın elde edilme zamanı arasında uygunluk bulunması önemlidir. Örneğin, şirketlerin yatırımlarının en uygun şartlarla karşılanabileceği finansman kaynağının yani hisse senetlerini halka arzı olduğunu kabul edelim. Yatırımlar için gerekli nakit ile halka arzdan sağlanacak kaynağın elde edilme zamanı arasında zaman açısından uygunluk bulunması şarttır. Çünkü şirketin hisse senetlerini halka arzı için yerine getirilmesi gerekli muamele uzun bir süreci içermektedir. Zamanlama açısından böyle bir uygunluk söz konusu değilse, finansman ihtiyacının karşılanması için, yüksek maliyeti olsa da, tek yol borçlanma kalmaktadır.

Şirketlerin hisse senetlerini halka arz edebilmeleri için öncelikle bu hisse senetlerini Kurul'a kayıt ettirmeleri gerekir. Uygun finansman kaynağı olarak hisse

⁶ John M. Dalton, **How The Stock Market Works**, New York Institute of Finance, İkinci Baskı, New York, 1993, s.2

⁷ S. Kerry Cooper ve Donald R. Fraser, **The Financial Marketplace**, Addison-Wesley Publishing Company, 4.Baskı, Texas, 1992, s.494

senetlerini halka arz olarak belirleyen şirketler; hisse senetlerinin halka arzını dört yöntemle gerçekleştirmektedir. Bu yöntemler:

- Tedrici usulde ortaklık kurulması,
- Halka açık anonim şirketlerin mevcut veya sermaye artırımını suretiyle çıkarılacak hisse senetlerinin halka arzı,
- Halka açık olmayan anonim şirketlerin mevcut veya sermaye artırımını suretiyle çıkarılacak hisse senetlerinin halka arzı,
- Özelleştirilecek şirketlerin hisse senetlerinin halka arzı,⁸

Mevcut hissedarların sahip olduğu hisse senetlerinin halka arzı yönteminde; söz konusu hisse senetlerine sahip gerçek veya tüzel kişiler tarafından ellerinde mevcut bir kısım hisse senetleri halka arz edilmektedir. Bu yöntemde gerek hisse senedinin satışından gerekse nominal değerinin üzerinde elde edilen kaynak ve prim işletmenin borç/özsermaye oranına hiçbir etki yapmadığı gibi elde edilen gelir halka arzı yapan şirket ortağı gerçek veya tüzel kişiye aittir.⁹ Eğer şirket kendi ikinci, üçüncü tertip vb. hisse senedini piyasaya arz ediyorsa elde edeceği hisse senedi satış hasılatı ile primler kendisine ait olacaktır.

Eğer şirket mevcut hisse senetlerini; ikinci, üçüncü tertip v.s. hisse senetlerini ihraç ederek halka arz ediyorsa, bu durumda hisse senetlerinin;

- Belirli bir grup veya tertibin olması halinde o grup ve tertipteki tüm hisse senedi bedellerinin ödenmiş olması,
- Belirli bir tertip veya grup yoksa tüm ortaklık sermayesinin ödenmiş olması,
- Rehin ve teminata verilmek suretiyle devir veya tedavülünü kısıtlayıcı ve senet sahibinin haklarını kullanmasını kısıtlandıran kayıtlarının olmaması gerekir.¹⁰

Sermaye Piyasası Kurul'una göre satışı yapılacak hisse senetlerinin nominal sermayeye oranının 2003 yılı için asgari;

- Sermayeleri 10 trilyon TL'ye kadar olan ortaklıklar için %25,
- Sermayeleri 10 Trilyon TL ile 50 Trilyon TL arasında olan ortaklıklar için % 15,

⁸ Sermaye Piyasası Kanunu, Madde 3-4

⁹ Yavuz Akbulak, "Anonim Şirketlerin Halka Açılması ve Sonuçları", Banka-Mali Ekonomik Yorumlar Dergisi, Sayı: 469, Yıl 40, Nisan-2003, s.29

¹⁰ Vural Günel, **Hukuki Açından Sermaye Piyasası Faaliyetleri**, İstanbul Menkul Kıymetler Borsası Yayınları, 1997, İstanbul, s.13

- Sermayeleri 50 Trilyon TL ve daha fazla olan ortaklıklar için ise % 5 olması gerekmektedir.¹¹

Yukarıda ki şartlar çerçevesinde hisse senetlerini % 15'in altında arz eden şirketler, halka açılma tarihini izleyen üçüncü yılın sonuna kadar, nominal sermayelerinin %15'ini tamamlayacak şekilde hisse senetlerini Kurul'a kayıt ettirmeleri gerekmektedir. Söz konusu %15'lik oranın tespitinde, tamamlama işleminin yapıldığı tarihte ki nominal sermaye dikkate alınır.

Hisse senetlerini halka satacak olan ortaklar bir aracı kuruluş ile aracılık yüklenim sözleşmesi imzalar. Aracı kuruluş hisse senetlerinin halka arzı için gerekli belgeler ile Kurul'a başvurur. Şirket yönetim kurulu halka arz için gerekli belge ve yükümlülükleri yerine getirir.

Mevcut hisse senetlerinin halka arzında aracı kuruluş, satış süreci sonunda satılamayan hisse senetlerini sirkülerde belirtilen satış fiyatı üzerinden satın almayı taahhüt eder.

Özelleştirme İdaresi Başkanlığı tarafından, mevcut hisse senetlerinin halka arzı için Kurul'a doğrudan başvuru yapıldığı takdirde, bu halka arzda aracı kuruluşlardan, satış süresi sonunda satılamayan hisse senetlerinin sirkülerde belirtilen satış fiyatı üzerinden satın alınması istenmeyebilir.

Buna ilaveten sermaye artırımı yöntemi ile anonim şirketler finansman ihtiyaçlarını karşılarlarken aynı zamanda mevcut ortakların rüçhan haklarını kısıtlayarak artırılan sermayenin tamamını veya bir kısmını halka arz ederek yeni ortakların şirkete katılması sağlanabilmektedir.

Sermaye artırımı dış kaynaklardan ve iç kaynaklardan olmak üzere iki şekilde yapılmaktadır. Dış kaynaklardan yapılan sermaye artırımında, bilindiği gibi, hisse senetlerinin piyasa değeri üzerinden yapılan halka arzlarda ihraç primleri hisse senetlerini halka arz eden şirketin kasasına girmektedir.¹² Böylece elde edilen gelir şirket bünyesinde kalır ve borç/özkaynak oranı üzerinde olumlu bir etki meydana getirir.

¹¹ Sermaye Piyasası Kurulu, <http://www.spk.gov.tr/pdf/mevcuthissehalkaraz.htm>, 16.07.2004

¹² Reha Tanör, **Halka Arz I**, Beta Basım Yayım, Birinci Baskı, Ankara, 2000, s.285

İç kaynaklarla yapılan sermaye artırımında şirkete bir nakit girişi olmamaktadır. Şirketin bünyesinde var olan değerlerin (birikmiş kârlar, ihtiyari yedekler, hisse senedi ihraç primleri, yeniden değerlendirme fonları) sermayeye eklenmesi söz konusu olmaktadır. Bilançosunda yer alan yedek akçeler, yeniden değerlendirme fonları iç kaynaklardan sermaye artırımında kullanılmaktadır.

Sermaye artırımı yoluyla halka arzda Kurul'a başvurmadan önce şirketlerin yapması gereken birtakım hususlar bulunmaktadır. Sermaye Piyasası Kanun'u 7.maddesine göre bu hususlar:

- Yönetim kurulu esas sözleşmenin sermaye maddesi değişikliğini içeren madde tadil tasarisını hazırlayarak, madde değişikliği için genel kurul onayını alır.
- TTK' nu hükümlerine göre genel kurul tarafından sermayenin artırılmasına ve yeni pay alma haklarının sınırlandırılmasına ilişkin gerekli kararlar alınır.
- Satışı yapılacak hisse senetlerinin nominal sermayeye oranının 2003 yılı için asgari;
 - Sermayeleri 10 trilyon TL' ye kadar olan ortaklıklar için % 25,
 - Sermayeleri 10 Trilyon TL ile 50 Trilyon TL arasında olan ortaklıklar için %15,
 - Sermayeleri 50 Trilyon TL ve daha fazla olan ortaklıklar için ise % 5 olması gerekmektedir.¹³

Hisse senetlerini % 15'in altında arz eden şirketler, halka açılma tarihini izleyen üçüncü yılın sonuna kadar, nominal sermayelerinin % 15'ini tamamlayacak şekilde hisse senetlerini Kurul'a kayıt ettirmeleri gerekmektedir. Söz konusu % 15'lik oranın tespitinde, tamamlama işleminin yapıldığı tarihte ki nominal sermaye dikkate alınır.

Yukarıda sayılan bütün işlemler yerine getirildikten sonra sermaye artırımı yoluyla halka arz için gerekli belgelerin eklendiği bir dilekçe ile hisse senetlerinin kayda alınması için Kurul'a başvurulur.

Üçüncü yöntem ise şirket hisse senetlerinin halka arzında, her iki yöntemi birlikte uygulayabilir. Bu yöntemde, yukarıda anlatılan yöntemlerin şirket için yerine getirilmesi gerekli yükümlülükler birlikte gerçekleştirilmektedir.

¹³ Sermaye Piyasası Kanunu, madde 7

1.2.1.2.Halka Kapalı Anonim Şirketlerin Halka Açılması İle Sağlanan Avantajlar

Şirketlerin hisse senetlerini halka arz ederek özkaynak niteliğinde kaynak sağlamanın yanında bir takım avantajlar elde etmektedir. Hisse senetlerini halka arz etmiş bir şirketin halka kapalı bir şirkete göre piyasa değeri daha gerçekçi belirlenebilmektedir. Başka bir deyişle şirketin hisse senetlerinin fiyatı piyasada belirlenmektedir. Buna karşılık halka kapalı bir şirketin piyasa değerini belirlemek zordur.¹⁴

Halka açık şirketlere Gelir Vergisi Kanunu' na göre dağıtılan kâr payları üzerinden yapılacak gelir vergisi kesintisi %5 iken diğer şirketler için bu oran % 15 olarak belirlenmiştir. Böylece halka açık şirketlerin vergi yükü hafifletilmiştir.¹⁵

Halka arz ile şirket bağımsız dış denetim ve kamuyu doğru ve zamanında bilgilendirme yükümlülüğü ile şeffaflaşmaktadır. Bu durum piyasada şirketlere olan güven ve itibarı artırmaktadır.¹⁶ Hisse senetlerini halka arz etmiş güven ve itibar sahibi şirketler zamanla ortaya çıkan ek finansman ihtiyacı için para ve sermaye piyasalarından uygun şartlarda ve maliyette borçlanabilmekte, hisse senedi arz edebilmektedir.¹⁷ Bu durum şirketlerin alternatif finansman kaynaklarına kolayca ulaşmasını sağlamaktadır.

Aynı zamanda hisse senetlerini halka arz eden şirketlerin mali tablolarını belirli dönemlerde bağımsız denetim kuruluşlarınca denetlenirken, ilaveten SPK ve İMKB'nin denetiminde faaliyetlerine devam etmektedir. Bu çerçevede halka açık şirketler kurumsallaşmayla birlikte modern yönetim tekniklerini daha kolay ve kısa sürede uygulayabilmektedir.¹⁸ Halka açılan şirketler Türk Ticaret Kanunu'nun yanı sıra Sermaye Piyasası Kanunu'na da tabi olacağından şirket yöneticilerinin şirket yönetiminde daha dikkatli ve özenli olmaları sağlanabilmektedir.¹⁹

¹⁴ Akbulak, a.g.m., s.28

¹⁵ Zihni Kartal, "Halka Açılmanın Dayanılmaz Çekiciliği: Vergisel Avantajlar", *Vergi Dünyası, Maliye Hesap Uzmanları Derneği Yayını, Yıl:20, sayı:231, İstanbul, Kasım, 2000, s.78*

¹⁶ İ. Ethem Sancak, "Türkiye' nin 500 Büyük Sanayi Kuruluşunun Halka Açılma Olanakları, Araştırma Raporu (Yeterlilik Etüdü)", T.C Başbakanlık SPK Denetleme Dairesi, 1999, s.8

¹⁷ F.Eugene Brigham ve C. Louis Gapenski, *Financial Management Theory and Practice*, The Dryden Press, 7.Baskı, Orlando, Ekim 1993, s.19-51

¹⁸ www.imkb.gov.tr/halkaarz/bolum3.html, 02.04.2003

¹⁹ İ. Özlem Koç, *Şirketlerin Halka Açılması ve Bir Uygulama*, Sermaye Piyasası Kurulu Yayınları No:118, Ankara, 1998, s.18

Şirketlerin halka açılmasının özkaynak niteliğinde kaynak sağlama, iyi bir prestij sahibi olma v.b. bir takım avantajların yanında, getirdiği dezavantajlar ve yükümlülükler de bulunmaktadır. Örneğin Şirket yönetiminin paylaşılması ve şirket sırlarının açıklanması gibi bir kısım halka kapalı anonim şirketler halka açılmaktan kaçınmaktadırlar.

1.2.1.3.Halka Kapalı Anonim Şirketleri Halka Açılmadan Kaçındıran Nedenler

Şirket sahipleri büyük maddi ve manevi fedakarlıklar sonucu kurduğu şirketi halka açtığı takdirde şirketin yönetim ve kontrolünü kaybetmekten korkmaktadır. Bu korkunun temel kaynağı ise şirket sahiplerinin halka açılma konusunda ki yetersiz ve yanlış bilgiye sahip olmalarından kaynaklanmaktadır.²⁰

Buna ilaveten hissedarlar yeni hisse satışına olumsuz yaklaşabilir. Çünkü hissedarların, yeni hisse arzı ile şirketteki ortaklık payları azalmakta ve dönem sonunda elde edilen kazancı daha fazla ortak ile paylaşmak zorunda kalmaktadır. Bu durum karşısında mevcut hissedarlar tepkilerini ortaklık paylarını satarak göstermektedir. Bu tepki piyasada şirketin için olumsuz bir hava oluşmasına yol açabilmekte, sonuç olarak hisse senetlerinin fiyatı düşmekte veya halka arz gerçek değerinin altında gerçekleşebilmektedir.²¹

Yeni kurulmuş ya da tanınmamış şirketlerin halka arzında hisse senetlerine talebin yetersiz kalması ve piyasada kötü imaj uyandırması korkusu ile hisse senedinin ilk arzda piyasa fiyatının belirlenmesinde zorluk yaşanmaktadır.²² Bu olumsuzluğu ortadan kaldırmak için şirketler halka ilk defa arz edilen hisse senetlerinin performanslarını yüksek tutmak amacıyla düşük fiyatlandırma yöntemini seçmektedirler.

Şirketlerin halka açılması ile birlikte bir takım formalite ve bürokrasi de beraberinde gelmektedir. Halka açık şirketler, halka kapalı şirketlere göre daha fazla resmi raporlama gerektirmektedir ki buda zaman kullanımını ve maliyeti

²⁰ Ali Ceylan ve Turhan Korkmaz, **Sermaye Piyasası ve Menkul Değer Analizi**, Ekin Kitabevi, 2000, Bursa, s.67

²¹ Brigham and Gapenski , a.g.e., s.195

²² Akbulak, a.g.m., s.28

arttırmaktadır.²³ Ayrıca hisse senetlerinin halka açılması hizmetleri ve buna bağlı olarak ortaya çıkan maliyetler, küçük şirketler için elde edecekleri nakit girişine göre oldukça yüksek maliyet içermektedir.²⁴

Halka açılacak şirketler Türk Ticaret Kanunu'nun yanında Sermaye Piyasası Kanunu'na tabi olmakta ve şirket sermaye piyasası kurulunun ve borsanın denetimi altına girmektedir. Bu durum şirketlerin belirli dönemlerde mali tablolarının bağımsız denetime tabi tutulması ve kamunun aydınlatılması gereği ilan etmesi ile birlikte şirkete ait özel bilgileri rakiplerine açıklamasını, kâr dağıtmasını ve formaliteler gereği ek maliyetlere katlanmasını zorunlu kılmaktadır.²⁵

Şirket yöneticilerini halka açılma konusunda ki eksik bilgiye sahip olmaları sebebiyle; şirket yöneticileri halka açılmaya karşı çekingen davranmaktadırlar.²⁶

1.2.2.Halka Açık Anonim Şirketler

Halka açık anonim şirket deyimi SPK'nun 3.maddesine göre "Hisse senetleri halka arz edilmiş olan veya halka arz edilmiş sayılan anonim ortaklıklar" olarak ifade edilmektedir. Bir şirketin halka açık olması hisse senetlerini organize piyasalarda halka çağrıda bulunarak satmak suretiyle veya yasa gereği hisse senetleri halka arz edilmiş sayılmak suretiyledir.

Halka açık anonim şirketlerin hisse senetlerini borsada halka arz etmesi iki önemli unsuru içermektedir. Birinci unsur; hisse senetlerinin satın alınması için halka açık şirkete kurucu veya ortak olarak katılmağa halka çağrıda bulunulmuş olması ve hisse senetlerinin organize olmuş piyasalarda işlem görmesini ifade etmektedir. Bu şirketler ile ilgili ikinci unsur ise şirketlerin mevcut hisse senetlerini veya sermaye artırımını yoluyla yeni hisse senetlerini halka arzını ifade etmektedir.

Şirketin hisse senetlerinin halka arz edilmiş sayılması yoluyla halka açık hale gelmesi ise hisse senedi sahibi sayısı 250'yi aşan anonim şirketler için kabul edilmiştir.

²³ J. Fred Weston ve Thomas E. Copeland, **Managerial Finance**, The Dryden Press, Dokuzuncu Baskı, Texas, 1992, s.905

²⁴ Weston and Copeland. a.g.e., s.905

²⁵ R. Metin Türko, **Finansal Yönetim**, Alfa Yayınları, II. Baskı, İstanbul, 2002, s.674

²⁶ Sancak,a.g.e., s.9

Ortak sayısı 250' yi aşan şirketler halka açık anonim şirket hükümlerine tabi olurlar.²⁷ Bir şirketin halka açık hale geldiği genel kurula katılanların kayıt edildiği hazirun cetvelinden, temettü ödemesinde kesilen kasa fişlerinden ve sermaye artırımına katılanlara ait kayıtlardan anlaşılabilmektedir.²⁸

Tedrici kuruluş yönteminde şirketin kuruluş işlemleri ile halka arz ve ihraç işlemi birlikte yapılmaktadır. Kuruluş işlemi Türk Ticaret Kanunu'na göre yapılırken ihraç işlemleri, eşzamanlı olarak, Sermaye Piyasası Kanunu'na göre yapılmaktadır.²⁹

1.2.2.1.Halka Açık Anonim Şirketlerde Halka Arz

Halka açık anonim şirketler zamanla ticari ve genel ekonomik alanda meydana gelen değişimler, yeni yatırım fırsatlarının doğması, üretim süreçlerine ilişkin teknolojilerde meydana gelen değişimlere ayak uydurmak ve gerek ulusal gerekse uluslar arası alanda rekabet edebilmek amacıyla sermayelerini artırmak isteyebilirler. Zamanla ortaya çıkan bu ek finansman ihtiyacını borçlanma yoluyla sağlamının maliyeti v.b. nedenler yüzünden sermaye piyasasına yeniden müracaat ederek karşılayabilirler.³⁰

Halka açık şirketlerde yeniden halka arz sermaye artırımı yoluyla ya da mevcut hisse senetlerinin halka arzı yoluyla veya her ikisi birlikte yapılabilir. Şirketlerin dış kaynaklı sermaye artırımını yoluyla halka arzı öncelikli olarak mevcut hissedarlara , hisse senetlerinin tamamı mevcut hissedarlar tarafından alınmazsa yeni pay sahiplerine satış yapılır. Şirketin dış kaynaklı sermaye artırımını yoluyla halka arzda ortaklık yapısı ile birlikte şirkete yeni sermaye girişi sağlanmaktadır.

İç kaynaklı sermaye artırımını yoluyla halka arz işleminde ise şirketin bilançosunda bulunan sermaye ve kâr yedeklerini sermaye eklemesi sonucu yapılmaktadır. Bu durumda hissedarlara bedelsiz olarak verilen yeni hisse senetlerine karşılık şirkete herhangi bir nakit girişi olamamaktadır. Fakat iç kaynaklar yolu ile sermaye artırımını şirket sermayesinin güçlendirilmesini, kredi kapasitesinin artırılmasını,

²⁷ Haluk Erdem,"Halka Açık A.Ş. Tanımı ve Vergisel Özellikleri", *Vergi Dünyası, Maliye Hesap Uzmanları Derneği Yayını, Yıl:20, sayı:226, İstanbul, Haziran, 2000, s.40*

²⁸ Koç, a.g.e., s.5

²⁹ Selami Şengül, *Sermaye Piyasası Mevzuatı Açıklama ve Yorumları*, İmaj Yayıncılık, 2002, Ankara, s.34

³⁰ Halit Gönenç,"Şirketlerin Sermaye Artırımları Uzun Dönemde Yatırımcısı İçin Yararlı mı?", *İktisat İşletme ve Finans Dergisi, Yıl:17, Sayı: 200, Ankara, Kasım 2002, s.63*

şirketin hisse senetlerinin kâr oranının düşürülmesini ve kâr dağıtımında istikrarın hedeflenmesini sağlamaktadır.³¹

Şirketlerin halka arzında benzer prosedürler takip edildiği için; halka açık şirketlerin halka arz yöntemlerinden sermaye artırımını yoluyla halka arzı aşağıda açıklanacaktır.

Anonim şirketlerde sermaye artırımının nakit ve aynı olarak yapılmasının mümkün olduğu ifade edilmişti. Nakit olarak yapılan sermaye artırımlarında nakit sermaye olarak taahhüt edilen tutarın 1/4'ü nakit olarak üç ay içinde geri kalan tutar en geç 3 yıl içinde ödenmelidir. Aynı olarak yapılan sermaye artırımında, sermaye olarak konulan her türlü mal ve hakların değeri, Ticaret Mahkemesi tarafından belirlenen bilirkişi tarafından tespit edilir. Bilirkişi raporuna dayanak olan mahkeme kararına bağlı olarak sermaye artırımını işlemleri gerçekleştirilir.

Sermaye artırımını değişik yollar ile de gerçekleştirilebilir. Bunlar;

- Olağanüstü yedeklerin sermayeye eklenmesi,
- Geçmiş yıl kârlarının sermayeye eklenmesi,
- Yeniden değerlendirme sonucu oluşan fonların sermayeye eklenmesi,
- Maliyet artışı fonunun sermayeye eklenmesi,
- Gayrimenkul ve iştirak hisselerinin satışından doğan kârın sermayeye eklenmesi şeklinde olur.³²

Sermaye Piyasası Kanunu'nun 7.maddesine göre kayıtlı sermaye sisteminde bulunan halka açık anonim şirketlerin yönetim kurulu ve esas sermaye sisteminde bulunan şirketlerin TTK'nu hükümleri dahilinde genel kurullarında artırılabilecek sermaye miktarını ve satış esaslarını belirleyen bir karar alır.

Yeni pay alma hakkının kısmen veya tamamen kısıtlanmak istenmesi durumunda; kayıtlı sermaye sisteminde esas sözleşme ile yetkili kılınmış yönetim kurulunun ve esas sermaye sisteminde ise genel kurulun alacağı sermaye artırımını kararında açıkça belirtilmesi gerekir.

³¹ Niyazi Özperhiz, "İç Kaynakların Kullanılması Yoluyla Sermaye Artırımı", Vergi Dünyası, Maliye Hesap Uzmanları Derneği Yayını, Yıl:22, sayı:265, İstanbul, Eylül 2003, ss.135-136

³² Sermaye Piyasası ve Borsa Temel Bilgiler Kılavuzu, İstanbul Menkul Kıymetler Borsası Eğitim Yayınları:1, 12.Basım, İstanbul, 1997, s.90-95

İhraççı ile aracı kuruluş arasında yazılı bir aracılık sözleşmesi imzalanır ve bu sözleşmede aracı kuruluş tarafından sirkülerde belirtilen satış fiyatı üzerinden yüklenilmesi zorunlu olan kısım belirtilir. Kayıtlı sermaye sisteminde satılan paylar kadar sermaye artırılır. Kalan paylar satış süresinde noter huzurunda iptal edilir. Esas sermaye sisteminde satın alma taahhütnamesi imzalanır. Satış süresi sonunda satılamayan payların taahhüt edenler tarafından satın alınma zorunluluğu vardır.³³

Aracılık sözleşmesinin imzalanmasına müteakiben sermaye artırımını yoluyla halka arz için gerekli bilgi ve belgeler ile hisse senetlerinin kayda alınması talebi ile Kurul'a başvurulur.³⁴ Sermaye artırımını yoluyla halka arz için gerekli izahname hazırlanarak Kurul kaydına alınır (Sermaye Piyasası Kanunu mad. 14).

Kurul sermaye artırımını yolu ile hisse senetlerini halka arz etmek isteyen şirketlerin sunduğu bilgi ve belgelerin yeterli olmadığı ve gerçeği dürüst biçimde yansıtmadığı kanaatine varırsa, başvuru konusu hisse senetlerini Kurul kaydına almaktan imtina edebilir.

Hisse senetlerinin Kurul kaydına alınması ile aracı kuruluş, ortaklığı temsil eden yetkili kişiler ve varsa konsorsiyum üyeleri tarafından imzalanarak kaşelenmiş izahname Kurul'ca onaylanır. Ayrıca, izahnamede yer alan, denetlenen dönemlere ilişkin mali tabloların bağımsız denetleme kuruluşlarınca onaylanmış olması gerekir.

İzahname, kayıt belgesi tarihinden itibaren 15 gün içerisinde şirketin kayıtlı olduğu Ticaret Siciline tescil ve Türk Ticaret Sicil Gazetesi'nde ilan edilir.

Şirketin sermaye artırımında hissedarların yeni pay alma hakları tamamen kısıtlanmamışsa, izahnamenin tescilinden itibaren 15 gün içerisinde "yeni pay alma sirküleri" ilan edilir. Yeni pay alma hakkı, 15 günden az 60 günden fazla olamaz.

Tasarruf sahipleri için yayınlanacak sirküler ilanı; yeni pay alma süresinin bitiminden sonra veya yeni pay alma hakkı kullanılmıyorsa izahnamenin tescilinden sonra 15 gün içerisinde hisse senedi satışı ilan edilir (Sermaye Piyasası Kanunu mad.15).

Satış fiyatı, izahname ve sirkülerde yer alır. Satış fiyatı bir fiyat aralığı olarak belirlenmişse, sirkülerin ilk yayınından itibaren en az 1 iş günü önce satış fiyatının

³³ Sermaye Piyasası Kurulu'nun Seri:1, No:26 Tebliğ, Ek madde 1

³⁴ Sermaye Piyasası Kurulu'nun Seri:1, No:22 Tebliğinde istenen belge ve ekler yer almaktadır.

Kurul'a bildirilmesi gerekir. Ön talep toplanması halinde satış fiyatının, hisse senetlerinin Kurul kaydına alınmasından önce Kurul'a bildirilmesi gerekir.

Hisse senetlerinin halka arzı dolayısıyla, yapılacak tüm ilan ve reklam metinleri, yayım tarihinden itibaren en az 2 gün önce Kurul'a sunulur. İlan, reklam ve her türlü açıklamalarda, izahname ve sirkülerde yer alan bilgiler dışında herhangi bir bilgiye yer verilmez.

Sirküler veya ön talep toplama duyurusu yayımlanmadan önce de, Kurul'dan onay almak kaydıyla, sadece şirketin faaliyetleri, sektörü, sektördeki yeri ve ürünleri hakkında ilan ve reklam yapılabilir.

Sermaye artırımını yoluyla halka arzda sabit fiyatla talep toplanması durumunda, sirkülerde belirtilmek suretiyle, hisse senetleri şirket çalışanlarına, ticari bağı bulunan yatırımcı kitlesine ve ihraççının belirleyeceği yatırımcı kitlesine satılmak üzere sınırlandırılabilir. Kurul'ca uygun görüldüğü takdirde yönetim kurulu tarafından asgari ve azami limitler konulabilir. Ancak getirilen sınırlamalar, ihraççı, aracı kuruluş ile sermaye, yönetim, denetim v.b. şekillerde ilişkisi bulunan kişilere menfaat sağlamak amacıyla yapılamaz. Belirli bir yatırımcı kitlesi seçildiğinde, başvuruda bulunan yatırımcıların söz konusu kitlenin niteliklerine sahip olduğunu gösterir belgeyi talep formuna eklemek zorundadır.

Fiyat teklif alma yolu ile talep toplama yönteminde, halka arzda kısıtlama yapılamaz.

Yeni pay alma haklarının kullanım süresinin bitiminden itibaren veya yeni pay alma hakkı kullandırılmıyorsa izahnamenin tescilinden itibaren 15 gün içerisinde "tasarruf sahipler sirküleri" yayımlanarak hisse senetleri satışa sunulur. Yeni pay alma haklarının kullanım süresinden sonra kalan payların halka arz süresi 30 günden fazla olamaz. Tasarruf sahiplerine, hisse senetlerinin satış işlemi için talep toplama veya borsada satış olmak üzere iki yöntemden birini kullanmak zorundadırlar.³⁵

Talep toplama yöntemi sabit fiyatla ve fiyat teklifi alma yoluyla talep toplama yöntemi olarak ikiye ayrılmaktadır. Fiyat teklifi alma yoluyla talep toplama asgari bir satış fiyatı tespit edilip, üzerindeki fiyat teklifleri toplanmaktadır. Sabit fiyatla talep toplama yöntemine teklifler belirlenmiş tek bir fiyattan alınır.

³⁵ Sermaye Piyasası Kurul'u Seri:VIII, No:22, Sermaye Piyasası Araçlarının Halka Arzında Satış Yöntemlerine İlişkin Esaslar Tebliği

Ön talep toplama yönteminin kullanılması halinde, sabit fiyatla talep toplam yönteminin kullanılması zorunludur.

Sabit fiyatla talep toplama yönteminde satışa sunulan hisse senetlerinden satın almak isteyen yatırımcılar istedikleri miktara ilişkin bedelleri sirkülerde belirtilen banka adresine yatırırlar ve halka arzı yürüten aracı kuruluşa başvurarak talep formu imzalarlar. Talep toplam süresi sonunda, varsa konsorsiyum üyelerinden toplanan talepleri konsorsiyum lideri tarafından konsolide edilir.

Fiyat teklifi alma yoluyla talep toplama yönteminde sabit fiyatla talep toplama yönteminden farklı olarak ihraççı veya hissedarlar tarafından; asgari bir satış fiyatı belirlenir ve üzerindeki fiyat teklifleri toplanır. Bu yöntemle hisse senedi satışında fiyat teklifleri en yüksek fiyat teklifinden en düşük fiyat teklifine doğru olmak üzere her fiyat düzeyinde talep edilen miktarlar ile birikimli miktarları gösteren bir tablo haline dönüştürülür. Birikimli olarak en çok hisse senedinin satılabileceği satış fiyatı tespit edilir. Belirlenen fiyat düzeyinde talep edilen toplam hisse senedi miktarının satışa sunulandan fazla olması durumunda, en yüksek fiyatlı talepten başlamak suretiyle dağıtım işlemi yapılır.

Borsa'da satış yöntemi Kurul'un onayı ile İMKB yönetmeliği çerçevesinde yapılmaktadır.

Satış sonuçları, satışın bittiği tarihten itibaren 6 iş günü içinde Kurul'a bildirilir. Sermaye artırımında % 10'dan fazla pay alanlar var ise ayrıca bildirilir.

Şirketlerin hisse senetlerini halka arz etmeleri sonucu ek finansman ihtiyaçlarını karşılamanın yanında yasal düzenlemeler sonucu bir takım imkanlar ve muafiyetler tanınmıştır. Yasal otoritenin böyle bir düzenlemeye gitmesinin sebebi şirketlerin halka açılmalarını cazip hale getirerek ülkede ki küçük tasarruflarının ekonomiye kazandırmak; böylece büyük yatırımların finansmanını sağlayarak ekonomik kalkınmayı gerçekleştirmektir.

1.2.2.2.Halka Açık Anonim Şirketlere Tanınan Yasal İmkanlar

Kanun koyucu şirketlerin halka açılmasını teşvik ederek küçük tasarrufların yatırıma dönüşmesini sağlarken; şirketler, ihtiyacı olan kaynakları kolayca temin edebilmektedir. Yasal otorite tarafından şirketlere tanınan imkanlar aşağıdaki gibidir.

Kayıtlı Sermaye Sistemine Geçebilme

Anonim Şirketler tedrici kuruluş yöntemi şartlarını yerine getirerek SP Kurul'unun izniyle kayıtlı sermaye sistemine geçebilirler. Kayıtlı sermaye sisteminde hisse senetlerinin halka arzı ölçüt olarak kabul edilmiştir. Pay sahibi sayısı 250'den fazla olduğu için kanunen halka açık sayılan şirketler hisse senetlerini halka arz etmedikçe kayıtlı sermaye sistemine geçemezler.³⁶

Kayıtlı sermaye sistemi kabul edildiğinde şirketler kayıtlı sermaye miktarına kadar hisse senedini yönetim kurulu kararı ve SPK'nın izni ile halka arz edebilirler. Kayıtlı sermaye sisteminin değiştirilmesi imtiyazlı hisse senetlerinin durumunu etkilediği için genel kurul kararının alınması ve esas sözleşme değişikliğinin yapılması şarttır.

Kayıtlı sermaye sistemine geçebilmek için anonim şirketlerin;

- Asgari ödenmiş sermaye miktarı *
- Esas sözleşmede hüküm bulunması,
- SPK'nın izni,
- Sanayi ve Ticaret Bakanlığı'nın izni,
- Genel Kurul Kararı,
- Mahkeme onayı,
- Tescil ve ilan şartlarını yerine getirmesi gerekir.³⁷

Tahvil ve Diğer Borçlanma Senetleri İhracı

Bu şirketlere hisse senetlerini halk arzı ile özkaynak niteliğinde fon sağlamanın yanında borçlanma yoluyla da sermaye piyasasında uzun vadeli kaynak sağlama imkanı tanınmıştır. Halka açık şirketlere, halka kapalı şirketlere göre tahvil ve diğer borçlanma senetleri ihraç sınırları arttırılmıştır. Halka kapalı anonim şirketler, Türk Ticaret Kanunu mad. 422'ye göre esas sermayenin ödenmiş ve son bilançoda tasdik olunmuş miktarı kadar tahvil ve diğer borçlanma senetleri ihraç edebilirler. Halka açık anonim şirketler SPK'na gönderilen son mali tablolarda ki ödenmiş sermaye, yedek akçe ile yeniden

³⁶ Ayşe Sumer, **Türk Sermaye Piyasası Hukuku**, Alfa Yayınları, 3.Baskı, İstanbul, 2002, s.71

* Her yıl Maliye Bakanlığı tarafından belirlenmektedir. Kayıtlı sermaye sistemine geçecek ortaklıklar için başlangıç sermayeleri 750 milyar TL'den az olamaz.

³⁷ Kayıtlı Sermaye Sistemine İlişkin Esaslar Tebliği, Seri:IV, No:7, Değişiklik No:24 Tebliği, mad.6

değerleme artış fonlarından varsa geçmiş yıl zararları düşüldükten sonra kalan tutarın altı katı kadar ihraç sınırı artırılmıştır.

Halka kapalı ve halka kaplı anonim şirketlerin sözleşmelerinde tahvil ihracına ilişkin düzenleme ile birlikte ve genel kurul kararı gerekmektedir. Şirketlerin ödünç para bulmak amacıyla daha önce çıkardıkları tahvillerin bedelleri tamamen alınmadıkça yeniden ikramiyeli ve ikramiyesiz tahviller çıkarılamaz.

Hisse Senedi İle Değiştirilebilir Tahvil İhracı

Hisse senedi ile değiştirilebilir tahvil ihracı söz konusu olduğunda şirket uzun süreli olarak kredi kullanmakta ve süre bitiminde yatırımcısına belli bir oran üzerinden tahvil bedeli ve faizini, hisse senedine çevirebilme imkanı tanımaktadır. Bu tür tahvillerin çıkarılması aşamasında tahvil ile hisse senetlerinin değiştirilmesi için fiyat ve oranlar önceden saptanmaktadır. Seçim hakkını kullanarak hisse senedi alan yatırımcının tekrar geriye dönerek hisse senedi ile değiştirilebilir tahvil alma imkanı yoktur. Hisse senedi ile değiştirilebilir tahvil ihracı sadece kayıtlı sermaye sistemini benimseyen halka açık şirketlere verilmiştir.³⁸

Azınlık İndirimi

Halka açık anonim şirketlere ortak olan küçük yatırımcıların haklarının korunması ve haklarını kullanabilmeleri için diğer şirketlere göre indirim gitmiştir. Bu durumda Türk Ticaret Kanunu'nu madde 366'ya göre halka kapalı anonim şirketlerde azınlık haklarının kullanılabilmesi için gerekli oran esas sermayenin onda biri olarak belirlenmiştir. Şirket sermayesinin en az onda biri değerinde paylara sahip kilerin gerekçelerini bildiren yazılı talepleri üzerine idare meclisinin, umumi heyetin toplanmasını ve müzakeresini istedikleri maddeleri gündeme koyması mecburidir. Bu oran esas mukavele ile daha az miktara indirilebilir. Halka açık anonim şirketler için bu oran yirmide bir olarak indirilmiştir.

³⁸ Hisse Senetleri ile Değiştirilebilir Tahvillere İlişkin Esaslar Tebliği Seri II, No:15, Resmi Gazete, 14.07.1992

Genel Kurul ve Yeter Sayılarıyla İlgili Düzenlemeler

Halka kapalı anonim şirketlerde özellikle nama yazılı pay senedi ihraç etmiş şirketlerin genel kurul daveti, ortaklara iadeli taahhütlü mektupla yapılması zorunludur. Halka açık şirketlerde ortaklara iadeli taahhütlü mektup gönderme zorunluluğu kaldırılmıştır. Halka açık şirketlerin ortak sayısının çok olması, aynı zamanda şirket hisse senetlerinin borsada işlem görmesi nedeniyle sürekli olarak değiştirmesi sonucu; genel kurul davetinin ülkenin ulusal gazetelerinden birinde yapılması benimsenmiştir.

Halka açık şirketlere tanınan imkanların yanında aktif büyüklükleri ve kârlılıkları dikkate alınarak bir takım muafiyetlerde tanınmıştır.

1.2.2.3.Halka Açık Anonim Şirketlere Tanınan Muafiyetler

Halka açık şirketlere kâr dağıtım muafiyeti, bağımsız denetim ve ilan muafiyeti olmak üzere iki muafiyet tanınmıştır.

Kâr Dağıtım Muafiyeti

Halka açık anonim şirketlerin mali tablolarına göre aktif büyüklüğü 2.150.000.000.000 TL'yi geçmiyorsa, kurul düzenlemelerine göre hesaplanan birinci temettü tutarı ödenmiş sermayenin % 10'undan düşükse veya aktif toplamı 2.150.000.000.000 TL'yi geçmekle birlikte birinci temettü tutarı ödenmiş sermayenin % 5'inden düşük olması durumunda, ortaklığın, Kurul'a başvurusu ve kurulunda uygun görmesi kaydıyla ilgili dönemler için birinci temettüyü hissedarlarına dağıtmayabilir.³⁹ Fakat, bu hükme göre dağıtılmayan temettü, daha sonraki dönemlerde yapılacak muafiyet hesaplamalarında temettü kalemi olarak dikkate alınır. Bu düzenleme ile şirketlerin kaynak yapısının gelecek dönemler için güçlendirilmesi benimsenmiştir.

³⁹ Sermaye Piyasası Kurulu, Seri:IV, No:9 İhraççıların Muafiyet Şartlarına ve Kurul Kaydından Çıkarılmalarına İlişkin Esaslar Tebliği

Bağımsız Denetim ve İlan Muafiyeti

Sermayelerinin % 95'i veya daha fazlası en fazla 20 ortağa ait olan veya esas sermaye sisteminde bulunan, hisse senetleri borsada işlem görmeyen ortaklıklar, Kurul'a başvurmaları halinde bağımsız denetim ve ilan muafiyetinden yararlanabilirler.⁴⁰

Mali tablolarında aktif toplamı 2.150.000.000.000 TL'yı geçmeyen ve esas sermaye sisteminde bulunan halka açık anonim ortaklıklar bağımsız denetim yükümlülüğünden talep üzerine SPK' unca muaf tutulabilirler.

Sermaye artırımını veya mevcut payların hissedarlarca halka satışı yoluyla hisse senetlerinin ilk kez halka arz olunması ve ortaklıkların devir ve birleşmesi hallerinde, bağımsız denetim yükümlülüğünde, muafiyet şartları uygulanmaz.

Sermaye Piyasası Kurulu şirketlerin halka açılmaları için bir takım imkanlar ve muafiyetler tanıırken aynı zamanda yatırımcıların bu şirketlere yaptıkları yatırımların korunması ve sürekliliği için bir takım yükümlülükleri de beraberinde düzenlemiştir. Her şeyden önce yatırımcının şirkete ortak olması için ona güvenmesi ve yatırımı karşılığında bir kâr elde etmesi sonucu; şirket ile yatırımcı arasında ki ilişki süreklilik kazanacaktır. Gerek mevcut yatırımcıların gerekse potansiyel yatırımcıların haklarını korunması amacıyla SPK tarafından halka açık anonim şirketlere bir takım yükümlülükler getirilmiştir.

1.2.2.4.Halka Açık Anonim Şirketlerin Yükümlülükleri

Şirketlerin halka açılması ile birlikte yasal otorite tarafından bir takım yükümlülükler getirilmiştir. Bunlar;

- Menkul kıymetlerin kurul kaydına alınma yükümlülüğü,
- Bağımsız Denetim Yükümlülüğü,
- Kamunun aydınlatılması ile ilgili yükümlülükler,
- Özel durumların açıklanması yükümlülüğü,

⁴⁰ Sermaye Piyasası Kurulu, Seri:IV, No:9 İhraççıların Muafiyet Şartlarına ve Kurul Kaydından Çıkarılmalarına İlişkin Esaslar Tebliği

- Mali tablo ve raporların düzenlenmesi, kurula ve borsaya gönderilmesi ve ilan yükümlülüğü,
- Kâr payı ile ilgili yükümlülükler,

Halka açık şirketlere getirilen yükümlülükleri aşağıda kısaca açıklanmıştır.

1.2.2.4.1.Menkul Kıymetlerin Kurul Kaydına Alınma Yükümlülüğü

Şirketlerin tedrici olarak kurulması halinde, mevcut hisse senetlerini veya sermaye artırımını suretiyle yeni çıkarılacak hisse senetlerinin halka arzı durumunda kurul kaydına alınması zorunludur.⁴¹ Halka arz edilecek menkul kıymetlerin kurul kaydına alınmasında kamunun gereği gibi aydınlatılması amaçlanmıştır.

Menkul kıymetleri Kurul kaydına alınan halka açık şirketlere Sermaye Piyasası Kurul'unun Hisse Senetlerini Kurul Kaydına Alınmasına İlişkin Esaslar Tebliği'nde birtakım yükümlülükler getirilmiştir. Bu tebliğe göre halka açık anonim şirketler:

- Sermaye artırımını veya kuruluşu ilişkin ilanın yer aldığı gazetenin bir nüshasını izleyen,
- Artırım sonrası oluşan yeni ortaklık yapısına ilişkin bilgiyi satış süresinin bitiminden itibaren,
- İzahname ve sirküler ile ilan ve reklamların yayımlandığı gazetelerin bir nüshasını, her ilanı izleyen.
- Satış sonuçları hakkındaki bilgileri satış süresinin sona ermesinden itibaren,

6 iş günü içinde Kurul 'a göndermekle yükümlüdürler.

Aynı Tebliğ'in 32. maddesinde hisse senetlerini ilk kez halka arz eden anonim şirketlerin yükümlülükleri:

- Yönetim kurulu kararına istinaden düzenlenecek olan beyannameyi, halka arza ilişkin izahnamenin ilanından itibaren 30 gün içerisinde Kurul'a göndermeleri gerekmektedir.
- Halka arz işleminin tamamlanmasından sonra kanuna uyum sağlamak amacıyla gerekli esas sözleşme değişiklikleri yapmak üzere tadil tasarılarını hazırlayarak Kurul'a

⁴¹ Sermaye Piyasası Kurulu, Seri:1, No:26 Hisse senetlerinin Kurul Kaydına Alınmasına ve Satışına İlişkin Esaslar Tebliği

başvurmaları ve ilk genel kurul toplantısında yapılacak kurulca onaylanan değişiklikleri karara bağlamaları gerekmektedir.⁴²

Yapılacak incelemeler sonucunda açıklamaların yeterli olmadığı ve gerçeği gereği gibi yansıtmadığı için halkın istismarına yol açacağı kararı verirse Kurul, gerekçeli kararı ile şirketin, sözkonusu sermaye piyasası aracını Kurul kaydına almayabilir.⁴³

1.2.2.4.2.Bağımsız Denetim Yükümlülüğü

Şirketlerin bir faaliyet dönemi boyunca yapmış oldukları işlemleri sonucu elde edilen gelir ve giderleri genel kabul görmüş muhasebe standartlarına göre kayıt altına almak zorundadırlar. Şirketler tarafından tutulan kayıt, defter ve belgeleri bağımsız denetim kuruluşlarının denetimine sunmakla yükümlüdürler.

Hisse senetleri borsada işlem gören halka açık şirketler, yıllık mali tabloları için rapor ve bilgileri kurulca tespit olunacak esaslar ve genel kabul görmüş muhasebe standartlarına göre hazırlayarak, bağımsız dış denetim yaptırmak zorundadırlar. Halka açık şirketler yıllık mali tablolar sürekli, altışar aylık ara bilanço ve gelir tabloları için sınırlı bağımsız denetim yaptırmak zorundadırlar⁴⁴. Bağımsız denetime tabi halka açık şirketler bağımsız denetleme kuruluşlarına sundukları belge ve bilgilerin doğru ve eksiksiz olduğuna ilişkin rapor almak zorundadırlar.

1.2.2.4.3.Kamunun Aydınlatılması İle İlgili Yükümlülükler

Sermaye Piyasası Kurulu, hisse senetlerini halka arz eden şirketler yönünden halka arz için gerekli şartlara sahip olma, sahip olduğu kaynaklar arasında denge ile yatırımcının kârlılık ve güvenini esas alarak yatırımcıyı koruma yöntemini benimsemiştir.⁴⁵

⁴² Sermaye Piyasası Kurulu, Seri:1, No:26,Hisse Senetlerinin Kurul Kaydına Alınmasına ve Satışına İlişkin Esaslar Tebliği'nin 7 Nolu Eki

⁴³ S. Ünal Şakar, **Araçları, Kurumları ve İşleyişi ile Sermaye Piyasası**, Anadolu Üniversitesi Yayınları, Yayın No:1010, Eskişehir, 1997, s.17-23

⁴⁴ Sermaye Piyasası Kurulu, Seri:X, No:12, Sermaye Piyasasında Bağımsız Dış Denetleme Hakkında Yönetmelik Hükümlerine Göre Sürekli ve Sınırlı Denetlemeye Tabi Ortaklık ve Kuruluşların Belirlenmesi Hakkında Tebliğ

⁴⁵ Serdar Karababa, **Hisse Senetleri Yatırımcısının Korunması**, Seçkin Yayınevi, Ankara, 2001, s.79

Menkul kıymetlerini halka arz edecek şirketlerden istenen belge ve bilgiler kurul tarafından üç açıdan incelemektedir. Bunlar bilgilerin tam ve doğru olması, halka arzın kamu yararına olması ve halka arzın kamu istismarına yol açmamasıdır.

Çünkü kamuya açıklanan bilgilerin şirketin hisse senetlerinin piyasa değeri üzerine önemli bir etkiye sahiptir. Şirketlerin hisse senetlerinin fiyatı üzerinde, kendi faaliyetlerinin etkinliğinin yanında genel ekonominin yapısından, siyasi istikrardan v.b. psikolojik faktörlerin de etkili olduğu bilinmektedir. Şirketin hisse senedinin piyasa fiyatına etki edecek faktörler oluştuğunda kamunun aydınlatılması ilkesi mevcut yatırımcının korunması ve borsaya yatırım yapmak isteyen yatırımcıların doğru karar verebilmelerine yardımcı olacaktır.

Hisse senetlerini halka arz eden şirketlerin geçmiş ve cari döneme ilişkin mali tabloları incelenmekte, mevcut ve geleceğe ilişkin pazar payları durumu, mevcut ve yeni ürün geliştirme potansiyelleri tespit edilmekte ve faaliyetlerini sağlıklı bir biçimde yürütmelerini sağlayacak finansman yapısına ve şirket yönetimine ilişkin bilgilerin objektif olarak kamuya açıklanması halka açılma anında izahname ve sirküler kapsamında duyurulmaktadır.⁴⁶ Şirketlerin faaliyetlerine ilişkin üçer aylık dönemler itibarıyla, bir önceki yıl ile karşılaştırılmalı olarak bilanço ve gelir tablolarını düzenlemeleri benimsenmiştir.

SPK’u, şirketlerin menkul kıymetlerinin arzı için izin sistemi ile birlikte kurul kaydına alınma sistemini benimsenmiştir. İzin ve Kurul kaydına alınma sisteminin temelinde menkul kıymetleri halka arz eden şirketlerin zaman içerisinde ortaya çıkan sürekli ve özel durumların açıklanarak kamunun gereği gibi aydınlatılması ve yatırımcıların korunması anlayışı yatmaktadır.⁴⁷

Sermaye Piyasası Kurul’u, kamunun aydınlatılması ilkelerini SPK’u, Türk Ticaret Kanunu, Merkez Bankası Kararları ve diğer ilgili mevzuatı göz önünde tutarak düzenlemeler yapmaktadır. SP Kurulu menkul kıymetlerini ihraç edecek şirketlerin açıklaması zorunlu belge ve raporları izahname ve sirkülerin kapsamını belirleyerek kamuya açıklanacak bilgileri belirler.

⁴⁶ Osman Altuğ, “Menkul Kıymetlerin Borsada İşlem Görme Şartları, Yatırımcıların Korunması ve Kamunun Aydınlatılması”, İktisadi Araştırmalar Vakfı, Yayın No:1994/98, İstanbul, 1994, s.92-93

⁴⁷ Sumer, a.g.e., s.65

1.2.2.4.4.Özel Durumların Açıklanması Yükümlülüğü

Kamunun sürekli aydınlatılması prensibi ile halka açık şirketlerin piyasa değeri ve sermaye piyasası araçlarında meydana gelen özel durumları Sermaye Piyasası'nın açıklık, dürüstlük ve güvenli işleyişinin sağlanması, yatırımcıların, ortakların ve diğer ilgili kuruluşların zamanında bilgilendirilmesi ve korunması amacıyla şirketlerin açıklanması prensibi benimsenmiştir. Halka açık anonim şirketlerce açıklanacak özel durumlar:

- Ortaklığın sermaye yapısına ve yönetimin kontrolüne ilişkin değişiklikler,
 - Duran varlık alım-satımı, kiralanması ve kiraya verilmesine ilişkin değişiklikler,
 - Ortaklığın faaliyetlerine ilişkin değişiklikler,
 - Ortaklığın yatırımlarına ilişkin değişiklikler,
 - İştirakler ve iş ortaklıklarına ilişkin değişiklikler,
 - İdari konulara ilişkin değişiklikleri bildirmeleri,
 - Diğer değişiklikler (Hisse senetleri borsada işlem gören ortaklıkların yönetim kurulu başka ve üyeleri, genel müdür ve yardımcıları ile sermayenin % 10 veya daha fazlasına sahip ortaklıkların ortaklık hisse senedi alış veya satışlarının toplamının, sermayenin % 1'ine ulaşması, şarta bağlı olayların gerçekleşmesi, bağımsız dış denetim şirketinin çekilmesi veya denetleme sözleşmesinin feshedilmesi ve ortaklığın daha önce faaliyet raporu, mal, tablo, mal, tablo dipnotları, izahname veya başka yollarla kamuya açıkladığı bir durumda önemli değişikliğin ortaya çıkması gibi durumları içermektedir),
 - Olağandışı fiyat ve miktar hareketleri,
 - Borsalarda büyük miktartlı hisse senedi satışlarını bildirmeleri,
- zorunludur.⁴⁸

Halka açık anonim şirketler, özel durumların ortaya çıkmasını doğuracak işlemler ve görüşmeler başlanma aşamasında, görüşmelerde kesinleşen her durumda ve görüşme sonuçlandığı tarihte en seri haberleşme aracı ile Kurul'a bilgi verilmesi zorunlu hale getirilmiştir. Özel durumun en geç; durumun ortaya çıktığı günü izleyen işgünü saat 9:00'a kadar, Kurul ve borsaya ulaştırılır.

⁴⁸ Sermaye Piyasası Kurulu, Seri:VIII, No:20 ,Özel Durumların Kamuya Açıklanmasına İlişkin Esaslar Tebliği

İlgili borsa, şirket tarafından ortaya çıkan bu özel durumu tebliğ uyarınca çıkacağı ilk bültende kamuya duyurur.

1.2.2.4.5.Mali Tablo ve Raporların Düzenlenmesi, Kurul’a ve Borsa’ya Gönderilmesi ve İlan Yükümlülüğü

Hisse senetleri borsada işlem görmeyen şirketler için ayrıntılı bilanço ve gelir tablolarını yıllık olağan genel kurul toplantılarını izleyen 30 gün içerisinde kurula göndermeleri yükümlülüğünü getirmiştir. Hisse senetleri borsada işlem gören şirketler için ayrıntılı bilanço ve gelir tabloları ile birlikte ayrıntılı bağımsız denetim raporlarını hesap dönemlerinin bitimini izleyen 10 hafta içerisinde kurula ve borsa bülteninde yayınlanmak üzere borsaya gönderme yükümlülüğü getirmiştir. Kurul ve ilgili borsaya gönderilecek mali tablo ve raporların genel kurula sunulacak mali tablo ve raporlar olduğunun belirtilmesi gerekir.

Şirketler, cari yıl sonunda hazırladıkları mali tabloları olağan genel kurul toplantılarını izleyen 30 gün içerisinde Türkiye Ticaret Sicil Gazetesi’nde yayınlamak zorundadırlar. Aynı zamanda halka açık anonim şirketler ülke çapında yayın yapan ulusal bir gazetede ya da şirket merkezinin bulunduğu yerde çıkan en yüksek tirajlı iki mahalli gazeteden birinde, mali tablolarını yıllık genel toplantısını izleyen 30 gün içerisinde ilan ederler. Hisse senetleri borsada işlem görmeyen şirketlerin ise şirket merkezinin bulunduğu yerde ki en yüksek tirajlı iki mahalli gazeteden birinde olmak üzere iki mahalli gazetede mali tablolarını yıllık olağan genel kuruluna müteakiben 30 gün içerisinde ilan etme yükümlülüğü getirilmiştir.⁴⁹

Mali tabloların kamuya duyurulmasında bağımsız denetlemeden geçmemiş mali tabloların başlıklarında “bağımsız denetlemeden geçmemiş” ibaresinin yazılması şarttır.

⁴⁹ Sermaye Piyasası Kurulu, Seri:X I, No:1, Sermaye Piyasasında Mali Tablo ve Raporlara İlişkin İlke ve Kurallar Hakkında Tebliği

1.2.2.4.6.Kâr Payı İle İlgili Yükümlülükler

Şirketlerin esas sözleşmelerine birinci temettü oranını göstermeleri zorunludur. Şirketlerin birinci temettü tutarı, hesap dönemi kârından kanunlara göre ayrılması zorunlu yedek akçeler ile vergi, fon ve mali ödemeler ile ve varsa geçmiş yıl zararları düşüldükten sonra kalan dağılabilir kârın % 20'sinden az olamaz.

Kâr dağıtım kararı alan şirket genel kurulu, dağıtılacak kârı şirket ve ortaklar arasında paylaştıracaklardır. Halka açık şirketlerde kârdan; şirkette bırakılan kanuni yedekler, ortaklar, şirkette çalışanlar ve yöneticiler ve şirkette alıkonan özel fonlar pay almaktadır⁵⁰. Genel kabul görmüş muhasebe ilkelerine göre kâr dağıtımı;

- Hesap dönemi sonunda elde edilen kârdan,
- Önceki dönemlerde dağıtılmayan kârlardan,
- Yedek akçelerden,
- Olağan üstü yedek akçelerden,
- İhtiyari yedek akçelerden yapılabilir.⁵¹

Halka kapalı anonim şirketler, her yıl safi kâr üzerinden I.tertip yedek akçeyi ayırdıktan sonra ortaklara % 5 oranında kâr payı dağıtması zorunludur. TTK'nda belirlenmiş olan % 5 oranı temel hak niteliğindedir.⁵² Kâr payı hakkı müktesap hak olarak kabul edilmekte ve şirketler tarafından sınırlandırması söz konusu olamamaktadır. Hem halka kapalı hem de halka açık şirketler I.temettü oranını sözleşmelerinde göstermek zorundadırlar. Halka kapalı ve halka açık anonim şirketlerin I.temettü tutarı, hesap dönemi kârından ayrılması zorunlu yedek akçeler, vergiler ve fonlar ile geçmiş yıl zararları düşüldükten sonra kalan kârın % 20'sinden az olamaz.⁵³

Hisse senetleri borsada işlem gören anonim şirketler, genel kurularının alacağı karara bağlı olarak kâr paylarını:

- Tamamen nakden dağıtma,
- Tamamen hisse senedi olarak dağıtma,

⁵⁰ Necdet Sağlam, Şirketlerde Vergilendirme, Kâr Dağıtımı ve Enflasyon, <http://www.eso-es.net/kurumsal/yazi.asp>, 09.07.2002

⁵¹ Nazmi Karyağdı, Limited Şirketlerde ve Anonim Şirketlerde Kâr Dağıtımı, Vergi Dünyası, Sayı:188, Nisan 1997, İstanbul, s.17

⁵² Nazmi Karyağdı, "Kâr Dağıtım Tablosu", Vergi Dünyası, Sayı:244, Aralık 2001, İstanbul, s.174

⁵³ www.spk.gov.tr/yukumlulukler.htm, 20.11.2003

- Belli oranda nakit belli oranda hisse senedi olarak dağıtılarak kalanını ortaklık bünyesinde bırakma,
- Nakit ya da hisse senedi olarak dağıtmadan şirket bünyesinde bırakma hususunda serbesttirler.

Kâr paylarını hisse senedi olarak dağıtmaya karar veren şirketler, ihraç edilecek hisse senetlerinin kurul kaydına alınması için gerekli bilgi ve belgelerle kurula başvurmaları gerekmektedir.⁵⁴

Bir önceki döneme ilişkin birinci temettü dağıtımını yapmadan sermaye artırımını yapan ve artırımını temsil eden hisse senetleri borsada eski ve yeni olarak iki ayrı sırada işlem gören halka açık anonim şirketler, dönem sonunda elde ettikleri kârdan temettü dağıtmaya karar verdikleri takdirde; bu temettüyü nakit olarak dağıtmak zorundadırlar.

Şirket yönetim kurulunun genel kurula teklif edeceği kâr payı dağıtımını yapıp yapılmamasına ve yapılacaksa kâr payı dağıtım oranına ilişkin önerisi, yeni pay alma sirkülerin ilanından önce kamuya duyurulur.⁵⁵

Halka açık şirketler her yıl sonunda elde etmiş oldukları kârı dağıtıp dağıtmamak konusunda serbesttirler. Halka açık şirketler kârı dağıtmayıp alı koyma kararı verseler dahi ortakların kâr payı alma hakkı müktesap hak niteliğinde olduğundan hisse başına düşen kâr paylarını ayırarak şirkette alıkoymaktadırlar. Şirket tarafından dağıtılmayan birinci temettü tutarı hesaplanıp ayrıldıktan sonra olağanüstü yedeklere eklenir.

Hisse senetleri borsada işlem gören şirketlerin kâr payı ödemeleri ortakların çoğunluğunun kolaylıkla ulaşabileceği, biri ortaklık merkezi olmak üzere en az üç merkezde ve Takasbank'ta yapılır.

Hisse senetlerine ilişkin temettü, hesap dönemi sonu itibariyle mevcut payların tümüne, bunların ihraç ve iktisap tarihlerine bakılmaksızın dağıtılır.

Temettü dağıtım zamanı, şirketlerce izleyen hesap döneminin 5.ayının sonuna tamamlanmak zorundadır. Temettü ödemesinin tamamlanabilmesi için:

⁵⁴ Sermaye Piyasası Kurulu Seri:1, No:26, Hisse Senetlerinin Kurul Kaydına Alınmasına ve Satışına İlişkin Esaslar Tebliği; Ek/1

⁵⁵ Sermaye Piyasası Kurulu, Seri:VIII, No:20, Özel Durumların Kamuya Açıklanmasına İlişkin Esaslar Tebliği

- Temettütün tamamı nakden dağıtılacaksa, temettüünü tahsil etmek için ilgili kuponlarıyla temettü dağıtım adreslerine başvuran ortaklara nakden veya hesaben ödemenin yapılması,
- Hisse senedi olarak dağıtılacaksa, temettütün sermayeye ilavesi nedeniyle ihraç edilecek hisse senetlerinin Kurul'ca kayda alınması ve kayıt sonrası işlemlerin tamamlanarak temettü karşılığı dağıtılacak hisse senetlerinin;

Kayıtlı sermaye sistemindeki ortaklıklarda hesap dönemini izleyen 5'inci ayın sonuna kadar, hisse dağıtımının yapıldığı adreslere başvuran ortaklara teslim hazır hale getirilmesi,

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

Temettü bir kısmı nakden bir kısmı hisse senedi olarak dağıtım birlikte seçilmesi durumunda işlemlerin ayrı ayrı ancak hesap dönemini izleyen 5 inci ayın sonuna kadar yerine getirilmesi şarttır.

Hisse senetleri borsada işlem gören ortaklıkların Kurul'a temettütün sermayeye ilave edilmesi nedeni ile ihraç edilecek hisse senetlerinin kayda alınması talebiyle yapacakları başvuruların, hesap dönemini izleyen 4'üncü ayın sonuna kadar yapılması zorunludur.

Yönetim kurulu üyeleri ile memur, müstahdem ve işçilere, katılma, kurucu ve adi intifa senedi sahiplerine, çeşitli amaçlarla kurulmuş olan vakıflara ve bu gibi kişi ve/veya kuruluşlara kâr payı dağıtılabilmesi çeşitli amaçlarla kurulmuş olan vakıflara ve bu gibi kişi ve/veya kurumlara bağışta bulunulabilmesi için ortaklık esas sözleşmesinde hüküm bulunması gerekir.⁵⁶

Şirketlerin izledikleri kâr dağıtım politikasının daha iyi anlaşılabilmesi amacıyla halka kapalı ve halk açık anonim şirketlerde kâr dağıtımına ait bir uygulama aşağıda sunulmuştur.

⁵⁶ Sermaye Piyasası Kurulu, Seri:IV, No:27, Sermaye Piyasası Kanuna Tabi Olan Halka Açık Anonim Ortaklıkların Temettü ve Temettü Dağıtım Avansında Dağıtımında Uyacakları Esaslar Hakkında Tebliği

Halka kapalı anonim şirketlerde kâr dağıtımı:

Sermayesi 50 milyar ve şirket sermayesi 500.000 adet hisse senedi ile temsil edilmektedir. Şirketin hisse senetlerinin hepsi adi hisse senedi olup nominal değeri 100.000 TL'dir.

- Dönem kârı	15.000.000.000
- Ödenecek vergi ve yasal yük. (-)	<u>3.750.000.000</u>
Kurumlar ver. (% 25)	
- Dönem net kârı	11.250.000.000
- I. Tertip yasal yedek akçe (-)(1/20 oranında)	<u>-562.500.000</u>
- Dağıtılabilir kâr	10.687.500.000
- Ortaklara birinci temettü (Öden.Serm.'nin % 5')	-2.500.000.000
- Yönetim kurulu üyelerine temettü (% 10)	1.687.500.000
- II. tertip yasal yedek akçe (1.687.500*%10)	<u>-168.750.000</u>
- Ortaklara ikinci temettü (Öd. Serm. % 4'ü)	2.000.000.000
- Olağan üstü yedek	6.331.250.000
- Hisse başına kâr $4,5 \cdot 10^9 / 50 \cdot 10^9 =$	<u>9 %</u>
(2.500.000.000 +2.000.000.000 = 4.5000.000.000)	
- Hisse başına temettü $4.500.000.000 / 500.000 =$	<u>9.000 TL</u>

Halka açık şirketlerde kâr dağıtımı:

- Dönem kârı	15.000.000.000
- Ödenecek vergi ve yasal yük. (-)	<u>3.750.000.000</u>
Kurumlar ver. (% 25)	
- Dönem net kârı	11.250.000.000
- I. Tertip yasal yedek akçe (-)(1/20 oranında)	<u>-562.500.000</u>
- Dağıtılabılır kâr	10.687.500.000
- Ortaklara birinci temettü (dağıt. kârın % 50 ‘si)	- 5.343.750.000
- Yönetim kurulu üyelerine temettü (% 10)	1.687.500.000
- II. tertip yasal yedek akçe (1.687.500*%10)	-168.750.000
- Ortaklara ikinci temettü (öd. Serm. % 4 ‘ ü)	2.000.000.000
- Olağan üstü yedek	1.487.500.000
- Hisse başına kâr $7.343.750.000 / 50.10^9 =$	<u>14,68 %</u>
(5.343.750.000 +2.000.000.000 = 7.343.750.000)	
- Hisse başına temettü $7.343.750.000 / 500.000 =$	<u>14.687,5 TL</u>

Not :

- Her iki şirket için kurumlar vergisi oranı % 25 olarak kabul edilmiştir.
- I. tertip yasal yedek akçe dönem net kârının 1/20 ‘si oranında ayrılmaktadır.
- I. tertip temettü TTK’nu ve SPK’nun tespit ettiği asgari oranlar üzerinden yapılmıştır.
- Yönetim kurulu üyelerine dağıtılabılır kâr üzerinden %10 kâr payı verilmektedir.
- II. Tertip temettüden sonra kalan kâr olağan üstü yedek olarak şirkette alıkonması benimsenmiştir.

Halka kapalı anonim şirketler de ortaklara birinci temettü oranı Türk Ticaret Kanunu’nda dağıtılabılır kârın minimum % 5’i olarak belirlenmiştir. Halka açık şirketlerde ise ortaklara I.tertip temettü Sermaye Piyasası Kurulu tarafından dağıtılabılirin kârın % 50’si olarak belirlenmiştir.

Örnek incelendiğinde aynı sermayeye ve aynı kâra sahip halka kapalı şirket ortaklarına 4,5 milyar TL kâr dağıtırken; halka açık şirket ortaklarına 7.343.750.000 TL

kâr dağıtımıştır. Bu durumda hisse başına temettü halka kapalı şirkette 9.000 TL ve hisse başına kâr % 9 olmaktadır. Halka açık şirkette ise hisse başına temettü 14.687,5 TL ve hisse başına kâr payı % 14.687 olmaktadır.

Buraya kadar halka açık anonim şirketleri, Türk mevzuatı ele alınarak incelenmeye çalışıldı. Kâr dağıtım politikaları, kâr payı dağıtım politikalarına etki eden faktörler ve kâr payı ödeme şekilleri ikinci bölümde ayrıntılı olarak incelenmektedir.



İKİNCİ BÖLÜM

HALKA AÇIK ŞİRKETLERDE KÂR DAĞITIM POLİTİKASI

Şirketlerin bir faaliyet dönemi sonunda elde etmiş oldukları gelirleri ile giderleri arasında ki olumlu fark olan brüt kârdan, vergi ve yasal yükümlülükler ile varsa geçmiş yıl zararları düşüldükten sonra elde edilen kâr, ortaklara dağıtılabılır kârdır. TTK’nu 470. maddesine göre “Kâr payı ancak safi kârdan ve bu gaye için ayrılan yedek akçelerden dağıtılabılır” hükmü bulunmaktadır.

Şirketler dönem sonunda ticari ve mali olmak üzere iki tür bilanço hazırlamaktadırlar. Bu bilançolar ile şirketler ticari ve mali kârlarını hesaplamaktadırlar. Ticari kâr; gelir tablosunda hareketle hesaplanmakta ve aynı zamanda şirket faaliyetlerinin sonucunu göstermektedir. Mali kâr, özsermayeden hareketle hesaplanmakta ve dönem sonunda ödenecek vergi ve yasal hükümlülüklerin hesaplanmasında esas olacak matrahın hesaplanmasında kullanılmaktadır. Halka açık şirketlerin kâr dağıtımında esas alacakları kâr mali kâr olacaktır ve kâr dağıtımını net kâr üzerinden yapacaklardır.

Halka açık şirketlerde kâr dağıtımına karar verilmesi konusunda tek yetkili organ genel kuruldur. Şirketlerin, bir faaliyet dönemine ilişkin bilanço ve gelir tablosu ile kazancın dağıtılması hakkındaki tekliflerin kabul veya değiştirilerek kabul edilmesi yada reddedilmesi yetkisi genel kurula aittir.

Genel kurul, kârın dağıtımındaki tek yetkili organ olmasına rağmen yetkileri sınırlıdır. Kurul, kâr dağıtımı konusunda şirket sözleşmesinde ve SPK’nda belirtilen hususlara uymak zorundadır. Halka açık anonim şirketlerin kâr dağıtım politikalarını oluştururken Sermaye Piyasası Kanunu’na göre dikkat etmesi gereken bir takım hususlar bulunmaktadır. Bu hususlar;

- Dönem kârı ve dağıtılabılır kârın tutarı ve kaynağının belirtilmesi,
- Yönetim kurulunun kârı dağıtım teklifinin bulunması. Kâr dağıtım teklifinde şirketin ve hissedarların menfaati arasında tutarlı bir politika izlenmelidir,
- Adi ve imtiyazlı hisse senetlerine sahip her bir gruba ödenecek kâr payları,
- Yönetim kurulu üyelerine, kurucu intifa senedi sahiplerine, katılma intifa senedi sahiplerine, çalışanlara dağıtılması düşünülen kâr payları ve hesaplama şekli,

- Kâr paylarının ödeme şekli, yeri ve zamanı; kâr dağıtımı genel kurul toplantısını takiben en kısa zamanda gerçekleştirilir.
- Şirketin yıl sonuna kadar yaptığı ve yapmayı düşündüğü bağışlara ilişkin bilgiler şirket genele kurul toplantısında hissedarların bilgisine sunularak faaliyet raporunda, izahname ve sirkülerde bulunur.⁵⁷

Kâr dağıtım politikası; şirketlerin faaliyet dönemi sonunda elde ettikleri net kârın ne kadarının işletmede alıkonacağı, ne kadarının ortaklara dağıtılacağı ve eğer kâr dağıtılacaksa dağıtılacak bu kârın ödeme şeklinin nasıl yapılacağına ilişkin kararların alınması süreci olarak tanımlanabilir.

Halka açık şirketlerde kâr dağıtımı kararı büyük bir öneme sahiptir. Çünkü bir şirketin kâr dağıtımı; onun piyasa değerini, büyüme hızını, finansal yapısını ve ortakların servetlerini etkilemektedir. Kârın dağıtımı, ortakların gelirlerini artırırken, şirketin finansman ihtiyacını artırabilir. Bu nedenle şirket yöneticileri kâr dağıtım politikası kararında şirketin gelecekteki olası finansman ihtiyacını, ortakların beklentilerini ve şirketin piyasa değerini dikkate alarak optimal bir karar vermek zorundadırlar.

2.1.Kâr Dağıtım Politikasının Şirketler Açısından Önemi

Üst kademe yöneticilerinin amacı, uzun vadede şirket faaliyetlerini etkin ve verimli olarak yerine getirerek piyasa değerini maksimize etmektir. Bu amaç; aynı zamanda şirket ortaklarının servetlerinin maksimize edilmesinde de ana hedef olmaktadır.⁵⁸ Burada şirket üst yönetimi ile şirket ortaklarının amaçları arasında bir fark bulunmaktadır. Bu fark; şirket yönetimi şirketin sağlıklı bir finansman yapısına sahip olması için uzun süreli planlama yaparak kararlar alırken; şirket ortaklarının beklentilerine bağlı olarak kısa dönemli planlar yapmakta ve dönem sonlarında kâr payı elde ederek servetlerini arttırmayı hedeflemektedir.⁵⁹

Şirket yöneticileri, hedef ve planlarına bağlı olarak yapacakları yatırımlar ile dönem içerisinde ihtiyacı olan çalışma sermayesini belirleyerek, optimal sermaye yapısı

⁵⁷ “Kurumsal Yönetim İlkeleri”, Sermaye Piyasası Kurulu, Temmuz 2003, www.spk.gov.tr/HaberDuyuru/kurumsalyonetim/Kurumsal_Yonetim_Ilkeleri.pdf, 17.07.2004

⁵⁸ Horne, a.g.e., s.910

Arthur ve diğerleri, a.g.e., s.571

⁵⁹ Öcal Usta, *İşletme Finansı ve Finansal Yönetim*, İzmir, 2002, s.44

bileşimi için borç/özsermaye yapısına göre özsermayenin ne kadarının ortaklardan sağlanacağına ne kadarının iç kaynaklardan (otofinansman) sağlanacağına karar verecektir. Bu karar şirketin geçmiş dönemde elde ettiği dağıtılmamış kârların ortaklara kâr payı olarak bir kısmının dağıtılması veya hiç dağıtılmaması şeklinde olacaktır. Aynı zamanda şirketlerin yıllar itibari ile yapılacak yatırımların finansmanında özkaynak ve yabancı kaynakların fazla zorlanmış olması kâr dağıtımını imkansız hale getirebilmektedir.

Şirket faaliyetleri sonucunda kâr veya zarar elde edeceğinden ortaya çıkan bu sonuç şirketin kaynak yapısı üzerinde etkili olacaktır.⁶⁰ Şirketlerin faaliyetlerini sürdürebilmek ve yatırımlarını gerçekleştirebilmek amacıyla, dönem kârlarını ve geçmiş dönem kârlarını dağıtmayarak alıkoymasının temel sebebi, alternatif finansman kaynaklarına ulaşma imkanının sınırlı oluşudur. Alternatif finansman kaynaklarına ulaşma imkanı sınırlı olan şirketin kârı dağıtmayarak alıkoyması bir yatırım kararı olmakta iken şirketin alternatif finansman kaynaklarına ulaşma imkanı olduğu halde kârı dağıtmayarak alıkoyması bir finansman kararı olmaktadır.

Üst kademe yöneticilerinin oto finansman aracı olarak kullandıkları dağıtılmayan kârların ilk bakışta bir maliyeti yok gibi gözükmektedir. Fakat ortaklar hak etmiş oldukları kâr paylarını şirkette bırakarak fedakarlık yapmaktadırlar. Ortaklar, bu fedakarlık karşısında gelecekte daha fazla kâr payı ve sermaye kazancı elde etmeyi beklemektedirler. Bu durum şirket yönetiminin bu kaynakları alternatif yatırım fırsatları içerisinde en kârlı ve verimli alanlara yatırımlarını zorunlu kılmaktadır.⁶¹

Allen ve Rachim⁶²'in Avusturalya'da 1975-1985 yılları arasında 173 şirket üzerinde yaptıkları, amprik çalışmada şirketin hisse senetlerinin piyasa fiyatı ile kâr payı geliri ve ödeme oranı arasında pozitif ilişki tespit etmişlerdir. Aynı zamanda kâr paylarının sürekliliği ile şirketin büyüme oranına bağlı olarak artması arasında bir korelasyon mevcuttur. Başka bir deyişle yatırımcı için yatırımının geri dönüşümüne göre kâr payı gelirinin şirketin büyüme oranına bağlı olarak artması önemlidir.

Jensen araştırmasında şirketlerin kâr payları ile borçlar arasındaki ilişkiyi incelemiş ve araştırmanın neticesinde kâr payları ile borcun birbirinin yerini aldığı

⁶⁰ Ahmet Aksoy, *İşletme Sermayesi Yönetimi*, Gazi Büro Kitabevi, Ankara, 1993, s.26

⁶¹ Muharrem Özdemir, *Finansal Yönetim*, Türkmen Kitabevi, II.Baskı, İstanbul, 1999, s.352

⁶² Dave Allen ve Veronica S. Rachim, "Dividend Policy and Stock Price Volatility Australian Evidence", *Applied Financial Economics*, Sayı:6, 1996, s.186

sonucuna varmıştır. Şirketlerin finansman ihtiyacı nedeniyle özkaynak yerine borç kullanımında iflas vb. kritik dönemlerde borç kullanımı ile ödemeyi kabul ettikleri ana para ve faizi ödemelerini sürdüremediği takdirde; şirket, borç veren kişi ve kuruluşların eline geçecektir. Böyle kritik dönemlerde yöneticilerin elinde ihtiyat saiki ile bulunan dağıtılmamış kârlar borç ödemedede kullanılmaktadır. Borcun kâr payı olarak ödenmesi davranışı sonucunda şirketin elindeki nakit akışı azalmaktadır. Sonuç olarak düşük borç kullanım oranı ile yüksek kâr payı ödemesi arasında bir ilişki olduğu söylenebilir.⁶³

2.2.Kâr Dağıtım Politikasının Yatırımcılar Açısından Önemi

Bir şirketin kâr dağıtım politikası gerek mevcut gerekse potansiyel yatırımcılar açısından önem arz etmektedir. Şirketlerin kazançlarında ki artışa bağlı olarak yatırımcılar daha fazla kâr payı elde etmeyi ummaktadırlar. DeAngelo ve arkadaşlarının⁶⁴ Amerika’da halka açık şirketler üzerinde 1978–2000 yılları arasında yaptıkları araştırmalara göre yatırımcıların, şirketlerin kazançları ve yıllar itibari ile ödedikleri kâr payı ödemeleri üzerinde gittikçe artan bir konsantrasyona sahiptirler. Hiçbir yatırımcı her dönem farklı kâr dağıtım politikası uygulayan istikrarsız şirketlere yatırım yapmayı tercih etmeyecektir. Çünkü istikrarsız kâr payı dağıtım politikası uygulayan şirketler yatırımcılarına güven vermemekte ve geleceğe ilişkin belirsizliğe yol açmaktadır. Mevcut yatırımcılar beklenmeyen durumlar karşısında memnuniyetsizliğini hisse senetlerini satarak yatırımdan vazgeçerek göstermektedirler.

Şirketlerde bireysel ve kurumsal olmak üzere iki tip yatırımcı bulunmaktadır. Bu yatırımcıların benzer tercih ve beklentileri olmalarına rağmen aralarında bazı farklılıklar bulunmaktadır. Bu farklılıklar onların riskten kaçınma ve yatırım ufuklarının farklılıklarından ve sahip oldukları bilgiden kaynaklanmaktadır. Bireysel yatırımcılar kurumsal yatırımcılara göre şirketin çok az bir payına sahiptir. Bireysel yatırımcıların genellikle düşük gelir seviyesine sahip olmaları ve şirket hakkındaki yetersiz bilgiye sahip olmalarından dolayı şirketlerin kârı alıkoymasından ziyade ödemesini tercih etmektedirler. Kurumsal yatırımcılar ise hem vergi yükü hem de şirket hakkındaki

⁶³ Anup Agrawal ve Jayaraman Narayanan, “The Dividends Policies of All-Equity Firms: A Direct Test of the Free Cash Flow Theory, Managerial and Decision Economics, Vol:15, 1994, s.139

⁶⁴ Harry DeAngelo, Linda DeAngelo ve Douglas J. Skinner, “Are Dividends? Dividend Concentration and the Consolidation of Earnings”, Journal of Financial Economics, Erişim:www.sciencedirect.com, 17.06.2003, ss.2-10

bilgileri ve ona güvenleri dolayısıyla kâr paylarını şirkette bırakarak gelecekte sermaye kazancı elde etmeyi tercih etmektedirler.⁶⁵ Ülkemizde de çifte vergilendirmeyi önlemek amacıyla kurumsal yatırımcıların elde ettikleri kâr payları vergi dışı bırakılmıştır.

Kâr payları, kişisel ve kurumsal yatırımcılar açısından üç türlü imkan sunmaktadır. Birincisi kâr payları yatırımcıların üstlenmiş oldukları riski azaltmaktadır. Risk, şirkete yeni ortak girişinin sağlanması yoluyla azaltılabilir. Fakat azalan risk oranına bağlı olarak şirketin ortaklara dağıtacağı kâr payı oranı da azalmaktadır. Ortaklar üstlenmiş oldukları riske bağlı olarak şirketten beklentilerini yükseltmektedirler. Bu beklentilerinin en başında dönem sonunda kâr payı gelirin yanında şirket hisselerinin piyasa değerinin yükselmesi gelmektedir. Ortaklar bir şirketin değerini bir faaliyet dönemi sonunda dağıttığı kârın miktarına ve oranına göre belirlemektedir.

İkinci olarak kâr payları şirket yöneticilerini disipline etmektedir. Başka bir deyişle şirket yöneticileri yatırımcıların beklentilerini karşılamak amacıyla şirket faaliyetlerini yerine getirmek için görev ve sorumluluklarının bilincinde ve ciddiyetinde olmak zorundadırlar. Şirketin disipline edilmesi performansa dayalı teşvik edici tedbirlerin alınmasıdır. Çünkü beklentileri karşılanmayan yatırımcıya göre şirketin başarısızlığının temelinde kötü yönetim gelmektedir.

Üçüncü olarak kâr paylarının, pazara bilgi sağlamasıdır. Bir şirketin değerinin belirlenmesinde en önemli bilgilerin başında belli bir faaliyet döneminde elde ettiği kârlar ile geçmiş dönemde elde ettiği kârlar bulunmaktadır. Kâr payları şirketin geleceğine ilişkin bilgiler sunmaktadır. Eğer şirket yüksek oranda kâr dağıtımı yapıyorsa elinde çok kârlı yatırım alanları var demektir. Bu durum şirketin hisse senetlerinin piyasa değerine olumlu yansıyacaktır.

Kâr paylarının dağıtılmayarak şirkette alı konmasının şirket açısından ve ortak açısından birtakım faydaları mevcuttur. Şirketler açısından kâr paylarının şirkette alı konarak yeniden yatırıma yönlendirilmesinin avantajları şunlardır:

- Hissedarların ortaklık paylarını artırır,
- Şirket hisse senetlerinin satılması için baskı yaratır,

⁶⁵ Lee S. Redding, "Firm Size and Dividend Payouts", Journal of Financial Intermediation, Sayı:6, 1997, s. 225

- Sermayenin gelişmesini sağlayarak özkaynak niteliğinde fon sağlar,
- Yeni hisse senetlerinin piyasa fiyatının üzerinde satılmasını sağlar.

Kâr paylarının dağıtılmayarak şirket bünyesinde kârlı alanlara yatırıma yönlendirilmesi şirketin hisse senetlerinin borsa da değerinin yükselmesine yol açar. Böylece, hem şirketin piyasa değerinin hem de ortakların servetlerinin artması sağlanır. Kâr paylarının yeni yatırımlara yönelmesi bilgisinin kişisel ve kurumsal yatırımcılara ulaşması onları cezbetmekte ve şirket hisse senetlerini satın almaları konusunda bir istek ve baskı oluşturmaktadır. Şirketin yeni yatırımlara yönelmesi ve bu yatırımlarının şirkete dönüşümü bir değer eklemesiyle birlikte şirketin fon kaynaklarını artırmakta; bununla beraber şirket bu yatırımlarına bağlı olarak sermaye artırımına giderek hisse senedi halka arz yolu ile özkaynak sağlamaktadır. Şirketin kârlı yatırımlarının varlığı, şirketin hisse senedi fiyatlarının piyasada halka arz fiyatının üzerinde alınıp satılmasını sağlayacak pozitif bir etki yaratır.

Kâr paylarının dağıtılmayarak alıkonmasının yatırımcılar açısından dezavantajları

- Hisse senetlerini, piyasada fiyatı üzerinden satınalmaktan ziyade pazarda düşük maliyetle yeni hisse senetlerine sahip olma fırsatlarından yararlanamama,
- Pazarda farklı hisse senetlerini farklı fiyatlardan satın alma şansına sahip olmaları fakat bu fırsattan yararlanamama gibi dezavantajları beraberinde getirmektedir.

Şirketin kâr paylarını dağıtmayarak şirkette alıkoyması, yatırımcılar arasındaki farklılıkları ortadan kaldırırken aynı zamanda onların likiditesinin de azalmasına yol açmaktadır. Şirketin hisse senetleri piyasada yatırımcı tarafından satın alınabilir; fakat bunun şirkete hiçbir finansal katkısı olmayacaktır. Bu yüzden kâr paylarının dağıtılmayarak şirkette alı konması, hem şirketin özkaynaklarının güçlenmesi hem de yatırımlarının finansmanı için kaynak sağlayacaktır. Bu sayede yatırımcıların uygun fiyatla pay senetlerine ulaşması mümkün olacaktır.⁶⁶

Bir hisse senedinin değeri, şirketin varlık-kaynak dengesine bağlı olarak sermaye kaynaklarına, bu varlıkların şirket içerisindeki dağılımına, şirketin planlarında

⁶⁶ Harold Bierman, “The Dividend Reinvestment Plan Puzzle”, Applied Financial Economics, sayı:7, 1997, s.268

sabit bir yapıda kalma ihtimaline, dağıtılan temettüye ve işletme yönetiminin yeterliliğine bağlı olmaktadır.⁶⁷

Sonuç olarak ortaklar şirkete, koymuş oldukları sermayenin kullanımını haklı kılan belli bir miktarda getirinin, gelecekte elde edileceği inancını taşırlar. Bu nedenle şirketlerin hisse senetlerini satın alırlar.

2.3.Kâr Dağıtım Politikasının Ülke Ekonomisi Açısından Önemi

Şirketlerin dönem sonlarında kâr elde etmeleri ve bu kârı ortaklarına kâr payı olarak dağıtım kararı kamuoyunda ülke ekonomisinin istikrarlı bir yapıya sahip olduğuna dair bir işaretin habercisi olmaktadır. İstikrarlı bir yapı küçük yatırımcıların sermaye piyasasına olan ilgisini arttıracaktır. Bu ilginin temelinde, ülke ekonomisine olan güvene bağlı olarak sermaye piyasasına yatırım ve bu yatırım sonunda servetlerinin artacağı inancı yatmaktadır. Böylece küçük yatırımlar ekonomiye kazandırılmakta ve ülkede gelir dağılımı açısından bir denge sağlanması imkanı elde edilmektedir.

Sermaye piyasaları bir ekonominin göstergesi ve halka açık şirketlerde reel ekonominin gidişatını yansıtmaktadır. Çünkü bu şirketler bir faaliyet dönemi boyunca mal ve hizmet üretmekte ve bu çabaları sonucu kâr veya zarar etmektedir. Şirketlerin bir faaliyet dönemi sonuçları kâr açıklamaları ve bu kârı dağıtarak ortakların servetini artırırken; aynı zamanda yatırımcıların sermaye piyasasına ve ekonominin gidişatına olan güveni artırmaktadır. Geleceğe olan güvenli bakış sermaye piyasasına yatırım amaçlı girişler artacaktır ki buda ülkede kalkınmayı beraberinde getirecektir.

2.4.Şirketlerin İzledikleri Kâr Dağıtım Politikasına Etki Eden Faktörler

Şirketlerin kâr dağıtım politikasına etki eden faktörlerin yanında mevzuatımız gereği kâr dağıtımında dikkat edilmesi gereken ilkeler vardır. Bunlar net kâr ilkesi, esas sermayenin korunması ilkesi ve şirketin borçlarını ödeme yeteneğine sahip olması ilkesidir.

⁶⁷ Andrew Black ve diğerleri, *Hissedar Değeri Arayışı*, Dünya Yayıncılık, Ekonomi Dizisi:5, I.Baskı, İstanbul, 1998, s.25

Net kâr ilkesine göre, kâr dağıtımı, şirketin dönem sonunda elde ettiği net kâr ile geçmiş dönem elde ettiği kârlar üzerinden ayrılan yedek akçelerden yapılabilir. Esas sermayenin korunması ilkesine göre, şirket kâr elde etmedikçe ve geçmiş yıllardan elde edilen kâr üzerinden ayrılmış yedek akçeler olmadığı sürece kar dağıtımı yapılamaz. Bu ilke ile sermayenin kâr payı olarak dağıtılmasını önleyerek, şirketin ortaklarını ve alacaklılarını koruma amacı benimsenmiştir. Şirketin borçlarını ödeme yeteneğine sahip olması ilkesine göre şirketin borçlarının toplamı net aktif büyüklüğünden fazla ise şirket kâr dağıtımı yapamaz. Ayrıca şirketler geçmiş yıl zararlarını düşmeden, kanuni yedek akçeleri ve şirket sözleşmelerinde kâr dağıtımına ilişkin yükümlülükleri yerine getirmeden kâr dağıtımı yapamazlar.⁶⁸ Şirketler de kâr dağıtım kararı; kâr dağıtım ilkelerinin yanında şirket içi ve dışı olmak üzere birçok faktörün etkisi altındadır. Bu faktörler:

- Yasal ve Şirket Sözleşmesinden Doğan Sınırlılıklar,
- Borç Ödeme Yükümlülüğü,
- Kredi Sözleşmesinde Yer Alan Hükümler,
- Yatırım Planları,
- Yönetimin Anlayışı,
- Ortakların Vergi Durumu,
- Diğer faktörlerdir.

Şirketlerin izledikleri kâr dağıtım politikasına etki eden faktörleri sırasıyla aşağıda açıklanacaktır.

2.4.1.Yasal ve Şirket Sözleşmesinden Doğan Sınırlılıklar

Ülkelerin yasal düzenlemelerine göre şirketlerin kâr dağıtım politikaları sınırlandırılmıştır. Örneğin Türkiye’de 1982-1994 yılları arasında halka açık şirketler dağıtılabilir kârın en az % 50’ sini ortaklarına nakit kâr payı olarak ödeme yükümlülüğü getirmiştir. Bu düzenleme ile halka açık şirketler birinci kâr paylarını dağıtmadan diğer kâr payı ödemelerini ve yasal yedek akçeleri ayırmaları yasaklanmıştır. Bu yıllar arasında kâr payı ödemeleri izleyen hesap döneminin ilk 9 ayında yapılması

⁶⁸ Semih Bükler ve Doğan Bayar, **Finansal Yönetim**, Anadolu Üniversitesi Yayınları No:875, 4.Baskı, Eskişehir, 2001, s.232

yükümlülüğü getirilmiştir. 1995 yılında yapılan yasal düzenlemeler ile halka açık şirketlerin kâr payı ödeme zorunluluğu kaldırılmıştır. Ayrıca kâr payı ödeme kararı veren şirketlerin ödemelerini nakit yapma zorunluluğu kaldırılmıştır. Bunun yerine şirketin kâr payı ödemelerini tümünü nakit ödeyebilir, bedelsiz hisse senedi olarak dağıtılabilir, bir kısmı nakit bir kısmını bedelli ve/veya bedelsiz hisse senedi şeklinde ödeyebilir veya kârın hepsi yedek akçe olarak ayırarak işletme bünyesinde bırakma serbestisi tanınmıştır. Bu serbestlik ile şirketlerin dağıtılabilir kârdan kâr payı ödemeler en az % 50 olması zorunluluğu kalkmıştır. Ayrıca şirketlerin kâr payı ödemelerini izleyen dönemin ilk 9 ay yerine 5 ay içerisinde yapılması düzenlenmiştir.

Sermaye piyasası gelişmiş ülkeler ile Türkiye'deki sermaye piyasasının kâr dağıtım politikası yasal düzenlemeleri arasında önemli farklılıklar mevcuttur. Bunun temelinde Türkiye'de sermaye piyasasının diğer ülkelere göre daha az gelişmiş olduğundan sermaye piyasasını geliştirici ve yatırımcıyı koruyucu yasal düzenlemelere gidilmiştir. Örneğin sermaye piyasası gelişmiş ülkeler olan Amerika ve İngiltere'de kâr dağıtım kararını vermede yetkili mercii şirket yönetimi iken Türkiye'de şirket yönetiminin teklifi ile kâr dağıtım kararını vermeye yetkili kurum genel kuruldur.⁶⁹

⁶⁹ Cahit Adaoğlu, "Yasal Düzenlemelerin İstanbul Menkul Kıymetler Borsası (İMKB) Şirketlerinin Temettü Politikalarına Etkisi", İMKB Dergisi, Cilt:3, Sayı:11, Ağustos-Eylül 1999, s.4-5

Tablo 2.1.:Ülkeler Arası Karşılaştırmalı Kâr Payı Politikası

Faktörler	Farklılıklar
Kâr Payı Politikası Karar Alma Süreci	İngiltere ve A.B.D.'nde kâr payı politikası yönetim kurulu tarafından belirlenir. Alınan karar genel kurula sunulur, fakat bu hissedarlar tarafından oylanmaz. Türkiye'de ise yönetim kurulunun aldığı kâr dağıtım politikası kararı yıllık olağan genel kurulun onayına sunulur.
Temettü Ödeme Sıklığı	İngiltere ve Amerika'da yılda birkaç kez kâr payı ödeneceği konusunda herhangi bir kısıtlama yoktur. Genellikle, bu ülkelerde ki şirketler her üç ayda bir kâr payı ödemesinde bulunur. Türkiye'de İ.M.K.B. şirketleri yılda bir kez kâr payı dağıtabilirler.
Temettü Ödemelerinin Kaynağı	İngiltere ve Amerika'da kâr payı ödemeleri hesap dönemini net kârından ödenir. Türkiye'de, hesap döneminin net kârından vergi, geçmiş yıl zararları ve benzeri giderler düşülmek suretiyle bulunan dağıtılabılır kâr üzerinden kâr payı ödemesi yapılır.

Kaynak : Adaoğlu, a.g.m.,s.5

TTK'na göre kâr dağıtımında yetkili organ genel kuruldur. Kârın dağıtımı kanun ve esas sözleşme hükümlerine göre aksi kararlaştırılmadıkça ortakların sermaye taahhütlerine karşılık yapmış oldukları ödemelere göre yapılacaktır.⁷⁰

SPK'nu mad. 15'e göre Hisse senetleri halka arz yoluyla satılan anonim ortaklıkların esas sözleşmelerinde birinci temettü oranının gösterilmesi zorunludur. Halka açık şirketlerin hesap dönemi sonunda elde ettikleri kâr üzerinden dağıtacakları

⁷⁰ Kazım Metin, "Kâr Dağıtım ve Kâr Dağıtım Tablosu", Vergi Dünyası, Sayı:75, 1996, s.133

birinci temettü tutarı kanunlara göre ayrılması gerekli yasal yedek akçeler ile vergi ve yasal yükümlülüklerle ait ödemeler, mali ödemeler ve varsa geçmiş yıl zararları düşüldükten sonra kalan dağıtılabilir kârın % 20'sinden az olamaz.

Halka açık şirketler genel kurullarının alacağı karara bağlı olarak temettüyü;

- Nakit olarak dağıtma,
- Hisse senedi olarak dağıtma,
- Bir kısmını nakit biri kısmını hisse senedi dağıtma yine bir kısmını şirket bünyesinde bırakma,
- Nakit yada hisse senedi olarak dağıtmadan şirket bünyesinde bırakma konusunda serbesttir.⁷¹

2.4.2.Borç Ödeme Yükümlülüğü

Yüksek büyüme opsiyonlu şirketlerin nakit akışlarında ki artış onların sermaye yapısında borç ihtiyacını azaltır. İşaretleme teorisine göre yöneticiler şirketin gerçek değeri ve finansal yapısı hakkında dışarıdaki yatırımcılara göre daha gerçekçi bilgiye sahiptirler. İşaretleme (signalling) teorisine göre şirketlerin borçlanma politikaları üzerine simetrik olmayan bilgilerin etkisine dayanmaktadır. Yüksek büyüme opsiyonlu şirketler daha büyük bilgi eksikliği ile karşılaşılır ve bu eksikliği giderici kaliteye ulaşabilmek için daha yüksek seviyede borçlanmaları beklenir.⁷²

İşaretleme etkisi şirketin yatırım fırsatları ile borç arasındaki pozitif etkiyi sınırlandırmaktadır. Sözleşme perspektifine göre büyüme fırsatlarına sahip şirketler en az iki sebeple borçlanmayı tercih etmektedirler. Birincisi yatırımlarını gerçekleştirebilmek için varlıklarıyla desteklenen borç için risk alabilirler. Eğer ki yatırımın net şimdiki değeri pozitif olmazsa, hissedarlar adına hareket eden yöneticiler, borç sahiplerine borcu ödeyememe riskini ortadan kaldırmak amacıyla yatırımı sonlandırarak borçlanmaktan kaçınmaya karar verebilir. Böyle bir davranış şirketin düşük varlıklara sahip olmasını ve düşük bir kaldıraç ile çalışmasını sağlayacaktır.

⁷¹ 13.11.2001 Tarih ve 24582 Sayılı Resmi Gazete’de Yayınlanan Seri:IV, No:27 Sayılı “Sermaye Piyasası Kanun’una Tabi Olan Halka Açık Anonim Ortakların Temettü ve Temettü Avansı Dağıtımında Uyacakları Esas Hakkında Tebliğ”

⁷² H.Kent Baker, Gary E. Powell ve E. Theodore Veit, “Why Companies Use Open-Market Repurchases:A Managerial Perspective”, The Quarterly Review of Economics and Finance, Sayı:43, 2003, s.485

İkinci sebep ise şirketler hızlı büyüme potansiyeli ile ortaya çıkan varlık ihtiyacını karşılamak amacıyla borçlanabileceklerdir. Bu borçlanma politikası şirketin yüksek varlık değişimine sahip olması onun yüksek kaldıraç ile çalışmasını sağlayacaktır. Yüksek kaldıraçtan yararlanmak isteyen şirketlerin borçlanma seviyelerine bağlı olarak; kaldıraç seviyeleri ortaya çıkan ana para ve faiz ödeme yükümlülüklerine bağlı olarak sınırlanmaktadır. Bu durum en çok şirketin bir dönem sonunda elde ettiği kârı üzerinde etkisini göstermektedir.⁷³

Şirketler kâr dağıtım kararı aldıklarında yatırımların finansmanı için kullandıkları uzun süreli borçları nedeniyle zorunlu ödemeleri düştükten sonra kalan tutarı ortaklarına kâr payı olarak dağıtabileceklerdir. Böyle bir uygulama yapılmadığı takdirde vadesi gelen borçların ödenmesi için borçlanılması gerekecektir. Bu durum işletmenin kaynak yapısını bozacağı⁷⁴ gibi sermaye maliyeti artışını da beraberinde getirecektir. Bu riski önlemek amacıyla işletmeler kâr payı dağıtım kararlarını finansal yükümlülüklerini yerine getirebilecek şekilde olması için sınırlandırmaktadır.

2.4.3.Kredi Sözleşmesinde Yer Alan Hükümler

Finansman kuruluşları, işletmelere açmış oldukları kredilerin, ana para ve faiz ödemelerinin aksamaması için onların mali yapılarının güçlü olmasını isterler. Finansman kuruluşları kredi alacaklarını tahsil edinceye kadar yaptıkları kredi sözleşmelerinde işletmelerin kâr payı dağıtımını sınırlayıcı hükümler koyabilmektedir.⁷⁵ Şirketler borç verenlerle anlaşarak cari döneme ait kazançları üzerinden kâr payı ödemesi yapabilmektedirler. Şirketler borç sözleşmelerinde ki yükümlülüklerle bağlı olarak geçmiş dönem dağıtılmamış kârları üzerinden kâr dağıtımını yapmayabilirler. Bir diğer kısıtlayıcı durum ise şirketlerin belirli bir net çalışma sermayesini aşağıya düşürecek miktarda kâr dağıtımını yapamamasıdır. Bunun nedeni ise şirketlerin varlıkları ile yükümlülüklerini karşılaması için faaliyetlerinin aksamaması gerekmektedir. İlaveten şirketlerin bilançolarında zarar mevcutsa hissedarlarına kâr dağıtımını

⁷³Ferdinand Gul A., "Growth Opportunities ,Capital Structure and Dividend Policies in Japan", Journal of Corporate Finance, Sayı:5, 1999, s.144

⁷⁴Atilla Gönenli, *İşletmelerde Finansal Yönetim*, İşletme Fakültesi İşletme İktisadı Enstitüsü 30.Yıl Yayınları, No:15, 5.Baskı, 1985, İstanbul, s.387

⁷⁵Nazmi Karyağdı, *Kâr Dağıtım*, Maliye Hesap Uzmanları Derneği Yayınları, İstanbul, 1999, s.68

yapamazlar. Böyle bir durumda şirketin kâr dağıtımını özkaynaklar üzerinde bir baskıya ve azalmaya yol açabilir.

Borç sözleşmelerine benzer bir durum şirketlerin sözleşmelerinde de söz konusudur. Örneğin şirketin imtiyazlı hisse senedi sahiplerine kâr payı ödemesi yapılmadan adi hisse senedi sahiplerine kâr payı ödemesi yapılamaz.⁷⁶

2.4.4.Yatırım Planları

Şirketler yatırım planları için gerekli finansman kaynaklarını yabancı kaynak ve özkaynaklardan sağlamaktadır. Borçla finansman işletmeye bazı formaliteler ile faiz yükü getirmektedir. Buna karşılık dağıtılmamış kâr payları ise işletme için ek bir yük getirmemektedir. Kâr paylarının hissedarlara ödenmesi şirketin alternatif yatırımlarından vazgeçmesine yol açabilir. Şirket böyle bir durumda kârı ortaklarına dağıtma yada yatırımlarından vazgeçme durumuyla karşı karşıyadır. Şirket kârını ortaklarına dağıtma kararı vermesi sonucu yatırımlarını sürdürebilmek için gerekli olan fonları kısa vadeli fonlardan yüksek maliyetle karşılayabilir. Borçla finanslama gelecekte yatırımcılara yapılacak nakit kâr payı ödemelerinde yasaklamalar getirebilir ve bu yüzden borçların ve faizlerinin ödeneceği dönemlerde sermaye harcamaları ve kâr payı ödemeleri için gerekli nakit akışı düşmektedir. Şirket sağlamış olduğu fonların yüksek maliyetleriyle doğru orantılı olarak hissedarlarına kâr payı ödemekten kaçınmaktadır.

James Walter' a⁷⁷ göre bir şirketin yatırımlarının en önemli finansman kaynağı dağıtılmamış kârlardır. Şirketlerin kâr dağıtımını, yatırım fırsatlarının varlığına göre artacaktır veya azalacaktır. Yatırımlar dolayısıyla ihtiyaç duyulan finansman ihtiyacı sermaye piyasasından hisse senedi arzı ile sağlanabilir. Fakat halka arz prosedürünün uzun sürmesi ve hisse senedi çıkarma maliyetinin yüksek olması sebebiyle avantajlı olmamaktadır. Şirketin kâr payı politikasının önemi; yapılan yatırımın şirketin piyasa değerini maksimum yapacak yönde olup olmadığıdır. Kâr payı dağıtımını sınırlandırılarak yapılan yatırımın getirisi firmanın ortalama sermaye maliyetinin üzerinde bir getiri sağlıyor ise firma değeri artacaktır. Yapılan yatırımın getirisi işletmenin ortalama

⁷⁶ Weston and Copeland, a.g.e., s.659

⁷⁷ James E. Walter, "Dividend Policy: Its Influence on the Value of the Enterprise", Journal of Finance, Vol:XVIII, No:2, Mayıs 1963, ss.280-285

sermaye maliyeti ile aynı ise şirket değerinde bir değişme meydana gelmeyecektir. Yapılan yatırım işletmenin ortalama sermaye maliyetinden düşükse işletmenin piyasa değerini olumsuz etkileyecektir. İşletmenin kâr payı dağıtıp dağıtmama politikasının öneminin yanında önemli olan bir başka konuda dağıtılmayan kârların şirket değeri açısından nerede ve nasıl kullanılacağıdır.⁷⁸

D'Souza tarafından 1995–1997 yılları arasında Amerika 'da 350 şirket üzerinde yapılan amprik çalışmada; incelenen şirketlerin kâr payı ödeme oranları ile geçmiş satış oranlarının büyüme oranı ve piyasa değer arasında pozitif ilişki olduğunu tespit etmişlerdir. Bu ilişkiye göre satışları artan kazanç artışlarına bağlı olarak yatırımcılarına kâr payı ödeme oranı artmakta ve bu da şirketin piyasa değerinin artmasına yol açmaktadır. Kazancı artmayan veya artsa da bu kazanç artışını ortaklarına yansıtmayan şirketler büyüse de yatırımcıların beklentileri karşılanmadığı için şirketin piyasa değeri olumsuz etkilenmektedir. Yatırımlarda ki artışa bağlı olarak piyasa değeri artmadığı gibi piyasada değeri düşmektedir.⁷⁹

Şirketler çoğu zaman kâr paylarını öder ve onları ödeme yeteneğine de sahiptir. Eğer vergi ve muamele maliyeti etkileri ihmal edilirse şirketlerin kâr dağıtım politikaları değişmez. Vergi varsa ki gerçek hayatta vardır ve önemli bir oranda ise ortaklar kâr paylarının alı konmasını ve kâr paylarının yerine yeni pay almaya isteklidirler.

2.4.5. Yönetimin Anlayışı

Günümüzde küreselleşme ile birlikte işletmeler yerel piyasada üretim yapsalar bile uluslar arası rekabetin kurallarına uymak zorundadırlar. Artan rekabet karşısında şirketi güçlü bir mali yapıya kavuşturmak ve yeni teknolojilerden faydalanmak için, yatırımlarını finanse edebilmek amacıyla kâr payı dağıtımında sınırlamaya gidebilirler. İşletmenin üst yönetimi kısa dönemde firma kârını maksimize etmek yerine; uzun dönemde istikrarlı ve kalıcı bir büyüme yolunu tercih ederek firma değerini maksimize etmeyi tercih ederek geleceğini ön planda tutmaktadırlar.

Şirket yöneticileri kısa dönemde kârı dağıtarak ortakların servetlerini maksimize etmek yerine kârı dağıtmayarak uzun vadede yapılacak yatırımları finanse edebilmek ve

⁷⁸ Aykan Üreten ve Metin K. Ercan, *Firma Değerinin Tespiti ve Yöntemi*, Gazi Kitabevi, 2000, Ankara, s.48

⁷⁹ Juliet D'Souza, "Agency Cost, Market Risk, Investment Opportunities and Dividend Policy—An Internatipnal Pespective", *Managerial Finance*, Sayı:25, Haziran 1999, s.39

olası risklerden koruyarak; şirketin piyasa değerini maksimize etmeyi tercih etmektedirler. Şirket yöneticileri için önemli olan faktör şirketin sürekliliği ile birlikte şirketin piyasa değerini yükseltmektedir.

Gugler⁸⁰ Avusturya şirketleri üzerinde yaptığı araştırmada şirket yönetimi ile şirketin kâr payı ödeme politikası, kâr payları ile sermaye yatırımları arasındaki ilişkiyi ölçmüştür. Avusturya'da halka açık şirketlerin istikrarlı kâr payı ödeme politikası izlerken sahibi ve yöneticisi aynı olan aile şirketlerinde ise istikrarsız kâr dağıtım politikasına sahip olduklarını tespit etmiştir. Şirket yöneticilerinin, hissedarlara yüksek oranda kâr payı ödemektense dengeli kâr payı ödeme politikası izleyerek borçlanmadan doğan sabit yükümlülüklerini karşılayarak şirketin iflas maliyetlerini ve yöneticiler hissedarlar arasında ki temsilci maliyetlerini düşürmeyi tercih etmektedirler.

Yöneticiler, şirketin geleceğinin parlak olduğunu algıladıkları dönemlerde hissedarlara büyük miktarlarda kâr payı ödemeyi tercih edebilirler. Diğer taraftan kötü günlerin geleceğini düşünen yöneticiler de kârı dağıtmayarak kötü günlerde şirketin güvenliği için nakit rezervlerini korumaya ve yükseltmeye karar vereceklerdir.

2.4.6. Ortakların Vergi Durumu

Halka açık şirketlerin kâr dağıtım politikasını etkileyen en önemli faktörlerden birisi de ortakların vergi durumudur. Ortakların, sermaye kazancı olan kâr payının kanunen belirtilen sınırlardan yüksek olması halinde vergiye konu olmaktadır. Bu durumda yatırımcıların gelirinin azalmasına yol açmaktadır.

Burada birinci önemli nokta ortakların elde edeceği kâr payı gelirlerinin vergilendirilmesinin nerede yapılacağıdır. Klasik sistemde şirketlerin kazançları üzerinden kurumlar vergisi kesildikten sonra dağıtılan kâr payları üzerinden ortaklar gelir vergisine tabi tutulmaktadır. Yalnızca Hollanda'da uygulanan bu sistemin en büyük sakıncası çifte vergilendirmeye sebep olması ve sonuçta ortaklar açısından kârın

⁸⁰ Klaus Gugler, "Corporate Governance, Dividend Payout Policy, and Interrelation Between Dividends, R&D, and Capital Investment", Journal of Bankong&Finance, 2003, Erişim: www.sciencedirect.com
Klaus Gugler ve B. Burçin Yurtoğlu, "Corporate Governance and Dividend Pay-Out Policy in Germany", European Economic Review, Sayı:47, 2003, ss.731-735

dağıtılması ile dağıtılmaması halinde birbirinden çok farklı vergi yükü ortaya çıkmasıdır.⁸¹

Amerika’da şirketler kazançları üzerinde kurumlar vergisi öderken hissedarlar şirketin kâr payı ödemeleri üzerinde elde ettikleri gelir üzerinde gelir vergisi ödemektedirler. Bunun manası hissedarların çifte vergilendirilmedir. İngiltere’de vergi sistemi şirket bünyesinde belirlenmektedir. Şirket kazançları üzerinden kurumlar vergisi kesintisi yaptıktan sonra hissedarlarına kazançları üzerinden kâr payı ödemeyi tercih ederse bu ödemedan doğan gelir vergisi muhasebe tarafından kesilmektedir. Başka bir deyişle hissedarların kâr payı gelirleri şirket bünyesinde vergilendirilmektedir. İngiltere’de de yine Amerika’da olduğu gibi çifte vergilendirme söz konusudur. Buna rağmen hissedarlar şirketlerin yüksek oranda kâr payı ödemelerini tercih etmektedirler.⁸²

Ülkemizde klasik sistemin etkilerini azaltmak amacıyla kısmi bütünleştirme sistemi uygulanmaktadır. Kısmi bütünleştirme sisteminde dağıtılan kurum kazancı ile birlikte hissedarların elde ettiği nihai gelir üzerinden ortaya çıkan vergi alacağı gelir vergisi yükümlülüğünü ortaya çıkarmaktadır. Kısmi bütünleştirme sisteminin klasik sistemin etkilerini ortadan kaldırıp kaldırmayacağı vergi alacağı oranının büyüklüğü ve kurumlar tarafından yapılan stopaj kesintisinin ortakların ödeyeceği vergiden mahsup edilip edilmemesi belirleyecektir.

Ortakların bulunduğu vergi dilimi, şirketlerin kâr payı dağıtma veya dağıtmama kararı üzerinde etkili olacaktır. Ülkemizde uygulanan artan oranlı vergi uygulaması şirketlerin ve kişilerin geliri arttıkça vergi yüklerini artırmaktadır. Halka açık şirket ortakları yüksek vergi dilimi içerisinde kârın nakit olarak ödenmesi yerine şirkette alıkonmasını tercih etmekte veya yatırımcılar şirketlerin yüksek oranda kâr payı ödemesini, bu yolla ödedikleri vergi yükünü azaltmayı tercih etmektedirler.⁸³

Ülkemizde şirketler kurum kazancını ortaklarına nakden dağıtmadığı sürece stopaj kesintisi yapılmayacak ve ortaklar kurum kazancını nakit elde etmediği sürece

⁸¹ İbrahim Türkiş, “Sermaye Şirketlerinde Kar Dağıtımı ve Vergilendirilmesi”, Vergi Sorunları Dergisi, Sayı:176, Mayıs 2003, Ankara, s.18

⁸² Helen Short, Hao Zhang ve Kevin Keasey, “The Link Between Dividend Policy and Institutional Ownership”, Journal of Corporate Finance, Sayı:8, 2002, s.107

⁸³ Varouj Aivazian, Laurence Booth ve Sean Cleary, “Dividend Policy and The Organization of Capital Markets”, Journal of Multinational Financial Management, Sayı:13, 2003, s.102

gelir vergisi kesintisi yapılmayacaktır⁸⁴. Gelir Vergisi Kanunu'nun 94/6-b-i maddesinde “kârın sermayeye ilavesi kar dağıtımı sayılmaz” diyerek kâr dağıtımına bağlı doğan stopajın uygulanmayacağını belirtmektedir⁸⁵. Bu sistem şirkete ucuz mali kaynak sağlayacağı için şirketin kârlılığını artırmaktadır.

Kurumlar Vergisi Kanunu mad. 81'e göre şirketlerin başka bir şirketin sermayesine iştirakinde elde etmiş oldukları kazançları vergiden istisna edilmiştir. Bu istisnanın getirilmesindeki amaç kurumlar arasında çifte vergilendirmeyi önlemektir. Yalnızca kârın dağıtımı esnasında Gelir Vergisi Kanunu mad. 94'e göre stopaj kesintisi uygulanacaktır.

Halka açık şirketler tarafından kâr dağıtımı nakit, bedelsiz ve/veya bedelli hisse senedi veya her ikisi birlikte yapılabilir. Maliye Bakanlığı 243 no'lu Gelir Vergisi Genel Tebliği ile halka açık şirketlerde kârın sermayeye ilavesi suretiyle gerçek kişilerin elde etmiş oldukları gelirlerin menkul sermaye iradı sayılmayacağını dolayısıyla Gelir Vergisine konu edilmeyeceğini belirtmiştir. Gerçek kişilerin halka açık şirketlerin nakit kâr dağıtımı sonucunda elde etmiş oldukları gelirleri Gelir Vergisi Kanunu mad. 75/1, 2, ve 3. fıkraları gereğince menkul sermaye iradı sayılmakta ve beyan edilmesi gerekmektedir. Bu açıklamalara göre şirketlerin elde etmiş oldukları kâr payları kurumlar vergisinden muaf tutulurken gerçek kişilerin nakit elde ettikleri kâr payı gelirleri menkul sermaye iradına konu olmaktadır.

Ülkemiz vergi sistemi halka açık şirketlerin nakit kâr dağıtım kararı bazı ortakların yüksek gelir dilimine girmesine yol açmaktadır ki bu da vergi yüklerini artırmaktadır. Genellikle yatırımcı ortaklar şirkete ortak olarak üstlenmiş oldukları riske göre daha fazla gelir elde etmeyi beklemektedirler. Fakat kârın şirket tarafından nakit dağıtımı yüksek vergi dilimi dolayısıyla bu beklentinin gerçekleşmesini engellemektedir. Bu sebepten dolayı ortaklar kârın dağıtılmayarak şirkette alıkonmasını tercih ederek yüksek gelir beklentilerini ertelemektedirler. Eğer ki ortaklar düşük vergi diliminde vergilendiriliyorlarsa kârın sermaye eklenmesinden ziyade dağıtılmasını

⁸⁴ Yusuf Demir, “İşletmelerin Kar Dağıtım Politikaları ve Firma Değerliliğinin Vergi Uygulamaları İle İlişkisine Teorik Bir Yaklaşım, S.D.Ü.İkt. ve İdr. Bil. Fakültesi, Sayı:1, 2001, Isparta, s.62

⁸⁵ Türkiye, a.g.m., s.19

tercih etmektedirler. Bir şirket ortağının vergi yükünü aşağıdaki gibi formüle edebiliriz⁸⁶;

$$D = E * (1-V_k) * (1-V_g) \quad (2.1)$$

D = Vergiden Sonraki Kâr Payı Kazancı

E = Vergiden Önceki Kâr

V_k = Kurumlar Vergisi Oranı

V_g = Gelir Vergisi Oranı

Örneğin tüm kârını dağıtma kararı veren bir şirkette 2003 yılı geliri 15.000.000.000, milyar TL ise ortakların vergi dilimlerine göre vergi yükü tablo 2.2’de hesaplanmıştır*;

⁸⁶ Seher Süzen, “İşletmelerde Kâr dağıtım Politikalarının İncelenmesi”, Basılmamış Yüksek Lisans Tezi, Edirne, 1997, ss.34-35

* Hesaplar şöyle yapılmıştır

% 25 Vergi Dilimi İçin ; $15*10^9 * (1-0.25) * (1-0.25) = 8.437.500.000$ TL

% 30 Vergi Dilimi İçin ; $15*10^9 * (1-0.25) * (1-0.30) = 7.875.000.000$ TL

% 35 Vergi Dilimi İçin ; $15*10^9 * (1-0.25) * (1-0.35) = 7.312.500.000$ TL

% 40 Vergi Dilimi İçin ; $15*10^9 * (1-0.25) * (1-0.40) = 6.750.000.000$ TL

% 45 Vergi Dilimi İçin ; $15*10^9 * (1-0.25) * (1-0.45) = 6.187.500.000$ TL

% 50 Vergi Dilimi İçin ; $15*10^9 * (1-0.25) * (1-0.50) = 5.625.000.000$ TL

Vergi Oranı

Vergi Yüğü

% 25 $15*10^9 - 8.438.000.000 = 6.562.000.000$ TL

%30 $15*10^9 - 7.875.000.000 = 7.125.000.000$ TL

%35 $15*10^9 - 7.313.000.000 = 7.687.000.000$ TL

%40 $15*10^9 - 6.750.000.000 = 8.250.000.000$ TL

%45 $15*10^9 - 6.188.000.000 = 8.812.000.000$ TL

%50 $15*10^9 - 5.625.000.000 = 9.375.000.000$ TL

Tablo 2.2.:Hissedarların Vergi Yüğü

Kâr Dağıtım Gelir Vergisi Dilimine göre Vergi Oranı %	Kâr Dağıtılması Halinde		Kâr Dağıtılmaması Halinde		Fark
	Vergi Yükü %	Kazanç (a) %	Vergi Yükü %	Kazanç (b) %	
25	43	57	25	75	18
30	47	53	25	75	22
35	51	49	25	75	26
40	55	45	25	75	30
45	59	41	25	75	34
50	63	37	25	75	38

Kâr payı dağıtım politikasıyla ilgili teorik görüşlerde ortakların vergi durumu ile şirketlerin kâr dağıtım politikaları ayrı tutulmalıdır. Vergilerin yapısı; Modigliani ve Miller'e göre tam rekabet piyasasında vergi yoktur ve/veya diğer görüşlere göre yatırımcı açısından makul bir seviyenin olması doğal bir kriterdir. Fakat günümüzde uygulanan vergi sistemlerinde ise şirketlerin kâr dağıtım politikaları ile ortakların vergi durumunu ayırma imkanı yoktur. Ortaklar hisse senedi yatırımları ile ortaya çıkan yüksek gelir beklentilerinin güvenliği için bir takım vergi düzeltme modelleri talep etmektedirler. Vergi mükellefi olan ortaklara şirketlerin kâr payı dağıtımından dolayı vergi yüklemesi sonucu vergi öncesi gelirleri artmaktadır. Bu durumda ortaklar iki yolu seçmektedir. Birinci yol; daha az vergi ödemek amacıyla kâr paylarını şirkete bırakmayı tercih etmektedirler. İkinci yol ise; ortaklar, şirketlerin dağıttıkları kâr paylarının

Vergi Yüğü %

$$6.562.000.000 / 15.000.000.000 = \% 43$$

$$7.125.000.000 / 15.000.000.000 = \% 47$$

$$7.687.000.000 / 15.000.000.000 = \% 51$$

$$8.250.000.000 / 15.000.000.000 = \% 55$$

$$8.812.000.000 / 15.000.000.000 = \% 59$$

$$9.375.000.000 / 15.000.000.000 = \% 63$$

gelecekte vergilendirileceğini bildiklerinden sabit varlıkları fiyatlama teorisine göre yatırım yapacakları hisse senetlerine düşük fiyat teklif etmektedirler.⁸⁷

Sonuç olarak; ortaklar, halka açık şirketlere kar paylarının çekiciliği nedeni ile yatırım yapmaktadır. Ortaklar, şirketlerin dağıttığı kâr paylarının maliyetini beklentileri doğrultusunda maliyetini makul bir seviyede buluyorsa kâr paylarının ödenmesini tercih ederken; eğer elde etme maliyetini beklentilerinin üzerinde buluyorsa şirkette alı konmasını tercih etmektedir.⁸⁸

2.4.7. Diğer Faktörler

Şirketlerin, kâr dağıtım politikasını ve sermaye yapısını etkileyen önemli etkenlerden birisi de enflasyondur. Enflasyonun şirketin kâr dağıtım politikasına ve sermaye yapısına etkilerini iki başlık altında toplayabiliriz. Birincisi mevcut vergi ve muhasebe sistemimiz enflasyonun paranın satın alma gücünde meydana gelen azalışları mali tablolarına yansıtma imkanı vermemektedir. Enflasyon muhasebesinin uygulanmamasından dolayı şirketler reel olarak zarar ettiği halde kâr elde etmekte ve bu kârı üzerinden vergilendirilmektedir. Bu yapı ile şirketlerin kârları değil özkaynakları vergilendirilmektedir. Bu durum şirketlerin kâr dağıtmaktan kaçınmasına ve sermayesinin vergilendirilmesi nedeniyle sermaye yapısı bozulan şirket elde etmediği kârı dağıtarak sermaye yapısının daha da bozulmasına yol açmaktadır.⁸⁹

Bu olumsuz etkiyi gidermek amacıyla 30.12.2003 tarih ve 25332 sayılı resmi gazetede 5024 sayılı kanun ile 2004 yılında şirketlerin enflasyon muhasebesine geçişi düzenlenmiştir. Enflasyon muhasebesi uygulaması ile uzun yıllar şirketlerin mali tablolarını olumsuz yönde etkileyen etkileri ortadan kaldırarak gerçek durumu göstermesi amaçlanmaktadır.⁹⁰

Enflasyon muhasebesi ile şirketlerin mali tabloları uluslararası muhasebe standartlarına uyum sağlamak ve şirketin gerçek piyasa değeri ile dönem sonlarında reel kâr /zararı belirlenmektedir. Enflasyonun ikinci etkisi ise sermaye yapısı daha çok

⁸⁷ George M. Frankfurter ve Bob G. Wood Jr., “Dividend Policies Theories and Their Empirical Tests”, International Review of Financial Analysis, North Holland, Sayı:11, s.112

⁸⁸ Dan Dhaliwal, Oliver Zhen Li ve Robert Trezevant, “Tax Penalty Incorporated Into The Return on a Firm’s Common Stock”, Journal of Accounting and Economics, :35, 2003, s.176

⁸⁹ Necdet Sağlam, Şirketlerde Vergilendirme, Kar Dağıtımı ve Enflasyon, <http://www.eso-es.net/kurumsal/yazi.asp>, 09.07.2002

⁹⁰ “Borsada Bedelsiz Hisse Yağmuru”, Borsa Türk Dergisi, No: 4, 28.12.2003, İstanbul

nakit ve benzeri varlıklardan oluşan şirketler, paranın satın alma gücünde meydana gelen azalmadan dolayı zarar ederken, sermayesini kısa ve uzun vadeli borçlarla finanse eden şirketler ise yine paranın satın alma gücünde meydana gelen alıştan dolayı borçları reel olarak azalacağından kâr elde etmektedir. Enflasyon dönemlerinde reel olarak kâr eden şirketlerin temettü dağıtması şirketin finansal yapısını bozmayacaktır.

Piyasada tanınmış, büyük ve hızlı büyüyen şirketler kendilerine duyulan güven dolayısıyla piyasada tanınmamış, yeni kurulmuş ve küçük şirketlere göre para ve sermaye piyasasından daha kolay fon sağlayabilmektedir. Bu yüzden büyük ve prestijli şirketler fon ihtiyacını karşılamak amacıyla belirli dönemlerde kâr payı ödeme miktarlarını artırmakta ve gerekli fonları kolay bir şekilde sağlayabilmektedir.

Fakat bu durum küçük şirketlerin fon ihtiyacını karşılamak için sermaye piyasasına başvurma olanağı; ihtiyaç duyulan fonların büyüklüğü, fon sağlam maliyeti ve şirkete olan güven ve tanınmamışlık dolayısıyla sınırlanmaktadır. Bu durumda küçük şirketler için en uygun finansman dağıtılmamış kârlar olmaktadır.

2.5.Şirketlerin İzledikleri Kâr Dağıtım Politikaları

Kâr paylarının çifte vergilendirilmesine ve Modigliani ve Miller' in kâr paylarının sermaye maliyetine ve piyasa değerine etkisizlik yaklaşımına karşılık şirketlerin kâr payı ödemeleri artmaktadır. Bu durum Modigliani ve Miller' e göre anlaşılması güç bir durumdur. Şirketlerin her dönem sonunda yapılan kâr payı ödemelerini artırmaları bunun kanıtı olmaktadır. Buradaki açmaz nokta ortakların şirketin piyasa değerindeki yükselişi sayesinde sermaye kazancı teklifinin yanında paylara kâr payı ödemesi ile birlikte daha fazla ödül verilmesidir.

Şirketlerin, sermaye yapısı sistematik ve sistematik olmayan risklerle karşı karşıyadır. Bu risklerin bir kısmı şirket tarafından kontrol edilebilirken bir kısmı kontrol edilememektedir. Biz o zaman diyebiliriz ki kısa vadede etkin bir piyasada rassal yürüyüş teorisine göre şirketlerin hisse senetlerinin fiyatlarının değişkenliği tesadüfidir ki bu durum şirketin kâr dağıtım kararını etkilemektedir.⁹¹ Bu teoriye göre etkin bir piyasada fiyat ve getirilerdeki değişimler birbirinden bağımsız ve yeknesaktır. Hisse senetlerinin fiyatlarının bağımsızlığı; herhangi bir zamanda hisse senetlerinin ortalama

⁹¹ Shaffer Sferrell, "Investors Prefences and Dividend Payouts", Applied Economics Letters, Sayı:8, 2001, s.489

piyasa fiyatı şirketin gerçek değerine yakın veya eşit olmaktadır. Hisse senetlerinin ortalama piyasa fiyatı ile gerçek değeri arasında bir sapma var ise; bunun sebebi yatırımcıların farklı bilgi ve beklentilere sahip olmalarından dolayı farklı bir denge oluşmaktadır. Rassal yürüyüş teorisinin getirdiği en büyük tez hisse senetlerinin geçmişteki hareketlerinin onların bugünkü performansını etkilemeyeceğidir. Böyle bir durumda hisse senetlerinin fiyatının oluşumunda piyasaların tam olarak etkin olmadığını söyleyebiliriz.⁹²

Bir şirketin kâr payı ödemeleri ile kazançları arasındaki ilişki akademisyenler arasında finans literatüründe her zaman tartışma konusu olmuştur. Şirketlerin kâr payı ödeme oranı onların kâr payı politikasının cömertlik göstergesi olarak ortaya çıkmaktadır.

Bu sebeple gerek yöneticiler gerekse yatırımcılar şirketin mali raporlarında ki kazançları ve kâr payı ödeme oranları üzerinde odaklaşmaktadır. Fakat burada ki önemli nokta şirketin kazançlarına bağlı olarak ortaya çıkan nakit akışlarının dikkate alınmasıdır. Bir şirketin kazançlarının yüksekliği onun yüksek oranda kâr dağıtımını yapacağı anlamına gelmez. Çünkü şirket elindeki nakitleri yatırımlarını finanse etmek için kullandığı takdirde yatırımcılara nakit olarak kâr payı ödemesi imkansızdır.⁹³ Fakat, kâr elde eden şirketler yatırımcıların beklentilerini gerçekleştirebilmek ve şirketin piyasa değerini maksimize edebilmek için kazançlarının bir kısmını kâr payı olarak dağıtmaktadır. Şirketlerin izledikleri kâr dağıtım politikalarını beş başlık altında toplayabiliriz. Bunlar;

- Her yıl sabit tutarda kâr payı dağıtımı,
- Her yıl sabit oranda kâr payı dağıtımı,
- İstikrarlı gelişme gösteren kâr payı dağıtımı,
- Sabit tutarda bir kâra ilave olarak kâr payı dağıtılması,
- Düzensiz kâr payı dağıtımıdır.

⁹² A. Gültekin Karaşin, **Sermaye Piyasası Analizleri**, Sermaye Piyasası Yayınları, Yayın No:4, İkinci Baskı, Ankara, 1987, s.96

⁹³ Timoty Gallagher J. ve Joseph D. Jr. Andrew, **Financial Management Principles and Practice**, Prenticehall, London, 1996, s.394

2.5.1. Her Yıl Sabit Tutarda Kâr Payı Dağıtımı

Her yıl sabit tutarda kâr payı dağıtım politikası, şirketlerin yıllar itibariyle kazançlarında meydana gelen azalış veya artışlara rağmen her yıl sabit tutarda bir kâr payının hissedarlara ödenmesini amaçlayan bir politikadır.

Bu kâr dağıtım politikasının hissedarlar açısından en büyük avantajı geleceğin belirsizliğini minimize etmesidir. Hisse senetlerinin getirilerine önem veren küçük yatırımcılar, sabit tutarda kâr dağıtan şirket hisse senetlerini tercih etmektedirler.

Bu kâr dağıtım politikasının en büyük dezavantajı ise hisse senedi sahipleri açısından bir tahvil gibi sabit bir yatırım aracına dönüşmesidir. Bu durumda ise şirketin hisse senetlerinin piyasa fiyatı yükselmekte ve hisse senetlerinden kâr payı yanında sermaye kazancı elde etmek isteyen yatırımcılar için cazip gelmemektedir.⁹⁴

2.5.2. Her Yıl Sabit Oranda Kâr Payı Dağıtımı

Her yıl sabit oranda kâr payı dağıtımı; her yıl sonunda ki şirket safi kârından vergi ve yasal yükümlülükler düşüldükten sonra elde edilen net kârdan her hisseye ödenecek kâr payı oranı olarak ifade edilebilir.⁹⁵

Şirketlerin yıllar itibariyle kazançları artabilmekte ve azalabilmektedir. Her yıl sabit oranda kâr payı dağıtım oranı benimseyen şirketler kazançlarının arttığı yıllarda hisse senetlerine yüksek oranda kâr payı öderken kazancının azaldığı yıllarda kâr payı ödemesi azalmaktadır.

Şirket yöneticileri, kâr payı değişimlerini kısa vadede ziyade uzun vadede ki seyirlerini izlerler ve önemserler. Bu yüzden şirket yöneticileri kazançlarda kısa sürede meydana gelen artışlara göre kâr payı ödemelerini değiştirmekten yana değildirler. Şirket yöneticileri kâr payları için uzun vadede istikrarlı bir yol çizmeyi tercih ederler. Bu durumda kâr payı dağıtım politikasının, en büyük sakıncası bir yıl önce elde edilen yüksek kazançla bağlı olarak dağıtılan yüksek kâr payının ertesi yıl düşük kazançla bağlı olarak dağıtılan düşük kâr payı dolayısıyla şirket hisse senetlerinin piyasada ki istikrarının kaybolmasına neden olmasıdır.

⁹⁴ Bolak, a.g.e., s.259

⁹⁵ Oswald D. ve diğerleri, **Guide To Financial Analysis**, McGraw Hill Book Company, 1985, New York, s.275

Fabia ve Babiak'ın yapmış olduğu incelemelerde şirket yöneticilerinin şirket büyük kazançlar elde etse bile kâr payı ödemelerinde sınırlı artışlarla yetindiğini tespit etmiş ve bu konuda Lintner'i desteklemiştir. Yöneticilerin en büyük korkusu gelecekte tersine dönebilecek kâr payı ödemeleridir.⁹⁶

2.5.3.İstikrarlı Gelişme Gösteren Kâr Payı Dağıtımı

şirketlerin yıllar içerisinde kazançlarında dalgalanmalara bağlı olarak farklı net kâr rakamlarına ulaşmaktadırlar. Net k rlardaki bu dalgalanmalar şirketlerin dağıtılan kâr paylarına olduğu gibi yansıtılmamaktadır.

Kârın bir önceki yıla göre yüksek olduğu dönemlerde ortaklara yapılan kâr dağıtım artırılmakta fakat bu artış oranı net k rdaki artış oranı kadar olmamaktadır. şirketler yüksek kazanç dönemlerinde elde edilen kârların tamamını hissedarlara dağıtmayarak gizli yedek akçe veya olağan üstü yedek ak elerde tutmayı tercih edebilir. Bunun sebebi ise düşük kazanç elde edilen yıllarda hissedarlara bu yedeklerden kâr payı ödemesi gerçekleştirilmesidir. şirketler düşük kazanç elde edilen yıllarda hissedarların kazançlarını korumakta diğer yandan istikrarsız kâr dağıtımı yapan şirket görüntüsünden çıkararak şirketin piyasa fiyatı korunmaktadır⁹⁷. Bu kâr dağıtım politikası sayesinde şirketler, istikrarlı ve uzun vadede gittikçe artma eğilimi gösteren bir kâr dağıtım politikası izlemektedirler.

2.5.4.Sabit Tutarda Bir Kâra İlave Olarak Kâr Payı Dağıtılması

şirket kazançları bazı yıllarda pozitif olurken bazı yıllarda negatif olabilmektedir. Bu sebeple şirketler hissedarlarına sabit oranda veya sabit tutarda bir kâr payı belirlemekte ve bunun üzerine kazancın yüksek olduğu dönemlerde de ekstra bir kâr payı ödemesi söz konusu olmaktadır.⁹⁸ şirket tecrübeleri doğrultusunda düşük oranda bir kâr payı oranı veya tutarı belirlemekte ve her yıl sonunda elde edilen kazancın değişimine göre ekstra bir kâr dağıtımı yapılmaktadır. Bu yöntem daha çok

⁹⁶ Richard A. Brealey, Stewart C. Myres ve Alan J. Marcus, **Principles of Corporate Finance**,  eviren: nal Bozkurt ve diğerleri, Literatür Yayıncılık, 3.Baskı, İstanbul, 1997, ss.443-444

⁹⁷ Kayağdı, a.g.e., s.68

⁹⁸ Usta, a.g.e., s.51

popüler şirketler ve halka kapalı şirketlerde küçük yatırımcıların kâr payı alabilmeleri için uygulanmaktadır.

Yöntemin şirketin piyasa değerine etkisi geçici olmaktadır.⁹⁹ Yöntemde, kâr payı ödemeleri şirket tarafından belirlenen bir plan içerisinde gerçekleştirilmektedir. Klasik kâr dağıtım yaklaşımında şirket politikalarının optimizasyonuna bağlı olarak kâr ödeme planı oluşturulmakta ve ödeme yapılmaktadır. Kâr payı ödemeleri, kâr ve riskin kontrolünü içine alan aktivitelerin oluşturduğu karmaşık modeller, özellikle finansal firmaların hareketlerinde önemi daha da artmaktadır. Örneğin büyük sigorta şirketlerinde olduğu gibi. Bu şirketler bir yandan ortaklarına rezervlerinin bir bölümünü kâr payı olarak öderken diğer yandan da riskten korunmak problemi ile yüz yüze kalmaktadır. Şirketlerin sürekli kâr ödemelerinden dolayı belli bir süre sonra sabit bir yükümlülük haline dönüşmektedir. Bu durumda ise borcun yeniden ödenmesi söz konusu olmaktadır. Böyle bir davranış kazançlar kontrol altına alınmadığı takdirde şirket için optimal değildir. Sürekli rezervlerden dağıtılan kâr şirketin nakit yapısını bozmaktadır, bu durumda şirket iflas etmekte veya faaliyet alanı daralmaktadır.¹⁰⁰

Sonuç olarak yatırımcılar düzenli ve yüksek oranda kâr dağıtımı yapan şirketlere yatırım yapmayı tercih etmektedirler. Düzenli ve yüksek oranda kâr dağıtan şirketlerin yatırımcıların beklentilerini karşıladığı sürece şirket hisselerine yatırımcıların ilgisi artacaktır ve şirket gelişme imkanı elde edecektir. Risk ve kârlılık açısından şirketlerin kazançlarının kontrol altında olmadığı bir durumda sürekli kâr dağıtımı optimal bir davranış değildir.

2.5.5.Düzensiz Kâr Payı Dağıtımı

Bazı şirketler yıllar itibari ile kazançlarında meydana gelen artış ve azalışları ortaklarına olduğu gibi yansıtmaktadırlar. Yüksek kazanç elde edilen dönemlerde ortaklara yüksek miktarlarda kâr payı ödenirken kazancın düşük olduğu dönemlerde düşük kâr payı ödemesi hatta hiçbir ödeme söz konusu olmamaktadır.

Şirketleri böyle bir kâr dağıtım politikasını izlemelerinin özellikle yüksek oran ve miktarlarda kâr payı ödemeleri, kârlarının bir kısmını olağanüstü, ihtiyari veya gizli

⁹⁹ Bowlin ve diğerleri, a.g.e., s.51

¹⁰⁰ Michael I. Taksar ve Xun Yu Zhou, "Optimal Risk and Dividend Control for a Company With a Debt Liability", Insurance Mathematic and Economics, Sayı:22, 1998, s.106

yedek akçe olarak ayırmamalarının temelinde iki temel faktör yatmaktadır. Bu faktörler, şirketin finansal yapısının ve faaliyette bulundukları sektörün yüksek risk içermesinden kaynaklanmaktadır. Şirketler riskli finansal yapılarını yatırımcılarına göstermemek ve üstlenmiş oldukları fazla riske bağlı olarak daha fazla kâr payı ödemeyi tercih etmektedirler.

Kısa vadede böyle bir davranış yatırımcıların servetlerini maksimize etse de uzun vadede hem şirketler hem de yatırımcılar olumsuz etkilenecektir. Çünkü şirketler kârlarının büyük bir kısmını ortaklarına dağıttığı için gerek çalışma sermayesi gerekse yatırımlarının finansmanı için borçlanmaya gitmekte ya da sermaye artırımını yoluyla şirkete yeni ortak almayı tercih etmektedirler. Şirketin karlılığı artsa da borçlanmadan dolayı faiz ödemesi ve şirkete yeni ortak katılımından dolayı kâr daha fazla ortak ile paylaşılacak zorunda kalacaktır. Bu durum şirketin finansal yapısını borçlanmadan dolayı daha fazla riskli hale getirmekte veya şirkete yeni ortak alımından dolayı şirket kâr dağıtım oranını değiştirmese bile daha fazla kâr payı ödemek zorunda kalacaktır. Bu durum şirketleri istikrarlı bir kâr dağıtım politikasından uzaklaştırmaktadır.

2.6.Kâr Payı Ödeme Şekilleri

Şirketler, sermaye yapıları, ekonomik konjunktür, rakiplerin kar dağıtım politikaları, ortakların vergi durumu v.b. faktörlerin etkisi altında çeşitli kâr payı ödeme şekilleri izlemektedirler. Hızlı büyüyen, genç ve dinamik şirketler çok yüksek miktarlarda kâr elde etseler dahi; bu kârlarını yatırımların finansmanı için gerekli olan sermaye ihtiyaçları nedeniyle şirkette bırakmayı tercih etmektedirler. Yatırımlarını tamamlamış şirketler ise alternatif yatırım fırsatları olmadığı durumda elde edilen kârları şirkette tutmak yerine ortaklarına kâr payı olarak ödemeyi tercih etmektedirler.

Kâr dağıtım politikası ile şirketlerin, net kârın ne kadarının ortaklara dağıtılacağı ne kadarının şirket bünyesinde alı konacağına karar verildikten sonra ortaklara dağıtılacak kârın hangi kaynak veya kaynaklardan ödeneceği konusunda kendileri için uygun kararı vermek zorundadırlar. Şirketlerin kâr paylarının ödenmesinde kullanacakları kaynaklar şirketin finansal yapısını özellikle likidite yapısını etkilemektedir. Likidite yapısı bozulan şirket faaliyetlerin yetersiz çalışma sermayesi ile sürdürmekte ve sonuç olarak faaliyetlerinde aksama, yükümlülüklerin yerine

getirilmesinde aksaklıklar ve hisse senetlerinin piyasa fiyatı üzerinde olumsuz etkileri olmaktadır.

Şirketlerin kâr payı ödemelerini politikalarını nakdi ve gayri nakdi olarak yapabilmektedirler. Bunlar;

- Kâr paylarının nakdi olarak ödenmesi,
- Kâr payı olarak hisse senedi verilmesi,
- Kâr payı olarak ayni ödeme yapılması,
- Hisse senetlerinin geri satın alınması yoluyla Kâr payı ödemesi ,
- Borçlanarak kâr payı ödemesidir.

2.6.1.Kâr Paylarının Nakdi Olarak Ödenmesi

Şirketlerin en çok tercih ettikleri kâr payı ödeme tipi nakit ödemedir. Şirketin kâr payı ödemeleri şirket kasasından ve banka mevduatını da nakit olarak kabul edersek iki kaynaktan yapılabilecektir. Finansal yapısı elverişli olan şirketler tarafından yapılan bir uygulamadır. Kâr paylarını nakit olarak dağıtacağını açıklayan şirketlerin hisse senetlerinin piyasa fiyatı suni olarak yükselmektedir. Bu yükseliş şirket yönetimi tarafından kâr paylarının nakit ödenmesi ile düşmekte ve hisse senetleri gerçek değerini bulmaktadır.¹⁰¹

Şirketlerin kâr paylarını nakit olarak ödemeyi tercih etmelerinin nedeni hissedarların beklentilerini karşılamanın yanında, mevcut ve yeni yatırımcılara şirket hakkında bilgi sunmaktır. Nakit kâr payı ödeyen şirketler için işletme teorisine göre bir bilgi sunmaktadır ki Almanya'da yatırımcıların nakit kâr payı ödeyen şirketlerin hisse senetlerini satın almayı tercih etmeleri, bu durumu kanıtlamaktadır.¹⁰²

Burada önemli olan şirket varlığının kâr paylarını nakit olarak ödemek için elverişli olup olmadığıdır. Dönem kârının yüksek olması şirketin her zaman nakit ve nakit benzeri varlıklarının yüksek olacağını ifade etmez. Çünkü hızlı büyüyen şirketler elde ettikleri nakit varlıklarını yeni yatırımlarının finansmanında kullanmaktadırlar. Diğer taraftan enflasyonun çalışma sermayesi üzerindeki olumsuz etkisi yüzünden,

¹⁰¹ Bolak, a.g.e., s.260

¹⁰² James Forjan, David Durr ve John Theis, "An Investigation of the Relationship Between Dutch Auction Repurchase Tender Offers and Cash Dividends Payments", Managerial Finance, Sayı:26, Sayı:8, 2000, s.38

şirketin kârı çok yüksek olsa bile elinde ortaklara dağıtmak için yeterli nakit bulunmasına engel olmaktadır.

Şirketlerin kâr paylarını nakit ödemeleri optimal finans yapıları üzerinde etkili olmaktadır. Kâr paylarının nakit olarak ödeyen şirketler genellikle optimal finans yapısından uzaklaşmakta ve nakit ödenen kâr payı tutarı kadar bir finansman açığı ortaya çıkmaktadır. Optimal finans yapısının bozulmasına bağlı olarak şirket kredi kullanarak veya yeni hisse senedi ihraç ederek bu finansman açığını karşılayabilecektir. Bütün bu davranışlar şirketin ortalama sermaye maliyeti ve piyasa değeri üzerinde olumsuz etki meydana getirebilir.

Kâr payı nakit olarak dağıtılabaksa kâr payının dağıtılacağı adrese başvuran şirket hissedarlarına nakden veya hesaben ödeme yapılacaktır.¹⁰³

2.6.2.Kâr Payı Olarak Hisse Senedi Verilmesi

Kâr paylarının ödenmesi için nakit yapısı elverişli olmayan ve borçlanma maliyeti yüksek olan şirketler yeni hisse senedi ihracı yoluna giderek; elde edilen hasılat ile hissedarlarına ödemeyi tercih etmektedirler.

Şirketler nakit kâr dağıtmak yerine elde ettiği kârı sermayeye eklemekte ve bu eklenen sermaye tutarını hissedarlara hisse senedi şeklinde kâr payı olarak ödemektedir. Diğer bir ifadeyle hissedarlara elindeki payları oranında sabit miktarda yeni hisse senedi verilmektedir.¹⁰⁴ Kâr paylarının hisse senedi olarak ödenmesi ile şirketin finansal yapısı bozulmamakta ve nakit olarak ödeme yapılmadığı için yeni bir finansman ihtiyacı ortaya çıkmamaktadır.

Şirketlerin nakit kâr payı ödemek yerine hisse senedi şeklinde ödemeyi tercih etmesinin nedenlerinden birisi, şirketin likidite yapısını korumaktır. Şirketin nakit kâr payı dağıtması sermaye ihtiyacını artırabilir. Bu ihtiyaç para piyasalarından borçlanarak veya sermaye piyasalarından ani hisse senedi ihracı ile karşılanabilir. Para piyasasından borçlanma şirkete ek bir faiz yükü getirmekle birlikte şirketin riskini de artırmaktadır. Şirketin sermaye piyasasından yeni hisse senedi sağlamak yoluyla kaynak ihtiyacını karşılamaya çalışması hem maliyetli hem de zaman alıcı bir prosedürü içermektedir.

¹⁰³ www.spk.gov.tr/yukumlulukler, 02.06.2003

¹⁰⁴ Bozkurt ve diğerleri, a.g.e., s.440

Sermaye piyasasından kaynak sağlayıncaya kadar geçen süre zarfında şirket faaliyetlerinde ve taahhütlerinde aksamalara sebep olabilecektir.

Ayrıca şirkete, yeni ortakların girmesi kârı sulandıracağından ve yönetimin kontrolünü zayıflatacağından mevcut ortaklar tarafından hoş karşılanmayabilir. Hissedarların, şirketlerin kârın nakit dağıtılması yerine hisse senedi olarak dağıtılmasını tercih etmelerinin en büyük nedeni sahip oldukları yüksek vergi yüküdür. Kâr paylarını hisse senedi şeklinde alan hissedarların bu gelirleri vergiye konu olmamakta ve aynı zamanda nakde ihtiyaçları olduğunda elindeki hisse senetlerini satarak bu ihtiyaçlarını karşılayabilmektedirler ki bu durum sonuç olarak nakit kâr payı dağıtımından farksız bir durumdur.

2.6.3.Kâr Payı Olarak Ayni Ödeme Yapılması

Nakit kâr payı ödemelerinin tipik bir şeklide ayni ödemedir. Hissedarlarına kâr dağıtım yapacağını açıklayan şirketler elindeki mevcut mal veya hizmetleri veya değerli kağıtları vererek ödeme yapmayı teklif edebilir. Şirket hisselerinin piyasa değerini korumak amacıyla kâr dağıtım kararı veren şirket yöneticileri nakit ihtiyacının fazla olması sebebiyle veya ellerinde biriken ve nakde dönüşme hızı yavaş olan stokları ve değerli kağıtları vererek kâr payı ödemesini gerçekleştirebilir.

2.6.4.Hisse Senetlerinin Geri Satın Alınması Yoluyla Kâr Payı Ödemesi

Şirket hissedarlarına nakit olarak kâr payı ödemesi yapabileceği gibi piyasada ki hisse senetlerini geri satın alarak da hissedarlarına nakit ödemesi yapmaktadır. Gitgide yaygınlaşan bu yöntemde şirket piyasada dolaşan hisse senedi sayısını azaltarak hissedarların hisse başına kazancını ve hisse senetlerinin değerini artırmaktadır. Şirket hisse senetlerinin geri satın alınmasıyla hisse senedi sayısının azalması oranında hisse başına kâr payı artmaktadır. Hissedarlar, hisse başına kâr payı artması ile birlikte hisse senetlerinin piyasa fiyatı artmakta ve böylece hissedarlar nakit kâr payı geliri yerine sermaye kazancı elde etmektedir.¹⁰⁵

¹⁰⁵ Türko, a.g.e., s.535

Şirketler geri satın aldığı bu hisse senetlerini saklamakta ve bir finansman ihtiyacı olduğunda tekrar paraya çevirmektedir.¹⁰⁶ Bu yöntem sayesinde şirketler finansman ihtiyacı nedeniyle yeni hisse senedi çıkarma maliyetinden kurtulmaktadır. Şirketler bu yöntem sayesinde elinde ki hisse senetlerini satarak ihtiyacı olan finansmanı sağlamakta ve yeni hisse senedi ihracı ile ortakların olası olumsuz tepkilerinden korunmaktadır.

Aynı zamanda hisse senetlerinin geri satın alınması şirketin sermaye maliyetini düşürmesini sağlamaktadır. Bu yolla şirket gelecekte elde edeceği kazancına bağlı olarak hissedarlarına kâr payı ödemelerini yapma zorunluluğu ortadan kalktığı için sermaye harcamalarını düşürebilir.

Şirketler büyüme oranına bağlı olarak hissedarlarına ödeyeceği kâr payı artmaktadır. Kazançlarındaki artışa rağmen Şirketler, hisse senetlerini piyasadan satın alarak daha az kâr payı ödemekte özkaynak maliyeti ile ortalama sermaye maliyetini düşürürken aynı zamanda hissedarlarına kâr payı dağıtım yapmaktadır.¹⁰⁷

Türkiye’de hisse senetlerinin geri satın almasına izin veren yasal düzenleme mevcut olmadığından şirketlerin böyle bir işlem gerçekleştirmeleri mümkün değildir.

2.6.5.Borçlanarak Kâr Payı Ödemesi

Kâr payı ödeme şekillerinden biri de şirketlerin dağıtacağı kâr paylarına karşılık olmak üzere belirli bir vadeli ve faizli senetlerin verilerek kâr payı ödeme yöntemidir.¹⁰⁸ Borçlanarak kâr payı ödemede diğer bir yöntem ise şirketin para piyasasından borçlanarak ortaklarına kâr payı ödemesini gerçekleştirmektir. Şirket kâr paylarını borçlanarak ödemeyi tercih ettiği takdirde faiz giderlerine katlanmak zorundadır. Burada asıl önemli olan nokta uygun zamanda, uygun maliyetle ve yeterli miktarda fon bulabilme meselesidir. Şirketin kâr paylarını ödeme sorunu kısa zamanda çözülmüş olmakla beraber; şirketin böyle bir davranışı, uzun süreli planlanmış ve devam eden yatırımları için gerekli olan sürekli fonlar için borçlanma kapasitesini sınırlandırmaktadır.

¹⁰⁶ Bozkurt ve diğerleri, a.g.e., s.441

¹⁰⁷ Alan W. Clements, “*The Cost of Capital–The Practitioners View*”, *Teh European of Finance*, Sayı:5, 1999, s.253

¹⁰⁸ Usta, a.g.e., s.52

Şirketlerin bu yönteme başvurmalarının altında iki temel sebep vardır. Şirketin yatırımları dolayısıyla nakit sıkışıklığı içinde olduğu dönemlerde ve özkaynak ağırlıklı sermaye yapısını değiştirmek amacıyla bu yöntemi kullanarak kâr payı ödemesi yapmaktadırlar.¹⁰⁹

2.6.Kâr Dağıtım Politikalarına Göre Hisse Senetlerinin Piyasa Değerinin Hesaplanmasında Teorik Yaklaşımlar

Şirket yöneticilerinin temel amacı, şirketin hisse senetlerinin piyasa değerini maksimum yapmaktır. Bütün kararlar ve davranışlar şirketin değerini ve ortakların zenginliğini artırmaya yöneliktir. Bir şirketin piyasa değeri çeşitli faktörlerin etkisi altındadır. Şirketin hisse senetlerinin piyasa değeri, ilgili şirketin yatırımlarının (x_1), maliyetinin (x_2), teknolojik durumunun (x_3), sınai ve ticari haklarının (x_4), kâr dağıtım politikalarının (x_5), insan kaynaklarının (x_6) bir fonksiyonu olarak ifade edilebilir. Yani:

$$P = f(x_1, x_2, x_3, x_4, x_5, x_6) \text{ şeklinde yazılabilir.} \quad (2.2)$$

Kâr dağıtım politikasının, şirketin piyasa değerine etkisi konusunda finans literatüründe birbirine karşıt iki görüş bulunmaktadır. Myron Gordon ve John Lintner'in başını çektiği görüşe göre kâr dağıtım politikasının şirketin pay senetleri üzerinde etkili olduğu, buna karşılık Franco Modigliani ve Merton Miller' in başını çektiği görüşe göre, kâr dağıtım politikasının, şirketin hisse senetleri üzerinde etkisinin olmadığı savunulmaktadır.

2.6.1.Gordon–Lintner' in Görüşü

Bir hisse senedi yatırımcısına kâr payı ödemeleri nakit kâr payı ve sermaye kazancı ve/veya zararı olmak üzere iki şekilde olmaktadır. Genellikle yatırımcılar kâr payı gelirinin yanında sermaye kazancıda elde etmeyi beklerler.

Ortaklar ve yatırımcılar yatırım yaptıkları pay senetlerini belirli bir geri dönüşüm oranına (r) tabi tutarak yatırımlarının piyasa değerini belirlemektedir.

¹⁰⁹ Türko, a.g.e., s.535

Gordon'a göre bir şirketin hisse senetlerinin piyasa fiyatı sürekli olarak gelecekte elde edilmesi beklenen kâr paylarının geri dönüşüm oranına (r) iskonto edilmesi yoluyla hesaplanacaktır. Beklenen getiri oranı (r) sabit getirili devlet tahvil veya bonosuna risk faktörü ilave edilerek hesaplanır.¹¹⁰

Bir hisse senedinden beklenen getiri bir dönem için şöyle formüle edilir:¹¹¹

$$\text{Beklenen Getiri} = r = \frac{D_1 + P_1 - P_0}{P_0} \quad (2.3)$$

Formülde :

D_1 =Hisse başına beklenen kâr payı,

P_1 =Hisse senedinin bir yıl sonraki fiyatı,

P_0 =Hisse senedinin cari piyasa fiyatını göstermektedir.

Formülü örnek ile açıklayacak olursak, Alfa şirketine ait hisse senetleri piyasada 1.000 TL'den satılmaktadır. Hissedarlar, bu hisse senedine yatırımlarından 100 TL nakit kâr payı elde etmeyi beklemektedir. Aynı zamanda hisse senetlerinin bir yıl sonra 1.200 TL'den satılacağını düşünmektedir. Bu duruma göre Beta şirketinin hisse senetlerinin beklenen getiri oranı (r):

$$r = \frac{100 + 1.200 - 1.000}{1.000} = \%30 \text{ olarak hesaplanacaktır.}$$

Bu örneğe göre şirketin hisse senetlerinin yıl sonunda beklenen fiyatı $P_1 = P_0 \times (1 + 0,30) = 1.300$ TL'dir. Şirketin piyasa değeri (PD) ise bir dönemlik modele göre;

$$PD = P_t \times N \quad (2.4)$$

¹¹⁰ Mine Tükenmez ve arkadaşları, "Finansal Yönetim", Vizyon Yayınları, İzmir, 1999, s.1036

¹¹¹ James C. Van Horne, "Financial Management and Policy", Prentice Hill Inc, Eleventh Edition, New Jersey, 1998, ss.25-27

Bozkurt ve diğerleri, a.g.e., s.122

Formülde:

P_t = Hisse senedi piyasa fiyatı

N = Hisse senedi sayısını göstermektedir.

Bu modele göre yatırımcıların başka yatırımlardan bekledikleri getiri oranı % 30'dan düşükse bu hisse senetlerine yatırım yapmaktadırlar.

Birden fazla kâr payı ödemesi olduğu zaman şirketin piyasa değeri:

Bir hisse senedinin bugünkü piyasa fiyatı teorik olarak gelecekte beklenen nakit akışları ile hisse senedinin gelecekte ki fiyatının bugünkü değerine eşittir. Bu açıklamamıza göre hisse senetlerinin piyasa değerini

$$P_0 = \sum_{t=1}^n \frac{D_t}{(1+r)^t} + \frac{P_n}{(1+r)^n} \quad (2.5)$$

hesaplayabiliriz.

Formülde,

P_0 = Hisse senedinin bugünkü fiyatı

D_t = T. yılın sonuna kadar alınması beklenen nakit kâr paylarını,

P_n = N. yılın sonunda hisse senedinin beklenen fiyatı,

r = Yatırımcının hisse senedi yatırımından beklediği getiri oranı,

t = Zaman serisi,

n = Yılları göstermektedir.

Kâr payı modeline göre şirketin hisse senetlerinin bugünkü değeri gelecekte beklenen kâr paylarının bugünkü değerine eşit olur. Hisse senetlerinin bugünkü piyasa değeri :

$$P_0 = \frac{D}{(1+r)} + \frac{D_2}{(1+r)^2} + \frac{D_3}{(1+r)^3} + \dots + \frac{D_t}{(1+r)^t} \quad (2.5)$$

formülü ile hesaplanır. Formülde

P_0 = Hisse senedinin bugünkü değeri,

D_t = t'inci yıla kadar elde edilmesi beklenen kâr payı ödemelerini,

t = zaman serisini göstermektedir. Şirketin piyasa değeri ise 2.4 no'lu formüle göre hesaplanabilir.

Şirketin ömrünü sonsuz kabul ettiğimizde ($t = \infty$) kâr payları (D)'da sonsuza gitmektedir. Bu durumda sonsuz ömre sahip bir şirketin ömrünün belirlenmesi imkansız olmaktadır. Şirketin şimdiki veya gelecekteki herhangi bir dönem için değerinin belirlenmesi için zaman serilerine bir sınır koymamız gerekir.

Şirketin dağıtacağı kâr paylarının yıllar itibari ile sabit kalması halinde :Şirketin kazançlarında meydana gelen artış ve azalışa rağmen yıllar itibari ile ödenen kâr payı miktarı değişmediği için $D_1 = D_2 = \dots = D_t = D_1$ olacağından hisse senetlerinin piyasa fiyatı:

$$P_0 = D \times \left[\frac{1}{(1+r)^1} + \frac{1}{(1+r)^2} + \frac{1}{(1+r)^3} + \frac{1}{(1+r)^4} + \dots + \frac{1}{(1+r)^n} \right]$$

(2.6)

başka bir deyişle: formül

$$P_0 = \frac{D_1}{r} \quad (2.7)$$

şekline dönüşecektir. Şirketin piyasa fiyatı ise

$$P_0 = \frac{D_1}{r} \times N \quad (2.8)$$

olarak hesaplanır.

Alfa şirketi 2004 yılından itibaren her yıl hisse başına 3.000 TL sabit kâr payı ödemesi yapacağını açıklamıştır. Hissedarların Alfa şirketi hisse senetlerinden bekledikleri getiri oranı % 30'dur. Şirketin hisse senetlerinin bugünkü değeri:

$$P_0 = \frac{D_1}{r} = \frac{3.000}{0,30} = 10.000 \text{ TL olacaktır.}$$

Alfa şirketine ait çıkarılmış 2 milyon adet hisse senedi olduğunu varsaydığımızda şirketin piyasa değeri 2.3 no'lu formüle göre:

$$PD = 10.000 \times 2.000.000 = 20.000.000.000 \text{ TL}$$

olarak hesaplanır.

Kâr payı yaklaşımına göre belirli bir dönem sonunda şirketlerin hisse senetlerinin piyasa değeri:

$$F = P \times (1+i)^n \quad (2.9)$$

formülü yardımıyla hesaplanır. Kâr payı yaklaşımına göre Alfa şirketinin 5. yıl sonunda hisse senetlerinin piyasa değeri:

$$F = 3.000 \times (1+0,30)^5 = 11.138,79 \text{ TL}$$

olarak hesaplanır. Şirketin çıkarılmış 2.000.000 TL hisse senedine göre 5. yılın sonunda piyasa değeri (ŞP) :

$$PD = 11.138,79 \times 2.000.000 = 22.277.590.000 \text{ TL olur.}$$

Kâr payı ödemeleri g kadar sabit bir oranla artıyorsa şirketlerin hisse senetlerinin piyasa değeri:

$$P_0 = \frac{D_0}{(1+r)^1} + \frac{D_0 * (1+g)}{(1+r)^2} + \frac{D_0 * (1+g)^2}{(1+r)^3} + \frac{D_0 * (1+g)^3}{(1+r)^4} + \dots + \frac{D_0 * (1+g)^t}{(1+r)^t} + \dots (2.10)$$

şeklinde hesaplanır.

Sabit oranda büyüyen kâr payı iskonto modelini bir örnekle açıklayacak olursak, Alfa şirketi hissedarlarına her yıl 100 TL kâr payı ödemektedir. Kâr paylarının her yıl $g = \% 10$ büyüdüğünü varsaydığımızda yıllar itibari ile hissedarların elde edeceği kâr payları şöyle hesaplanacaktır:

$$D_1 = 100 \text{ TL} \quad \quad \quad = 100 \text{ TL}$$

$$D_2 = 100 \cdot (1+g) = 100 \cdot (1+0,10) = 110 \text{ TL}$$

$$D_3 = 100 \cdot (1+g)^2 = 100 \cdot (1+0,10)^2 = 121 \text{ TL}$$

Gelecekteki kâr payları ile tahminleri Gordon'un kâr payı iskonto modeline yerleştirdiğimizde şirketin şimdiki piyasa değeri:

$$P_0 = \frac{100}{(1+0,30)^1} + \frac{110}{(1+0,30)^2} + \frac{121}{(1+0,30)^3} + \dots$$

$$= 76,92 + 65,08 + 55,7 + \dots \sim \dots + 0,00001$$

Kâr payı iskonto oranı r , kâr payı iskonto oranı g 'den büyük olduğu sürece küçülerek sonsuza kadar giden bir hesaplama söz konusu olacaktır. Kâr paylarının değeri sıfıra çok yaklaşacağından eşitlik:

$$P_0 = \frac{D_1}{r - g} \quad (2.11)$$

olarak gösterilebilir

Sabit oranda büyüme modeliyle Alfa şirketini değerleyecek olursak şirketin şimdiki değeri:

$$P_0 = \frac{100}{0,30 - 0,10} = 500 \text{ TL}$$

olarak hesaplanacaktır. Alfa şirketinin sabit oranda artan kâr payı ödemelerine göre gelecekte ki belirli bir dönemdeki hisse senetlerinin piyasa değeri:

$$F = A \times \frac{(1+k)^n - (1+i)^n}{k-i} \quad (2.12)$$

formülü yardımı ile hesaplanır.¹¹² Alfa şirketinin 5.yılın sonunda hisse senetlerinin değeri:

$$F = A \times \frac{(1+k)^n - (1+i)^n}{k-i} = 100 \times \frac{(1+0,10)^5 - (1+0,30)^5}{0,10 - 0,30} = 1,051,2 \text{ TL}$$

olur.5. yıl sonunda 2.10^6 adet hisse senedi bulunan şirketin piyasa değeri:

$$1.051,21 \times 2.10^6 = 2.102.420.000 \text{ TL olur.}$$

Dağıtılacak kâr paylarının her yıl değişen miktarda artması halinde şirketin piyasa değeri:

$$P_0 = \sum_{t=1}^N \frac{D_0 \times (1+g_s)^t}{(1+r)^t} + \frac{1}{(1+r)^N} \times \frac{D_{N+1}}{r-g_n} \quad (2.13)$$

şeklinde hesaplanacaktır. Formülde:

N:=Normal üstü büyüme hızının devam edeceği süre ,

g_s =Normal üstü büyüme hızı,

g_n =Normal büyüme hızı,

D_n = Kâr payının normal üstü büyüme hızı sonucunda ulaşacağı değeri göstermektedir.

¹¹² Osman Okka, **Mühendislik Ekonomisi**, Nobel Yayın Dağıtım, 3.Baskı, Ankara, 2000, s.126
Osman Okka, **Mühendislik Ekonomisine Giriş**, Nobel Yayın Dağıtım, 1.Baskı, Ankara, 2003, s.71

Gordon' a göre bir şirketin optimum kâr dağıtım politikası yatırımlarının kârlılığı (k) ile ortakların yatırımlarından beklediği kârlılık oranı (r) arasındaki ilişkiye göre belirlenmektedir. Eğer şirketin yatırımlarının kârlılığı yatırımcıların piyasada alternatif yatırımlardan elde edebileceği karlılıktan büyük ($k > r$) ise; yatırımcılar nakit kâr payı almak yerine şirkette alı konmasını ve yeni yatırımlarda kullanılmasını tercih etmektedir. Bu tür şirketler büyümekte olan şirketler olduğu için şirketin kârı dağıtmayarak alıkoyması şirketin hisse senetlerinin piyasa değerine olumlu olarak yansıyacaktır. Büyümesini tamamlamış şirketlerde ise genellikle şirketlerin kârlılığı (k) yatırımcıların alternatif yatırımlardan elde edeceği kârlılıktan düşükse ($k < r$) ise şirket için optimum kâr dağıtım politikası, kâr payı ödeme oranını yüksek belirlemektir. Eğer ki ($k = r$) olması halinde yatırımcı şirketin kâr payı ödeme oranını yüksek olmasını tercih etmektedir. Şirketin kârı dağıtmayarak bünyesinde alıkoyması şirketin hisse senetlerinin piyasa değeri üzerinde olumsuz etki meydana getirecektir.

Geleceğin belirsizliğinden dolayı yatırımcılar uzun vadede sermaye kazancı elde etmek yerine daha belirli olan kâr payı elde etmeyi tercih etmektedirler. Uzun vadede sermaye kazancı elde etmenin birçok faktörün etkisi altında olduğunu bilmekte ve yatırımcılar rasyonel hareket etmektedir. Bu yüzden yatırımcılar temettü gelirlerini sermaye kazancına tercih etmektedirler. Gordon' a göre eldeki temettü kafesteki kuştur, sermaye kazancı ise daldaki kuştur. Rasyonel davranan bir yatırımcı için eldeki bir kuş daldaki iki kuşa tercih edilmektedir.

Bu yaklaşıma göre şirketin kâr payı ödeme oranı ile hisse senetlerinin piyasa değeri arasında doğrusal bir ilişki söz konusudur. Fazla temettü dağıtan şirketin hisse senetleri değeri artarken nispeten daha az temettü dağıtan şirketlerin hisse senetlerinin piyasa değeri değişmeyecek veya düşecektir.

Bir şirketin piyasa fiyatını kâr payı ödemelerine göre şimdiki değer yaklaşımı, kâr payı modeline ve göre belirleyebilmekteyiz. Fakat şirket hiçbir kâr patı ödemesi yapmadığı takdirde bu değerlendirme metotlarını kullanamamaktayız. Böyle bir durumda kullanabileceğimiz metot ise benzer şirketlerin büyüme oranını, riskini içeren fiyat/kazanç yaklaşımı ile belirleyebiliriz.¹¹³

¹¹³George E.Pinches, **Essentials of Financial Management**, Harper Colins College Publishers,Beşinci Baskı, Amerika, 1996, ss 94-98

2.6.2.Modigliani–Miller’ in Görüşü

İkinci bir yaklaşım olarak Modigliani–Miller tarafından ileri sürülen bu yaklaşıma göre kâr dağıtım politikasının şirketin sermaye maliyetine ve hisse senetlerinin piyasa değerine hiçbir etkisinin olmadığını ileri sürmektedir. Bu yaklaşım net faaliyet geliri ile aynı görüşlere sahiptir. M–M’ e göre şirketin net kârını hissedarlara dağıtması veya şirkette alıkoyması önemli değildir. M–M şirketin değerinin belirlenmesinde onun kazanma gücü ile risk sınıfının önemli olduğunu ileri sürmektedir.

MM’ e göre şirketin piyasa değeri ile kâr dağıtım politikası arasında bir ilişki yoktur. Şirketin kâr dağıtımı ile piyasa değeri yükselmektedir. Fakat kâr paylarının ödenmesi sonucunda ortaya çıkan finansman açığının karşılanması için yeni hisse senetlerinin halka arz edilmesi veya borçlanılması şirketin özkaynak veya borçlanma maliyetini artıracığından şirketin piyasa değeri düşecektir. Şirketin piyasa değerinin belirlenmesinde kâr dağıtım politikası değil yatırım politikası başka bir deyişle kâr elde etme yeteneği önemlidir.¹¹⁴

M–M’ in yaklaşımının temel varsayımları:

- Kurumlar vergisi ve kişisel vergiler yoktur. Daha sonra bu görüşünü değiştirmiştir.
- Hisse senedi alım ve satım işlemlerinde masraf ve komisyon yoktur. Aynı zamanda hisse senedi çıkarma maliyeti yoktur,
- Yatırımcılar ve yöneticiler temettü ya da sermaye kazancı karşısında kayıtsızlar,
- Yatırımcılar ve yöneticiler aynı yoğunlukta simetrik bilgiye ulaşabilmektedir,
- Şirketin yatırım politikası, kâr dağıtım politikasından bağımsızdır,
- Sermaye piyasalarında tam rekabet geçerlidir ve bütün yatırımcılar rasyonel davranmaktadırlar,
- Her risk kategorisine giren şirketlerin iş riski aynıdır,
- Gelecek dönemlerde elde edilecek faaliyet gelirlerinin olasılık dağılımı için beklenen değeri, cari faaliyet gelirlerinin olasılık dağılımı ile aynıdır.

¹¹⁴ H. Merton Miller ve Franco Modigliani, “Dividend Policy, Growth and the Valuation of Shares”, The Journal of the University of Chicago, Vol:XXXIV, No:4, Ekim 1961, ss.339-345

Bu varsayımlar altında bir şirketin piyasa değeri; nakit girişlerinin şirketin risk kategorisine göre bir iskonto oranıyla elde edilen net bugünkü değeridir. Şirketin ucuz maliyetli kaynak kullanımı ile ortalama sermaye maliyetini düşürememektedir. Çünkü piyasaların etkin ve vergilerin olmadığı bir ortamda yabancı kaynak kullanımının olumlu etkisi şirketin riskinin artması sonucu özsermaye maliyetini artırdığı için ortadan kalkmaktadır. M-M' e göre bir şirketin piyasa değeri şöyle hesaplanmaktadır:

$$PD = \frac{O}{k_e} \quad (2.14)$$

formülde:

PD=Şirket değeri

O =Net faaliyet geliri

k_e = Özsermaye kapitalizasyon oranını göstermektedir.

Tüm kazançlardan elde edilen kâr paylarının nakit olarak ödendiğini varsaydığımızda gelecek dönemlerde elde edilecek kazançlar kâr paylarına eşit olacaktır. Buna göre şirketin hisse senetlerinin bugünkü piyasa fiyatı:

$$p_0 = \frac{EPS}{k_e} \quad (2.15)$$

veya

şirketin piyasa değeri:

$$S = \frac{E}{k_e} \quad (2.16)$$

S=Şirketin toplam piyasa değeri,

E =Kazançlar üzerinde gelecekte beklenen nakit kâr payları,

k_e =Özsermaye kapitalizasyon oranını göstermektedir.

Modigliani –Miller şirketin piyasa değerini belirlemede daha sonra vergilerin etkili olduğunu ve dolayısıyla gelecekte gelir elde etme olasılığının üzerinde etkili olduğunu belirtmiştir.¹¹⁵ O halde varlıklarında hiçbir büyüme olmadığını ve kurumlar vergisini dahil ettiğimizde şirketin bugünkü değeri :

$$S = \frac{(EBIT \times (1 - t))}{k_e} \quad (2.17)$$

Formülde :

S = Vergili şirketin net değeri

t = Vergi oranı,

k_e =Özsermaye kapitalizasyon oranı,

EBIT = Faiz ve vergi öncesi kârı göstermektedir.¹¹⁶

M-M'in görüşlerine bir takım eleştiriler yöneltilmektedir. M-M'in teorisinde yatırımcıların ve yöneticilerin sahip oldukları bilgi akımının aynı olması sonucu beklentilerinin de aynı olacağı varsayılmıştır. Fakat gerçek hayatta yöneticiler daha fazla bilgiye sahip olacakları için geleceğe ilişkin beklentileri yatırımcılardan daha farklıdır. Bu yüzden gerçek dünyada yöneticiler ile yatırımcıların bilgi akımları simetrik değil asimetrik bir yapı arz etmektedir. Bir şirketin kârlılığı üzerinde yatırımcılar çok az güvenilir bilgiye sahiptirler. Bu yüzden yatırımcılara göre kâr dağıtım oranını yükselten şirketler iyi şirketlerdir ki bu şirketlerin hisse senetlerini piyasa değeri yükselecektir. Kâr dağıtım oranını düşüren şirketler kötü şirketlerdir ki onların hisse senetlerinin piyasa değeri düşecektir. Bu yaklaşıma göre yüksek kâr payı ödeyen şirketlerin yatırımcılara verdiği bir işaret olarak kabul edilmektedir. Yatırımcılara göre iyi şirketler temettü ödemeyi tercih etmektedir. Biz bu etkiye işaret yaklaşımı demekmeyiz.

Fakat M-M'e göre şirketler daha az kâr payı ödemeye meyillidir. Ancak gelecekte iyi yatırım fırsatlarına sahip olacağını düşünen şirketle kâr dağıtım oranlarını yükseltirler. Eğer şirket beklenen kâr payından fazla ödüyorsa elinde kârlı yatırımlar mevcuttur.

¹¹⁵ Franco Modigliani ve Metron H. Miller,"Corporate Income Taxes and The Cost of Capital : A Correction, The American Economic Review, sayı : 53,Haziran 1963,s.s.433-443

¹¹⁶ George E. Pinches, **Essentials of Financial Management**, Harper Colins College Publishers, Beşinci Baskı, Edition, Amerika, 1996, ss.341-342

Şirketlerin yatırımcıları arasında kurumsal ve kişisel olmak üzere çok farklı müşteriler bulunmaktadır. M-M' e göre yatırımcılar kâr payı ve sermaye kazancı karşısında kayıtsızdırlar görüşü gerçek hayatta geçersizdir. Çünkü bu yatırımcıların bir kısmı nakit ve belirli bir geliri sermaye kazancını tercih etmektedir. Bir kısım yatırımcılar ise özellikle vergi etkisi nedeniyle sermaye kazancını kâr payı kazancına tercih etmektedirler. Bu yüzden sermaye kazancını tercih eden yatırımcılar kâr payı dağıtım oranını artıran şirketlerin hisse senetlerini satmakta yine şirket kâr payı dağıtmazsa kâr payını tercih eden yatırımcılar ise elindeki hisse senetlerini satmayı tercih edeceklerdir. Daha sonra M-M yapmış olduğu çalışmalarda bu görüşlerini değiştirmiştir.

Finans literatüründe şirketin kâr dağıtım politikası ve hisse senetleri üzerinde ki bu etkiye “müşteri etkisi” adı verilmektedir. Yatırımcıların tepkilerine göre şirketler kâr dağıtım politikalarını optimal bir yapıyı sağlayacak değişiklikleri yapmak zorundadırlar.

Bu bölümde şirketlerin izledikleri kâr dağıtım politikaları, bu politikalara etki eden faktörler ve kâr payı ödeme şekilleri anlatıldı. Üçüncü bölümde şirketlerin izledikleri kâr dağıtım politikalarının sermaye yapısı üzerindeki etkileri, kâr dağıtım politikasının şirketin piyasa değeri üzerindeki etkileri ve optimal kâr payı dağıtımı belirlenmeye çalışılacaktır. Aynı zamanda şirketlerin sermaye yapısı kararlarında etkili olan faktörler, kaynak seçiminde etkili olan faktörler ile sermaye yapısı ve maliyeti üzerine teoriler incelenecektir.

ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

KÂR DAĞITIM POLİTİKASININ ŞİRKETİN SERMAYE YAPISINA ETKİSİ

Sermaye yapısı kararı; şirketin finansman yapısının oluşturulmasında borç ve özkaynak paylaşımının belirlenmesi sürecidir. Toplam sermaye, şirketin sahip olduğu finansal kaynakların toplamına eşittir.

Finansal kaldıraçtan yararlanmayan şirketlerin sermayesi özkaynaklardan oluşurken finansal kaldıraçtan yararlanan şirketlerin sermayesi yabancı kaynaklar ve özkaynaklardan oluşmaktadır. Finansal kaldıraçtan yararlanma seviyelerine bağlı olarak şirketlerin, yabancı kaynak kullanımını artarken aynı zamanda belli bir risk seviyesine kadar ortalama sermaye maliyetini düşürebilmekte ve kârlılığını artırabilmektedir. Bu durumda finansal kaldıraçtan kullanan şirketin finansal kaldıraç kullanmayan şirkete göre piyasa değeri daha yüksek olmaktadır, tabii ki risk seviyesi de.¹¹⁷

Halka açık şirketlerin finansman ihtiyaçlarını karşılamaları içinde çeşitli finansman kaynakları mevcuttur. Bilindiği gibi alternatif finansman kaynakları özkaynak ve yabancı kaynaklar olmak üzere iki ana gruba ayrılmaktadır. Özkaynak, şirketin kuruluşunda ve faaliyet dönemi içerisinde şirket ortakları tarafından temin edilen kaynaklardır. Şirketler, kuruluşuna göre şirkete yeni ortak alarak, yeni hisse senedi ihraç ederek ve elde edilen kârları dağıtmayarak (otofinansman) özkaynak yapısını kuvvetlendirebilir.

Şirketlerin dışarıdan sağladıkları yabancı kaynaklar kısa, orta ve uzun vadeli kredi şeklinde olmaktadır. Şirketlerin borçlanırken dikkat etmesi gereken hususların başında kullanılan kredinin şirketin hangi faaliyetinin yerine getirilmesinde kullanılacağına belirlenmesidir. Örneğin şirketin satışlarında mevsimlik dalgalanmalar mevcut ise satışların yükseldiği mevsimlerde stokların, alacakların vb. aktif varlıkların tutarlarının artması fon ihtiyacının artmasına neden olmaktadır. Şirketlerin belirli mevsimlerde ortaya çıkan fon ihtiyaçlarını kısa süreli kaynaklardan (banka kredileri, satıcı kredileri v.b.) temin etmesi uygundur.

Şirketler kaynaklarını sabit kıymet yatırımlarında kullanıyorsa sabit varlıkların özsermaye ve/veya uzun vadeli yabancı kaynaklar ile finanse edilmesi uygundur. Şirketin bazı mevsimlerde ortaya çıkan kısa süreli finansman ihtiyacının tamamının

¹¹⁷ John C. Groth ve Ronald C. Anderson, "Capital Structure for Managers", Management Decision, MCB University Press, Sayı:35-7, 1997, ss.552-553

özsermaye veya uzun vadeli yabancı kaynaklarla finanse edilmesi finansmandaki kârlılık (rantabilite) ilkesi ile ters düşmektedir. Şirketin elindeki kısıtlı kaynakları, spesifik durumlar için, sürekli olarak elinde atıl tutması işletmeye bir gelir sağlamayacağı gibi sermaye maliyetini de artıracaktır.¹¹⁸

Şirket yöneticileri, şirket için uygun sermaye yapısını belirledikten sonra sağladığı kaynakları uygun varlıklara yatırmak ve yatırımları sonucunda elde edilen kazançları sabit yükümlülüklerini karşılayacak, hissedarların beklentilerini karşılayacak ve şirket yatırımlarının devamını sağlayacak dengeli bir paylaşım politikası izlemesi gerekir. Çünkü, alacakları ödenmeyen kredi kuruluşları şirketin iflasını isteyecekleri ve hissedarlar ise beklentileri karşılanmadığı takdirde yatırımlarından vazgeçebilecekleri için şirketin piyasa değerini ve varlığını tehlikeye düşürebilecektir. Aynı zamanda şirketin gelişmesi ve büyümesi için gerekli yatırımların devam etmesi; şirketin iç ve dış kaynak yaratmasına bağlı olmaktadır. Bu durumda borç/özkaynak yapısına bağlı olarak elde ettiği kârların kredi kuruluşları, hissedarlar ve yatırımları arasında dağılımı çok büyük önem arz etmektedir.

Şirketler, kârlarının bir kısmını dağıtmayarak şirket bünyesinde saklarken bir kısmını hissedarlarına dağıtmaktadır. Hissedarlarına kâr dağıtımının temelinde onların beklentilerini karşılamak ve şirketin piyasa değerini kâr dağıtmamanın olumsuz etkilerinden korumak yatmaktadır.

Kazançlarındaki değişmelere bağlı olarak şirketler farklı kâr dağıtım politikaları izlemektedirler. Örneğin, bazı firmalar kazançlarından vergi ve yasal yükümlülükler ile yasal yedek akçeleri düştüktan sonra dağıtılabılır kârın hepsini hissedarlarına dağıtmayı tercih ederken başka bir şirket ise dağıtılabılır kârın bir kısmını ihtiyari ve olağanüstü yedek akçe olarak ayırmakta geriye kalan kârı ortaklarına dağıtmayı tercih etmektedir.

Dağıtılabılır kârın hepsini hissedarlarına dağıtarak hiçbir kesinti yapmayan şirketler, genellikle büyüme ve yatırımlarını tamamlamış sermaye yapısı güçlüdür Kârın hepsini dağıtan şirketler, kârı şirket bünyesinde alıkoyması sonucu hissedarların katlandığı fedakarlıktan kaynaklanan maliyetten korunmaktadır.

¹¹⁸ Zeyyat Hatiboğlu, *Orta Düzeyde İşletme Finansı*, Lebib Yalkın Yayınları, İstanbul, 1999, s.304

Dağıtılabilir kârın hepsini dağıtmayarak bir kısmını bünyesinde alıkoyan şirketler ise genellikle yeni kurulmuş, büyüme ve yatırım fırsatlarına sahip, sermaye yapısı güçlü olmayan şirketlerdir.

Şirket yöneticileri, kârın bir kısmını şirket bünyesinde alıkoyarak olası risklere karşı şirketi korumaktadır. Bu sayede kârın bir kısmını şirket bünyesinde alıkonması ile gelecek dönemlerde kazançlarda dalgalanmalar olsa da hissedarların beklentilerine bağlı olarak istikrarlı bir kâr dağıtım politikası izlenebilmektedir.

Şirketlerin dağıtılabilir kârlarının tamamını hissedarlara dağıtma konusunda önemli diğer bir faktör ise kârın dağıtımı ile ortaya çıkan sermaye ihtiyacını finansal piyasalardan karşılayabilme imkanındır. Eğer şirket yöneticileri kâr dağıtım sonucunda ortaya çıkan ek sermaye ihtiyacını uygun koşullarda finansal piyasalardan elde ettiği takdirde, şirket için böyle bir davranış finansal riskini artırmadığı gibi hissedarların beklentileri karşılandığı için hisse senetlerinin piyasa fiyatı olumlu etkilenir.

Şirketler, kâr payı ödemelerini nakit ve nakit olmayan olmak üzere iki şekilde yapmaktadırlar. Halka açık şirketler, kâr paylarını nakit olarak ödeyebilecekleri gibi hisse senedi yoluyla, ayni olarak, hisse senetlerini geri satın alarak veya borçlanarak ödeyebilmektedir.

Şirketlerin mali tabloları çok büyük miktarda kârlar gösterse de her zaman hissedarına kâr payı ödemelerini nakit olarak yapamayabilirler. Kâr payı ödemesi için şirketin kasasında yeterli nakit olmayabilir. Bunun temelinde ise şirketin sahip oldukları kaynakları yatırımlarının finansmanında kullanmış olmalarıdır.

Şirketlerin, üzerinde durması gereken birinci mesele özsermaye ile yabancı kaynakların bileşimi olan sermaye yapısının nasıl olacağıdır. İkinci mesele ise kâr dağıtım politikalarının şirketin sermaye yapısı üzerinde nasıl etkili olacağı konusudur.

3.1. Şirketlerin Sermaye Yapısı Kararlarını Etkileyen Faktörler

Şirketin, sermaye yapısı şirket ortakları ve üst kademe yöneticilerinin kararları ve finansal piyasalarda ki koşullara bağlı olarak belirlenmektedir. Burada ki önemli nokta şirketin ihtiyacı olan fonların ne kadarının ortaklar tarafından karşılanacağı ne kadarının dışarıdan sağlanacağı kararıdır. İhtiyaç duyulan fonlara para ve sermaye piyasalarında uygun şartlarla ulaşabilme olanakları şirketin optimal sermaye yapısına

ulaşmasını sınırlamaktadır. Nurhan ve Temir¹¹⁹ tarafından 1996 yılında Türkiye’de ki şirketlerin finansman eğilimleri üzerine bir anket çalışması yapılmıştır. Anket sonuçlarına göre şirketlerin kaynak seçiminde etkili olan faktörler sırasıyla % 45,8 kaynak maliyeti; % 28,3 şirketin mali yapısı; % 7 genel ekonomik durum ve % 6 grup/holdingin finansman politikasının etkili olduğu sonucuna varmışlardır. şirketlerin sermaye yapısı kararlarını etkileyen faktörleri şöyle sıralayabiliriz;

- Uygunluk,
- Risk,
- Esneklik,
- Zamanlama,
- şirketin kontrol hakkı,
- Maliyettir.

3.1.1.Uygunluk

şirketlerin sağlamış olduğu fonlar ile bu fonların kullanım yerleri arasında nitelik ve tutar açısından uyumun bulunması gerekmektedir. Gerek rutin faaliyetlerin gerekse yapılacak yatırımların finansmanı için kullanılacak kaynaklar arasında vade, miktar ve elde edilebilme zamanı açısından uygunluk çok büyük önem arz etmektedir.

Srekliplik arz etmeyen faaliyetlerin finansmanında kısa vadeli yabancı kaynaklar, sabit değerlere yapılacak yatırımların finansmanında ise uzun vadeli yabancı kaynaklar veya özsermayeye başvurulması kaynak seçiminde uygunluk kriteri için geçerli bir durumdur. Örneğin duran varlıkların kısa süreli yabancı kaynaklarla finansmanı, yatırım konusu varlıkların şirkete değer olarak girişi sağlamadan maliyetinin karşılanması şirketin sermaye yapısı açısından sakıncalı bir durum ortaya koymaktadır. Yatırımların bir değer yaratmadan ödenmesi, şirketi finansal açıdan zor bir durumda bırakacağı muhakkaktır.

¹¹⁹ Erkan Nurhan ve Bahşayış Temir, **şirketler Kesiminin Finansman Eğilimleri Anketi Sonuçları 1996**, Sermaye Piyasası Kurulu Yayınları, Yayın No:126, İstanbul, 1998, s.21

3.1.2.Risk

Şirket yöneticilerinin, şirketin sermaye yapısını belirlerken geleceğin belirsizliği dolayısıyla ortaya çıkan riski göz önünde bulundurması gerekir. Çünkü, şirketin sermaye yapısı ile ilgili alınan kararlar geleceğe ilişkin faaliyetlerin yerine getirilmesi için finansman kaynaklarının seçimi ve kaldıraç kullanım miktarını belirlenmesidir.

Bir şirketin sermaye yapısının belirlenmesinde sistematik ve sistematik olmayan risk olmak üzere iki risk etkili olmaktadır. Sistematik risk, şirketler için kaçınılmayan tüm finansman kaynaklarını etkisi altına alan risktir. Şirket tarafından kontrol edilemeyen piyasa koşullarının oluşturduğu risktir. Sermaye yapısının içerisinde borç/özkaynak oranının belirlenmesinde etkili olan başlıca sistematik risk faktörleri faiz oranlarındaki değişimler, para ve maliye politikaları, enflasyon ve yatırımcıların beklentileri gösterilebilir.

Sistematik olmayan risk ise şirketin kendisine özgüdür. Şirketlerin kazançlarındaki değişimler, yöneticilerin karar ve tutumları, grevler, patentler, yeni ürün geliştirme v.b. faktörlerden kaynaklanıyorsa bu durumda sistematik risk söz konusudur.¹²⁰

3.1.3. Esneklik

Esneklik ile anlatılmak istenen, bir şirketin gelecek dönemlerde ortaya çıkması muhtemel fon gereksinmesini karşılayabileceği alternatif finanslama seçeneklerini dikkate alınmasıdır. Şirket yöneticilerinin, şirketin bugünkü finansman yapısını oluştururken dikkat etmeleri gereken husus; fon ihtiyaçlarını karşılamak için seçtikleri finansman şeklinin şirket planlarına bağlı olarak devam eden ve gelecekte ki yatırımları için ihtiyaç duyacağı fonların finansmanın karşılanmasında kullanacağı kaynakları etkileyeceğidir. Örneğin şirketin tahvil ihracı yolu ile bugünkü ihtiyacı olan fonu karşılamayı tercih etmesi ve onun ileride ihtiyaç duyacağı fonları karşılamada tahvil piyasasında faiz şartları uygun olsa bile, bu fırsattan aynı maliyetle yararlanamayacağıdır.

¹²⁰ William F. Sharpe, “*Capital Asset Prices:A Theory of Market Equilibrium Under Conditions of Risk*”, The Journal of Finance, Sayı:19, No:3, 1964, ss.653-658

Şirketin sahip olduğu varlıkların yapısı onun kullanabileceği borç miktarı üzerinde etkili olmaktadır. Şirketin likidite oranı ne kadar büyüksse borçlanma yeteneği de o oranda artacaktır. Likidite yapısı, borçlanma yoluyla sağlayacağı kaynağın vadesi üzerinde ki en önemli faktör olmakla beraber borç/özsermaye oranının değişmesine yol açmaktadır. Sahip olduğu varlıklar az likit olan şirketler varlıkları likit olan şirketlere nazaran daha az yabancı kaynak kullanmayı tercih etmektedirler.

Şirketin durumu ne kadar iyi olursa olsun sonsuz borçlanma imkanı yoktur. Borçlanma esnekliği, şirketin likidite yapısının yanında aynı zamanda piyasa koşulları, yasal kısıtlamalar ile belli bir borç/özsermaye oranı ile sınırlandırılmıştır.

Borçlanma kapasitesinin tamamını kullanmış bir şirketin yeniden borçlanma finansmanına başvurması onun finansal riskini artıracaktır. Bu yüzden şirketler sermaye yapılarını oluştururken geleceğin belirsizliğini de göz önüne alarak alternatif finansman kaynaklarının tamamını kullanmadıkları takdirde finansal zorluk durumu söz konusu olduğunda bu durumu kolayca atlattıklarını sağlayacak esnekliği sağlayabilirler.¹²¹

3.1.4.Zamanlama

Kaynak seçimini etkileyen faktörlerden birisi de zamanlamadır. Zamanlama, şirketin alternatif finansman kaynaklarına uygun zamanda başvurması ile büyük miktarda kaynak tasarrufu sağlayarak ortalama sermaye maliyetini düşürebilmesidir.

Ekonomik durgunluktan çıkış dönemlerinde, uzun vadeli yabancı kaynakların düşük maliyetli olması sonucu elde edilecek kaynakların sabit yatırımların finansmanında kullanılması şirketin lehine bir durumdur. Özellikle şirketin, ekonominin gelişmekte olduğu dönemlerde özkaynak yapısını güçlendirmesi, ekonominin durgun olduğu dönemlerde yabancı kaynak sağlamada şirkete esneklik sağlayacaktır. Zamanlama şirketin kaynak seçimini tek başına etkilememekte, diğer faktörler ile beraber etki etmektedir. Diğer faktörler (risk, maliyet, esneklik v.b.) ile birlikte değerlendirildiği takdirde şirketin kaynak seçiminde daha doğru kararlar alınabilecektir.

¹²¹ Türko, a.g.c., s.518

3.1.5.Maliyet

Şirketlerin sermaye yapısı kararını en çok etkileyen faktörlerin başında alternatif finansman kaynaklarına ulaşabilme ve bu kaynakların maliyeti olmaktadır. Özellikle ekonominin durgunluk dönemlerinde uzun vadeli finansman kaynağı sağlamak hem çok zor hem de yüksek maliyetlidir.

Diğer taraftan küçük ve yeni kurulmuş şirketlerin sermaye piyasasına başvurma olanakları az olduğundan uzun vadeli kaynak sağlama imkanı sınırlı olmaktadır. Bu durumda küçük şirketler için en uygun uzun vadeli finansman kaynağı özkaynak olmaktadır.¹²²

Şirket büyüklüğü ile finansal kaldıraç arasında pozitif bir ilişki bulunmaktadır. Satışları istikrarlı olan büyük şirketler küçük işletmelere göre sermaye piyasası ve para piyasasında ki kaynaklara kolayca ulaşabilmektedir. Aynı zamanda bu yapıdaki şirketler daha fazla borcu daha ucuza kullanmaktadır. Tanınmış ve büyük şirketler, tanınmamış ve küçük şirketlere göre yurt içinde ve yurt dışındanda ki yabancı kaynaklara kolayca ve düşük maliyetle ulaşabilmektedir. Türkiye’de 500 büyük şirket üzerinde yapılan araştırmada finansman kaynağı seçimine kendileri için en önemli faktörün maliyet olduğunu belirtmişlerdir.¹²³

Şirketlerin, finansal hiyerarşi teorisine göre yatırımlarını maliyet açısından, önce dağıtılmamış kârlardan, daha sonra borçlanma yolu ile eğer bunlar yetersiz kalırsa maliyeti daha büyük olan özkaynaklarla finanse etmesi gerekir.¹²⁴ Frank ve Goyal¹²⁵ tarafından Amerika’da ki şirketler üzerinde 1971-1998 yılları arasında yaptıkları ampirik çalışmada şirketlerin yatırımların finansmanında öncelikli olarak iç fonlar yerine harici fonları (hisse senedi satışı) kullanmayı tercih ettiklerini ortaya koymuşlardır. Borçla finanslama ise özkaynaklar içerisinde çok düşük bir paya sahiptir.

¹²² Osman Tekok ve diğerleri, **Finansal Yönetim ve Politikaları**, 1978, Ankara, s.251

¹²³ Sancak, a.g.e., s.18

¹²⁴ Bülent Güloğlu ve Selim Bekçioğlu, “İMKB’ deki Gelişmelerin Şirketlerin Sermaye Yapısına Etkileri: İmalat Sanayinde Faaliyet Gösteren Firmalar Üzerine Bir Uygulama”, İktisat Kongresi, 2001, Ankara, www.econturk.org/Türkiyeeekonomisi, 17.07.2004

¹²⁵ Frank Z. Murray ve Vidhan K. Goyal, “Testing the Pecking Order Theory of Capital Structure”, Journal of Financial Economics, Sayı:67, 2003, s.241

Ooghe ¹²⁶ tarafından 1997 yılında Çin'in Shanghai bölgesinde 16 şirket üzerinde yaptığı araştırmada; şirketlerin kısa ve orta süreli fon ihtiyaçlarını banka ve kredi kuruluşlarından uzun vadeli fon ihtiyaçlarını ise iç fonlardan ve sermaye piyasalarından karşıladığını ortaya koymuştur.

Şirketlerin kaynak seçimi; ekonomik koşullara ve finansman kaynakları ile bunların sağlandığı finansal piyasada ki koşullardan dolayı finansal hiyerarşi teorisine uygun olmamaktadır.

3.1.6. Şirketin Kontrol Hakkı

Ortakların şirketin yönetim ve kontrolünü paylaşmada gönüllü olmaları ya da olmamaları şirketin kaynak seçiminde etkili olmaktadır. Şirketin kontrolünü elinde bulunduran ortaklar, hisse senedi ihracı ile şirketin kontrolünü kaybedeceklerini anladıkları anda, başka bir deyişle var olan denge bozulacağından şirketin kontrol hakkı mevcut ortakların dışındaki grubun eline geçeceğini anladıklarında hisse senetlerinin halka arzı yolu ile finansmandan vazgeçebilirler. Halka arz yolu ile finansman, risk, maliyet ve esneklik açısından yapılan analizlerde üstün sonuçlar verse bile ortakların kontrolü kaybetme riski bu yolla finansmandan vazgeçme sebebidir. Fakat günümüzde şirketlerin hisse senedi ihracında mevcut ortakların kontrolü paylaşmamaları için; ortaklara yeni hisse senedi ihracında rüçhan hakkı (öncelikli alım hakkı) kullandırılarak bu sakınca ortadan kaldırılabilir. Fakat halka arz sırasında ortakların yeni hisse senetlerinden alım yapmaya durumları müsait olmayabilir. Eğer halka arz yapılacaksa ve aynı zamanda şirketin kontrolü paylaşılacak istenmiyorsa; halka arzda hisse senetlerinin bir elde toplanmasını önlemek amacıyla geniş halk kitlelerine ulaşması sağlanarak bu risk ortadan kaldırılabilir.

Şirket ortakları şirketin yönetimini paylaşma konusunda gönüllü ise hisse senedi ihracı ile sermaye piyasasından kolayca kaynak sağlanabilir. Yönetimi paylaşma konusunda ortakların isteksizliği söz konusu olduğunda kaynak sağlamak için başvurulacak tek yol borçlanma olmaktadır. Şirketin borçlanma seviyesindeki artışa bağlı olarak finansal riski artmaktadır; böyle bir durumda şirkete kredi verenler artan risklerini minimize etmek amacıyla kredi sözleşmelerine ek hüküm koyabilmektedir.

¹²⁶ Ooghe Hubert, "Financial Management Practices in China : A Case Study Approach to Companies in the Shanghai Region", European Business Review, Sayı:98, no:4, 1998, s.217-220

Şirketin yönetim ve kontrolünü paylaşmak istemeyen ortaklar kredi sözleşmeleri ile faaliyetlerinin sınırlandırılması sonucu yine şirket yönetim ve kontrolünü paylaşmak zorunda kalmaktadırlar.¹²⁷

3.2.Sermaye Yapısını Etkileyen Faktörler

Şirketlerin sermaye yapısı gerek kontrol edilebilen gerekse kontrol edilemeyen birçok faktörün etkisi altındadır. Finans yöneticisi, sermaye yapısını etkileyen bütün faktörleri değerlendirerek; şirketin geleceğini riske atmayacak, faaliyetlerini etkin ve verimli yerine getirmesini sağlayacak ve sonuç olarak hisse senetlerinin değerini maksimum kılacak bir sermaye yapısı oluşturmalıdır. Şirketlerin sermaye yapısı;

- Genel Ekonomik Durum,
- Endüstrinin Özellikleri,
- Şirketin Özellikleri,
- Kredi Verenlerin Davranışları,
- Yasal Yükümlülüklerin etkisi altındadır.

3.2.1.Genel Ekonomik Durum

Küreselleşen dünyada şirketler gerek içinde bulunduğu ülke ekonomisindeki gerekse diğer ülke ekonomilerindeki gelişmelerden olumlu veya olumsuz etkilenmektedir. Bu nedenle şirketler içinde bulunduğu faaliyet dönemine veya gelecek dönemlere ait sermaye yapısını belirlerken bu gelişmeleri göz önünde bulundurmalıdır. Günümüzde iletişim ve teknoloji alanındaki gelişmelerin sayesinde şirketlerin ürettikleri mal ve hizmetlerin önündeki sınırlar ile birlikte para ve sermayenin önündeki sınırlarda kalkmıştır. Bu yüzden gerek faaliyette bulunulan ülke ekonomisinde gerekse diğer ülke ekonomilerinde meydana gelen gelişmeler dolaylı veya doğrudan birbirlerini etkilemekte ve bu gelişmeler şirketlerin faaliyet yapılarında, kârlıklarında ve sermaye yapılarında etkili olmaktadır.¹²⁸

¹²⁷ Öztin Akgüç, **Finansal Yönetim**, Muhasebe Enstitüsü Yayını No:63, Genişletilmiş 9.Baskı, 1994, İstanbul, s.505

¹²⁸ Mustafa B. Çapanoğlu, **Türkiye ve Dış Ülkelerde Sermaye Piyasası Özelleştirme Uygulamaları ve Menkul Kıymet Borsaları**, Beta Basım Yayın, İstanbul, 1993, s.10

Finansal hiyerarşi teorisine göre, sermaye piyasasından hisse senetleri arzı yolu ile sermaye ihtiyacının karşılanması, yöneticiler ve hissedarlar arasındaki asimetrik bilgi farklılığından dolayı hisse senetlerinin taşıdığı riskler dolayısıyla diğer finansman kaynaklarına göre daha pahalıdır. Böylece şirketler sermaye ihtiyaçlarını karşılamakta önce iç kaynakları daha sonra borçlanmayı ve en son olarak özkaynakla finansmanı tercih etmektedirler.¹²⁹

Genel ekonomik durum şirketin sermaye yapısı içerisinde borç seviyesini sadece belirlememekte aynı zamanda kullanabileceği borçlanma kaynakları üzerinde de etkili olmaktadır. Makro ekonomik kısıtlılıklar, şirketin varlıklarının geri dönüşümünde kontrol edilemeyen bir etkiye sahiptir. Bu kısıtlılıklar halka açık olmayan şirketlere göre halka açık şirketleri daha fazla etkilemektedir

Şirketlerin bir finansman kaynağına ulaşmasındaki farklılık onun kendi yapısından kaynaklanan finansal kısıtlılıklardan meydana gelmektedir. Bu finansal kısıtlılık aynı zamanda şirketin faaliyette bulunduğu ülkenin ekonomik yapısı içerisinde değerlendirilmelidir. Finans yöneticisi, şirketin finansman kaynağını seçerken genel ekonomik durumu göz önünde bulundurması gerekir. Çünkü finansman kaynağı seçimi bir defalık bir karar olmasına rağmen sonuçları şirketin üzerinde birden fazla dönemi kapsamaktadır. Bu yüzden finans yöneticisinin hazırladığı finansal planların sağlıklı olabilmesi için genel ekonomik durumu göz önünde bulundurması gerekir.

Bir finansman kararının işletme üzerinde olumlu etkisi, gelecek hakkında ki beklentileri doğru ve zamanında belirleyebilme faktörlerinin etkisi altındadır. Bu yüzden finansal planları hazırlayan finans yöneticisi genel ekonomik duruma ilişkin tahminleri yapma aşamasında bir takım hususları göz önünde bulundurmalıdır. Bu hususları şöyle özetleyebiliriz;

- Faaliyet hacmindeki gelişmeler: Gerek ekonomik gerekse şirketin faaliyette bulunduğu sektörde bir gelişme bekleniyorsa, finans yöneticisi finansal planları hazırlarken şirketin finansal yapısına esneklik sağlayacak bir finansal yapı oluşturmalıdır,
- Şirket iş hacminde bir genişleme olduğunda fon yaratma kapasitesine bağlı olarak şirketin uzun vadeli yabancı kaynak kullanımının sınırlanması ile şirketin finansal riski

¹²⁹ Robert A. Koraczyc ve Levy Amnon, “*Capital Structure Choice: Macroeconomic Conditions and Financial Constraints*”, Journal of Financial Economics, Sayı:68, 2003, s.76

sınırlanarak toplam risk azaltılabilmektedir. Yine ekonomide ve sektörde bir daralma bekleniyorsa finansal planların hazırlanmasında özkaynakla finansman seçilerek ileride doğacak riskler minimize edilebilecektir.

- Finans yöneticisinin, genel ekonomi içerisinde para ve sermaye piyasalarındaki gelişmeleri göz önüne alması, şirket için en uygun finansman kaynaklarını seçmede elverişlilik ve maliyet açısından önem taşımaktadır. Gelecek dönemlerde yabancı kaynaklardan sağlanan fonlarda bir daralma ve faiz oranlarında bir yükselme bekleniyorsa; finans yöneticisi şirket için gerekli önlemleri bugünden alır. Gelecek dönemlerde, ekonomide ki gelişmelere bağlı olarak para ve sermaye piyasasından bugünün koşullarına göre daha avantajlı fon sağlama olanağı doğması bekleniyorsa finans yöneticisinin şirketin finansman yapısında esnek bir politika izlemesi uygun olacaktır.

- Sabit yükümlülüklerini karşılamak amacıyla şirketlerin ödedikleri faizlerin gider yazılarak dönem kârından indirilmesi vergi avantajı sağlamaktadır. Özellikle siyasi iktidarın kurumlar ve gelir vergisi oranlarında artış yapması şirketler için vergi avantajının önemini daha da artırmaktadır. Ekonomideki böyle bir gelişme, yabancı kaynakla finansmanın özkaynakla finansmana karşı çekiciliğini artırmaktadır. Vergi açısından diğer bir önemli husus ise şirketlerin kârlarını dağıtması ve dağıtmaması halinde farklı vergi uygulamalarına tabi tutulacağı göz önünde bulundurulmalıdır.¹³⁰

İktidarların ekonomik kalkınmayı sağlamak amacıyla şahısların veya tüzel kişiliklerin yaptıkları yatırımların tamamını yatırım indirimi kapsamına alması şirketlerin özkaynak yapısını güçlendirici bir durum arz etmektedir. Yürürlükten kaldırılmış bulunan Gelir Vergisi Kanunu 19'uncu maddesi “Ticari ve Zirai Kazançlarda Yatırım İndirimi İstisnası” 4842 sayılı yasanın ikinci kısmının dördüncü bölümünde “Kazançlarda İstisnalar” bölümünde başlığı ile yeniden düzenlenmiş bulunmaktadır. 4842 sayılı kanun ile değişen ve 24.04.2003 ‘ de yapılan düzenleme ile yatırım indirimi istisnasından yararlanabilmek için teşvik belgesi alma zorunluluğu kaldırılmıştır. Bu kapsamda ticari veya zirai kazançları bilanço esasına göre tespit edilen mükellefler düzenlemenin yürürlük tarihi olan 24.04.2003 tarihinden itibaren, faaliyetlerinde kullanmak üzere satın aldıkları veya imal ettikleri amortismanına tabi iktisadi kıymetlerin maliyet bedellerinin %40'ını vergi matrahlarının tespitinde ilgili kazançlarından yatırım

¹³⁰ Akgüç, a.g.e., s.505-506

indirimi istisnası olarak indirim konusu yapabileceklerdir. Bir iktisadi kıymete yatırım indirim uygulanabilmesi için asgari tutarının 5 milyar Lira'dan az olmaması gerekmektedir.

Alternatif yatırım fırsatlarının varlığı ile birlikte sektörlere ve bölgelere verilen teşvik ve yatırım indirimleri ile şirketlerin farklı faaliyet alanlarında çalışmalarına, kapasite artırıcı yatırım yapmalarına bağlı olarak bugünkünden daha fazla özkaynak ve çalışma sermayesi ihtiyacı ortaya çıkmaktadır. Şirketlerin daha fazla özkaynağa ihtiyaç duymalarının temelinde yapılan yatırımın geri dönüşümünün birden fazla dönemi kapsaması buna karşılık yapılan yatırımların finansmanının daha kısa dönemi gerektirmesidir. Bu yüzden şirketler nakit akımları ile mevcut yatırımlarının finansmanının uyumlu olması gerekir.

3.2.2.Endüstrinin Özellikleri

Benzer mal ve hizmet üreten şirketlerin oluşturduğu endüstriler içinde bulunduğu ülke ekonomisindeki gelişmelerden, diğer ülke ekonomilerin de, ikame mal ve hizmet üreten sektörlerde meydana gelen gelişmelerden, teknolojik gelişmelerden, rekabet şeklinde meydana gelen değişimlerden ve yasal düzenlemelerden etkilenmektedir. Bu gelişme ve değişimler endüstrinin gelişmesine veya daralmasına yol açmaktadır. Genişleme veya daralmanın etkileri geçici olabileceği gibi kalıcıda olabilir ki; bu durumda şirketlerin üretim süreçlerini ve rekabet politikalarını değiştirmelerini zorunlu kılmaktadır. Sektörde varlıklarını sağlıklı bir şekilde sürdürmek isteyen şirketlerin gelişmelere ayak uydurmaları zorunlu olmaktadır ki gelişmelere uyumun başarısı şirketlerin sahip olduğu sermaye yapılarının büyüklüğü ve esnekliği ile mümkün olacaktır.

Şirketlerin kuruluş aşamasında sermaye yapısı belirlenirken faaliyette bulunulacak endüstrinin özellikleri etkili olmaktadır. Bazı sektörler yapıları itibari ile yüksek oranda sabit varlıklara sahip olmayı gerektirirken bazı sektörler ise likit varlıklara sahip olmayı gerektirmektedir. Örneğin metal ana sanayi, petrol ve petrol ürünleri sektöründe faaliyet gösteren bir şirketin sahip olduğu sabit varlık bilançonun aktifinin büyük bir kısmını oluştururken finans ve bankacılık sektöründe faaliyet gösteren bir şirketin sahip olduğu finansal varlıklar aktifin büyük bir kısmını oluşturmaktadır. Endüstrinin özellikleri, şirketlerin sahip olduğu sermayenin ne kadar

olacağı, hangi kaynaklardan sağlanacağı ve hangi varlıklara ne oranda dağıtılacağı konusunda etkili olmaktadır.¹³¹

Şirketin sermaye yapısını etkileyen diğer bir faktör endüstrinin içinde bulunduğu devre ve ikâme mal üreten sektörlerdeki gelişmelerdir. Yeni kurulmuş ve gelişen endüstrilerde başarısızlık riski yüksek olduğundan şirketlerin sermaye yapısı ağırlıklı olarak özkaynakla finanse edilmelidir. Endüstrinin gelişme ve büyüme dönemlerinde ise şirketler, özkaynakla finansmanın yanında yabancı kaynakla finansmanı birlikte tercih ederek daha esnek ve riskli bir sermaye yapısına sahip olabilmektedirler.

İkame mal ve hizmet üreten endüstrilerde meydana gelişmeler endüstrinin satışlarını kârlılığını olumsuz yönde etkilemektedir. Örneğin mısırdan şeker üretilmesi ve verimliliğinin şeker pancarından yüksek olması şeker fabrikalarının geleceğini tehdit etmektedir. Bu tür risklere karşı şirketlerin sermaye yapılarını esneklik sağlayacak şekilde finanse etmeleri uygun olacaktır. Bu sayede ikâme endüstrilerde ki şirketlerle rekabet edebilecek yatırımları yapabilecek yapıya sahip olabilirler.

3.2.3.Şirketin Özellikleri

Şirketlerin sermaye yapısını etkileyen faktörlerden biri onların hukuki yapılarıdır. Şahıs şirketlerinin kaynak sağlaması şirket sahibinin kişisel malvarlığına ve güvenilirliğine bağlı olarak ortaya çıkan kredisine bağlıdır ve ortakların kişisel özellikleri ile sınırlanmaktadır. Şahıs şirketlerinin ömrü sahibinin ömrü ile sınırlı iken sermaye şirketlerinin ömrü, şirket sahip veya sahiplerinden bağımsızdır. Bu durumda şirketin sahiplerinden ayrı bir kişiliğe sahip olması sermaye birikiminin oluşmasına yol açmaktadır. Ayrıca hukuki açıdan sermaye şirketi ortaklarının sorumluluklarının payları ile sınırlı olması yatırımcılar açısından cazip gelmektedir.

Şahıs şirketleri sermaye ihtiyacını karşılamak için özkaynakla finansman yolunu seçtikleri takdirde, şirkete katılan her bir ortak veya ortaklarla şirket yönetimini paylaşmak zorundadırlar. Sermaye şirketleri ise sermaye artırımını yoluyla şirkete yeni ortak veya ortaklar aldıklarında mevcut ortakların şirketteki ortaklık payları sınırlanmakta fakat şirket yönetimini paylaşmaları diye kesin bir durum söz konusu değildir.

¹³¹ Osman Tekok, **Finansal Yönetim:Finansal Planlama-Yatırım Politikası**, II.Baskı, Ankara, 1978, s.48

Aktif yapısı güçlü olan şirketler borçlarına karşılık uygun teminat gösterebildiği için daha fazla borçlanma imkanına sahiptirler. Yeni kurulmuş ve emek yoğun şirketler aktif varlıkları daha çok stok ve ticari alacaklardan oluştuğu için kaynak ihtiyaçlarını kısa vadeli yabancı kaynak veya özkaynak kullanımı ile karşılayabileceklerdir. Buna karşılık aktif varlıkları içinde sabit varlıkları yüksek olan şirketler bu varlıkları kredi kuruluşlarına teminat veya ipotek vermek yoluyla kolayca borçlanabilmektedir. Bu durumda aktif yapısı güçlü olan şirketlerin kullanacağı yabancı kaynağın maliyetinin düşük olmasını sağlamaktadır.

Büyüme potansiyeline sahip şirketler ve bunların ortak ve yöneticilerinin güvenilir kişiler olması halinde çeşitli kaynaklardan çok büyük miktarda finansman sağlama imkanına sahiptirler. Bu yollardan bazıları stratejik ortaklık, finansal ortaklık, risk sermayesi ve birleşmelerdir.¹³²

Şirketin ihtiyacı olan fonların hangi kaynaklardan sağlanacağı, kredinin sağlanacağı piyasanın koşulları ve kaynak seçiminde etkili olan faktörler (esneklik, maliyet v.b.) şirketin büyüklüğü ve hukuki yapısı ile sınırlıdır. Küçük şirketlerin finansal sistem içerisinde finansman sağlama şansları sınırlı iken büyük şirketler uygun finansal kaynak bulmakta daha büyük imkanlara sahiptirler.

Anonim şirketler diğer kuruluşların faydalanamadıkları finansman araçlarından da yararlanabilmektedir. Türk Ticaret Kanunu'na göre tahvil çıkarma yetkisi sadece anonim şirketlere verilmiştir. Sermaye Piyasası Kanunu'na göre yalnızca anonim şirketler finansman bonosu, katılma intifa senedi, varlığa dayalı menkul kıymet gibi finansal varlık ihraç edebilmektedir.

Şirketin varlık yapısının güçlü olması, yükümlülüklerini yerine getirme yeteneği, borç/özkaynak yapısı, şirket yöneticilerinin tutumları, kâr sağlama potansiyelleri şirketin kaynak yapısı kredi değerliliğinin belirlenmesinde göz önünde bulundurulacak hususlardır. Burada yatırımcıların ve kredi kuruluşlarının temel hareket noktası şirkete sağladıkları finansmanın geri dönüşümünü sağlamak ve ortaya çıkması muhtemel

¹³² Ceylan, a.g.e., s.273

"Risk Sermayesi ve Türkiye'de Uygulamaları", www.kobinet.org.tr/hizmetler/bilgibankasi/26.12.2003
Mehmet Civan ve Mustafa Uğurlu, *"Risk Sermayesi Finansman Modeli ve Gaziantep İlindeki KOBİ'lerin Halka Açılmasına Yönelik Model Önerisi"*, Uludağ Üniversitesi İ.İ.B.F. Dergisi, Cilt:XXI, Sayı:1, 2002, s.81

Göktuğ C. Akkaya ve M. Yılmaz İçerli, *"KOBİ'lerin Finansal Problemlerinin Çözümünde Risk Sermayesi Finansman Modeli"*, Dokuz Eylül Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi, Cilt:3, Sayı:3, 2001, s.63

riskleri minimize ederek kârlı bir yatırıma sahip olmaktır. Kredi değeri iyi olan şirketler alternatif finansman kaynaklarına kolayca ve uygun koşullarda ulaşabilmektedir.

3.2.4.Kredi Verenlerin Davranışları

Şirketlerin, finansal ihtiyaçlarını karşılamak için başvurdukları finansal kuruluşların başında kredi kuruluşları gelmektedir. Şirketlerin yükümlülüklerini yerine getirmek ve yatırımlarının finansmanını gerçekleştirmek için talep edilecek kredi tutarını belirlemek amacıyla yaptıkları analizin sonuçları ne olursa olsun talep edilen finansman tutarı hem para ve sermaye piyasasının hem de kredi verenlerin davranışlarının etkisi altındadır. Kredi kuruluşları vermiş oldukları kredinin geri dönüşümünü sağlayabilmek için şirketlerin bir takım özelliklere sahip olmasını isterler.¹³³ Bu özellikler:

- Güvenirliliği,
- Likiditesi,
- Verimliliğidir

Şirket sahipleri, büyüme fırsatlarını değerlendirmek amacıyla mevcut varlıklarla desteklenen borçlar için risk alabilirler veya yatırımların net şimdiki değerini pozitif olarak gören yöneticiler borç kullanımı için ortak adına hareket ederek karar verebilirler. Şirketlerin kredi kuruluşlarından borçlanma yoluyla sağladıkları finansmanla vergi avantajı sağlanmasına rağmen bu avantaj sonsuz değildir. Kredi kuruluşları kredi verdikleri şirketlerin belli bir borç/özsermaye oranını taşımasını isterler. Kaldıraçtan yararlanmak amacıyla borç seviyesini yükselten şirketlerin borç kullanımına bağlı olarak sabit yükümlülükleri artmaktadır ki, bu durum şirketlerin sabit yükümlülüklerini karşılamada temerrüde düşme riskini artıracaktır. Böyle bir durumda kredi kuruluşları riskli şirketlere ihtiyaç duyduğu finansmanı sağlamaktan kaçınmakta veya kredi tutarı için gerekli teminat miktarını ve artan risk karşısında kredi tutarına uygulanacak ortalama faiz oranını da yükseltmektedir. Ortaklarda, şirketin artan riski karşısında ya daha fazla sermaye kazancı talep etmekte ya da elinde ki hisse senetlerini

¹³³ Mikail Altan, *Fonksiyonlar ve İşlemler Açısından Bankacılık*, Beta Basım Yayım, Konya, 2001, s.231

satarak riskten korunma yolunu tercih etmektedirler. Böyle bir durumda finans yöneticisinin şirketin gereksinim duyduğu finansmanı uygun koşullarda ve zamanında sağlayabilmek amacıyla, kredi kuruluşlarının taleplerini, ortakların tepki ve beklentileri ile para ve sermaye piyasasındaki gelişmeleri dikkate alarak optimal bir payda bulmak temel görevidir.

3.2.5.Yasal Yükümlülükler

Ekonomik ve sosyal hayatın gelişmesini ve kalkınmasını sağlamaya yönelik yasal otorite tarafından yapılan düzenlemeler toplumun her kesimini etkisi altına almaktadır. Yasal otoritenin özellikle ekonomi alanında ki yaptığı bu düzenlemeler ekonominin içersinde nihai tüketiciden üreticiye kadar tüm kamu ve özel kuruluşları etkisi altına almaktadır. Şirketler de yasal düzenlemelerin getirdiği yükümlükleri yerine getirmek için gerek hukuki gerekse finansal yapılarında düzenlemelere gitmek zorundadırlar. Bu durum en çok şirketlerin sermaye yapısı üzerinde etkili olmaktadır.

Ülkemizde hükümetlerin izledikleri para ve maliye politikaları, şirketlerin ihtiyacı olan finansmanı uygun şartlarla bulmasını etkilemektedir. Örneğin sıkı para ve maliye politikası dönemlerinde şirketlerin ihtiyacı olan yabancı kaynağı para piyasasından karşılaması halinde, yüksek faiz yükünden dolayı finansman maliyetini artırıcı bir özelliği sahip olacaktır. Bu durumda şirket finansman ihtiyacını tek bir seçenek olarak kalan hisse senetlerini halka arz ederek karşılayacaktır.

Hisse senetlerini sermaye piyasasında halka arz etme imkanı yoksa para piyasasından borçlanarak sermaye ihtiyacını karşılayacak; bu da sermaye yapısının bozulmasına ve ortalama sermaye maliyetinin artmasına yol açacaktır.

Ülkemizde ki başlıca yasal düzenlemeleri ve sermaye yapısı kararlarında etkilerini şöyle belirtebiliriz:

Bankalar Kanunu madde 11-2.a bendine göre “Bir banka gerçek veya tüzel bir kişiye doğrudan veya dolaylı olarak öz kaynaklarının yüzde yirmi beşinden fazla kredi veremez, aval ve kefaletlerini kabul edemez. Bir adi ortaklık tarafından kullanılmak üzere verilecek krediler, sorumlulukları oranında ortaklara verilmiş kredi sayılır.” diyerek bankalardan müşterilere verilecek olan kredilere sınırlama getirmiştir.

Bankalar Kanunu madde 11-2.bendine göre “Bir gerçek yada tüzel kişiye doğrudan yada dolaylı olarak banka özkaynaklarının yüzde onundan daha fazla bir oranda verilen krediler ile kabul edilen aval ve kefaletler hariç olmak üzere bunların toplamı özkaynakların sekiz katını aşamaz” düzenlemesi ile bankaların müşterileri ile olan ilişkilerine düzenleme getirmiş ve gerçek veya tüzel kişilere verilecek olan kredi tutarını özkaynak toplamının sekiz katı ile sınırlandırmıştır.

Hükümetlerin izledikleri kur ve faiz politikaları ulusal para cinsinden veya yabancı para cinsinden kullanılacak kredi kararlarında etkili olmaktadır. Döviz ve kurda izlenen politikalardan dolayı şirketlerin ulusal para cinsinden kredi kullanımını teşvik edici yasal düzenlemelerdir.

Para otoritelerinin bazı sektörleri geliştirmek amacıyla banka kaynaklarını yönlendirmek amacıyla aldıkları kararlar; bazı sektörlerde ki şirketlere kredileri uygun şartlarda temin edebilmesini sağlayıcı kararlardır.

Japonya'daki Keritsu Sistemi içerisinde bulunan şirketler, yüksek büyüme fırsatlarını elde etmek amacıyla yüksek borçlanma oranlarına sahiptirler. Japonya'da şirketler keritsu ve keritsu olmayan şirketler olmak üzere ikiye ayrılmaktadır. Büyüme potansiyeline sahip Japon şirketlerinin hepsi Keritsu Sistemi'nin içerisinde yer alan bir banka veya finans kuruluşu tarafından desteklenmektedir.¹³⁴ Keritsu şirketleri ile onlara kredi verenler arasında borçluluktan farklı bir yapı söz konusudur. Keritsu sistemine göre büyük ortaklar büyük borçlulardır. Türk hukuk sisteminde ise borçlu ortak değil şirketin kendisidir.

3.3.Optimal Sermaye Yapısının Belirlenmesinde Kullanılan Yöntemler

Şirketin başarısı dönem sonunda gelir tablosunda ortaklarına dağıtabileceği net kârın varlığı ile ilişkilidir. Gelir tablosunun kâr verebilmesi; şirketin kaynaklarının yapısına ve kaynakların aktarıldığı varlıkların etkin kullanımına bağlı olmaktadır. Başka bir deyişle şirketin kârlılığı; kaynakların sağlanma noktaları, maliyetleri ve verimlilikleri arasındaki ilişkinin doğru tespiti ile mümkün hale gelmektedir.

Optimal sermaye yapısı, şirket faaliyetlerinin yerine getirilmesinde kullanılan borç/özsermaye bileşiminin dengede olduğu noktadır. Şirket, bu noktada risk ve getiri

¹³⁴ Gul, a.g.m., s.142

arasında dengede olduğu için; borç/özsermaye bileşimi sermaye maliyetini minimum ve piyasa değerin maksimum olmasını sağlamaktadır.

Şirketin sermaye yapısı bir terazinin kefelерinin dengesine benzemektedir. Kefelerden biri sahip olduğu varlıkları diğeri yabancı kaynakları ve özkaynakları temsil etmektedir. Terazinin kefelерinden birine gereğinden fazla ağırlık verilirse hassas dengenin bozulmasına yol açacaktır. Şirketler, sermaye yapısını belirlerken, kullanılacak sermayenin kaynağını ve bu kaynağın kullanım yerlerini belirleyecek kararları alırken, dikkatli olmaları gerekir.¹³⁵

Bir şirketin sermaye yapısı zaman içerisinde değışen koşullara bağılı olarak birçok faktörün etkisi altındadır. Örneğın bir şirketin borçlanma oranı, optimal sermaye yapısı içerisinde belirlenen oran ve miktardan küçükse şirket olası bir sermaye ihtiyacını borçlanma yoluyla karşılayabilecektir. Borçlanma oranı optimal sermaye yapısı içerisinde belirlenen orandan yüksekse bu durumda şirket için olası bir finansman ihtiyacını karşılamak için hisse senedi ihracı söz konusu olacaktır.

Şirket sermayesi içerisinde yüksek borçlanma, şirket kazançları üzerindeki riski artırmakla kalmamakta aynı zamanda yüksek borçlanmadan kaynaklanan riske bağılı olarak beklenen getiri oranlarını yükseltmektedirler. Bu durum şirketin sermaye maliyetini ve sermaye yapısını olumsuz etkilemektedir. Risk seviyesi artan şirket yöneticisi elinde ki yabancı ve özkaynaklar ile bu kaynakların kullanımı ile elde edilen kârların kullanımını daha etkin ve verimli kullanımını sağlayacak varlıklara yatırımları gerekmektedir. Bu sayede şirket riskini minimize ederek sermaye maliyetini düşürebilir ve hissedarların beklentilerini uzun vadede karşılayabilir.

Şirketin sermaye yapısının ve sermaye yapısı içerisinde yer alan kaynakların hangi varlıklara yatırılacağı birçok faktörün etkisi altındadır. Bütün faktörlerin etkisi altında her şirket için bir optimal sermaye yapısı mevcuttur. Burada önemli noktalardan biri, şirketin yapısına uygun optimal sermaye yapısını belirleyebilme ve bu sermayeyi şirket faaliyetlerinin etkin ve verimli olarak yerine getirilmesi için gerekli bilgi ve yeteneğe sahip şirket yönetiminin mevcudiyetidir.

¹³⁵Cengiz Erol, *İşletmelerde Finansal Yönetim*, İmge Kitabevi, I.Baskı, 1999, Ankara, s.311

Optimal sermaye yapısının belirlenmesinde pratikte kullanılan faiz ve vergi öncesi kâr-hisse başına gelir, sabit yükümlükleri karşılayabilme yeteneği ve para akış analizi olmak üzere iki grupta toplayabiliriz.

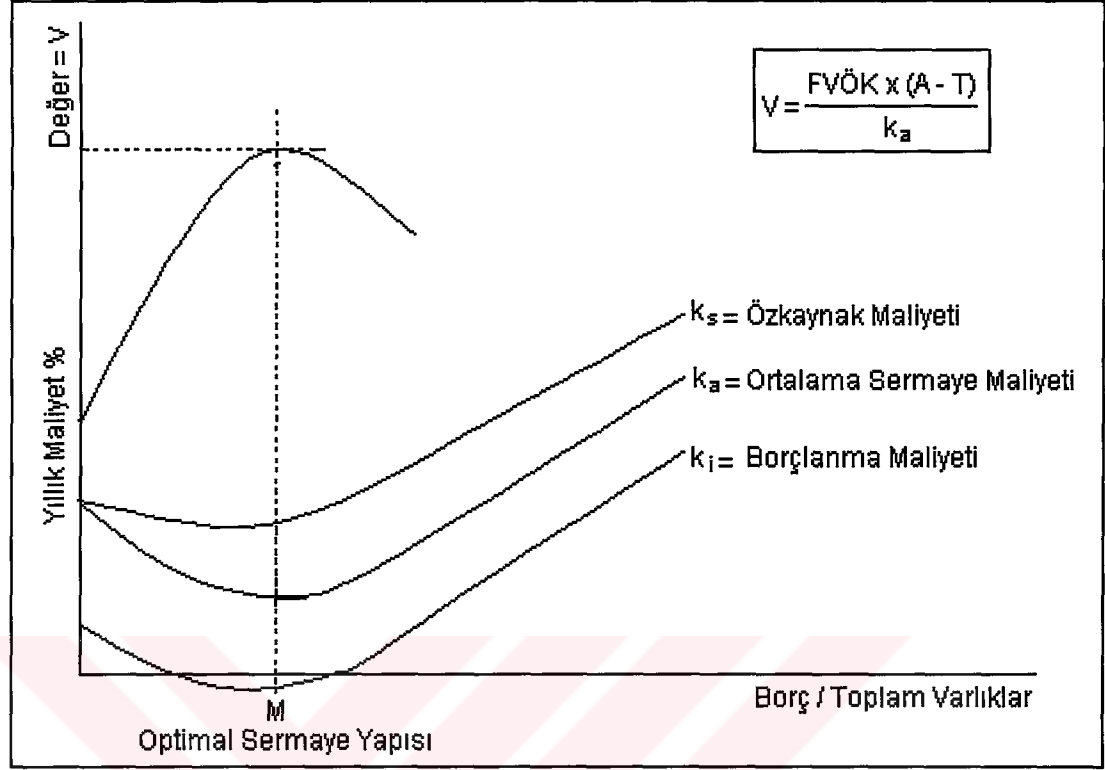
3.3.1.Faiz ve Vergiden Önceki Kâr-Hisse Başına Gelir

Faiz ve vergi öncesi kâr-hisse başına gelir analizi, alternatif finansman seçenekleri içinde sermaye yapısını değiştirmesi halinde şirketin, finansal kaldıraçtan yararlanmasi ile ortaya çıkabilecek gelir artış veya azalışlarını hesaplayarak, farklı sermaye yapılarının hissedarların payları üzerindeki etkisini ortaya koyan bir yöntemdir.

Başka bir ifade ile şirketin finansal kaldıraçtan yararlanmak amacıyla alternatif finansman seçeneklerinin kullanımı ile farklı sermaye yapıları sonucunda meydana gelebilecek gelir artış ve azalışlarının şirket kârı ve hissedarlarının gelirleri üzerinde etkisini ortaya koyan bir yöntemdir.

Finansal literatürde bir şirketin değerinin sermaye maliyetinin minimum olduğu noktada maksimum olduğuna inanılır. Finansal kaldıraçtan yararlanan bir şirketin sermaye maliyeti, borçlanma maliyeti ve özsermaye maliyeti olmak üzere iki fonksiyonun etkisi altındadır. Borçlanma maliyeti vergi avantajı dolayısıyla öz kaynak maliyetinin altında olduğu için avantajlıdır. Borçlanma maliyeti, özkaynak maliyetinden düşük olduğu sürece finansal kaldıraç artışına bağlı olarak ortalama sermaye maliyeti düşecektir. Finansal kaldıraç kullanan şirketin ise riski artmakta ve sonuçta hissedarların üstlenmiş oldukları risk karşısında daha fazla gelir talebi aynı zamanda öz kaynak maliyetini de artırmaktadır. Şekil 3.1.'de şirketin maliyet fonksiyonları ve değerleri gösterilmektedir.

Şekil 3.1.Şirketin Maliyet Fonksiyonları



Şekil 3.1.'de görüldüğü gibi ortalama sermaye maliyeti finansal kaldıraç kullanan bir firmanın özkaynak maliyetinin ve borçlanma maliyetinin sonucudur. Borçlanma maliyeti özkaynak maliyetinden küçük olduğu sürece ortalama sermaye maliyeti düşmektedir. Ortalama sermaye maliyetinin düşüşü M noktasına kadar sürecektir. M noktasında şirketin optimal sermaye maliyetine ulaşmaktadır. Bu noktadan sonraki borç oranındaki artış borçlanma ve özkaynak maliyetini artıracak ve ortalama sermaye maliyetinin artmasına sebep olacaktır.¹³⁶Çünkü borçlanma miktarındaki artışa bağlı olarak şirketin riski yükselmektedir. Artan riske bağlı olarakta kredi kuruluşları kredi faiz oranı yükseltmektedir ki bu durumda borçlanma maliyeti yükselmektedir. Hissedarlar ise üstlenmiş oldukları risk artışına bağlı olarak daha fazla gelir istemektedir ki bu durumda özkaynak maliyeti yükselmektedir. Şirketin ortalama sermaye maliyeti minimum ve piyasa değerinin maksimum olduğu nokta

¹³⁶ Gitman J. Lawrence, **Principles of Managerial Financial**, Brief Addison–Wesley Public, İkinci Baskı, Massachusetts, 2000, ss.408 - 409

M noktasıdır.¹³⁷

Şirketin toplam maliyeti, borçlanma ve öz sermaye maliyetinin toplamı olmaktadır. Ortalama sermaye maliyeti ise şirketin sermaye yapısı içerisinde borç/özkaynak içerisinde sağlanan kaynakların ağırlıklı ortalamasının hesaplanması suretiyle bulunur. Ortalama sermaye maliyetini hesaplanması:

$$i_o = W_d \times i_d + W_i \times i_i + W_b \times i_b + W_p \times i_p + W_r \times i_r + W_e \times i_e \quad (3.1)$$

formülde :

i_o = Sermayenin ağırlıklı ortalama maliyetini,

i_d = Banka kredilerinin maliyetini,

i_i = Kendiliğinden oluşan kaynakların (Ödenecek vergi, prim ve harçlar, satıcı kredileri),

i_b = Tahvil ihracı yoluyla sağlanan kaynakların maliyeti,

i_p = İmtiyazlı hisse senedi ihracı yoluyla sağlanan kaynakların maliyeti,

i_r = Dağıtılmamış kârların maliyeti

i_e = Hisse senedi ihracı yoluyla sağlanan kaynakların maliyetini göstermektedir.

W ise her bir kaynağın şirketin toplam kaynakları içinde aldığı payı göstermektedir. Ortalama sermaye maliyetine göre şirketin piyasa değeri (V);

$$V = \frac{\text{Faiz ve Vergi Öncesi Kâr} \times (1 - \text{Vergi oranı})}{\text{Ortalama Sermaye Maliyeti}} \quad (3.2)$$

formülü yardımı ile hesaplanmaktadır.

Hisse başına gelir açısından, sermaye artışı veya borçlanma yoluyla finansmanda hangisinin avantajlı olduğunu belirleyebilmek için; borçlanmanın hangi faiz ve vergi

¹³⁷ Gitman J. Lawrence, **Introduction to Finance**, Addise Esley Public, Boston, 2001, s.392
Stanley G. Eakins, **Finance, Investments, Institutions, and Management**, Addison-Wesley, 1999, Massachusetts, ss.309-327

öncesi kâr düzeyinden sonra avantajlı hale geldiği aşağıdaki formül yardımı ile hesaplanabilir:¹³⁸

$$\frac{(X - F_1) \times (1 - t)}{H_2} = \frac{(X - F_2) \times (1 - t)}{H_1} \quad (3.3)$$

Formülde ;

X, Borçlanmanın daha avantajlı olduğu FVÖK düzeyini,

F₁, Sermaye artışı ile finansman halinde ödenecek faiz tutarı,

F₂, Borçlanma ile finansman halinde ödenecek toplam faizi,

H₁, Mevcut hisse senedi sayısı

H₂, Sermaye artışı halinde piyasadaki hisse senedi sayısı,

t, Kâr üzerinden ödenecek vergi oranını göstermektedir.

Sonuç olarak şirketlerin sermaye yapıları ne sürekli öz kaynakla ne de sürekli olarak borçlanma yoluyla oluşturmaları mümkün değildir. Finansal kaldıraçtan yararlanmak isteyen şirketlerin her bir faiz ve vergi öncesi kazanç seviyesi için farklı bir optimal sermaye yapısı mevcuttur. Optimal sermaye yapısı şirketin sermaye maliyetini minimum ve hisse senetlerinin piyasada fiyatını maksimum kılan noktadır.

3.3.2.Sabit Yükümlülükleri Karşılabilme Yeteneği ve Para Akış Analizi

Bir şirketin sabit yükümlülüklerini karşılama yeteneği onun eş zamanlı gelir elde edebilme yeteneği ile ilgilidir. Eğer bir şirket kazançları ile sabit yükümlüklerini, aynı zamanda eşitleyecek bir para akışına sahip olmadığı takdirde zor durumda kalacaktır hatta iflas etme riski söz konusu olabilecektir. Şirket, sabit yükümlülerinden doğan yükümlülüklerini karşılayacak bir yeteneğe sahip olduğunda borçlanmaya bir daha ihtiyaç duymayabilir.

Şirketin, sağladığı fonlardan doğan sabit yükümlülüklerin (anapara ve faiz); bu fonların kullanımı ile elde edilen kazançlardan miktar olarak az olması borçlanmanın temelini oluşturmaktadır. Bu duruma özkaynak üzerinde ticaret veya kaldıraç denir.

¹³⁸ Hülya Talu, **Sermaye Maliyeti**, Der Yayınları, İstanbul, 1987, ss.22-24

Eğer şirket sağladığı fonların maliyetinin üzerinde bir kazanç elde edemiyorsa şirketin riski artacaktır.

Sabit yükümlülüklerini karşılama yeteneğine finans literatüründe borç oranı denir. Borç oranı, şirketin kredi kuruluşlarından sağladığı kredilerin varlıklara oranıdır ve şirketi iflas etmekten nasıl koruyabileceğine ilişkin alacağı kararlarda yardımcı olur. Şirket, iyi finanse edilmediği takdirde uzun dönemde yükümlülüklerini yerinde getirme durumu uygun olmayacaktır.

Günümüzde şirketlerin borçlanma oranına ilişkin sabit bir formülasyon pratikte mevcut değildir. Çünkü, borç oranı şirketlerin yapılarına göre değişkenlik arz etmektedir. Bazı şirketler, uzun dönemli fon kaynaklarına ulaşamadığı için kısa dönemli fon kaynaklarına göre şirketin finansal yapısını oluşturmaktadır. Şirketin tamamıyla kısa süreli fon kaynaklarına dayanması tavsiye edilen bir finansman yapısı olmamakla birlikte; bu tür finansman olumsuz etkisini uzun dönemde değil kısa dönemde gösterecektir.

Bir takım şirketlerin dışarıdan sağladığı yabancı kaynakların bir kısmı kısa vadeli bir kısmı ise uzun vadeli kaynaklardan oluşmaktadır. Bu sayede elde edilen fonlardan doğan sabit yükümlülüklerin bir kısmı içinde bulunulan dönem içerisinde ödenirken bir kısmı ise diğer dönemlere aktarılmaktadır. Sağlanan fonların, şirketlerin uzun dönemli borçlanma politikasına bağlı olarak, bir dönem sonra borçların kısa vadeli sabit yükümlülük haline gelmesi, şirketin finansal riskini artırmaktadır. Şirketin uzun dönemde yükümlülüklerini karşılama yeteneğini belirlemede borç/özkaynak oranı kullanılmaktadır. Sabit yükümlülükleri karşılama yeteneğinin belirlenmesi için toplam borçlar özkaynaklarla karşılaştırılır. Bu oran aynı zamanda kredi kuruluşlarına, kredi verilen şirketin finansal yapısı hakkında iyi bilgi vermektedir. Bu açıdan değerlendirildiğinde borç/özkaynak oranının düşük olduğu şirketlerin kredi kuruluşları açısından güvenilir olduğunu söyleyebiliriz.

Borç/özkaynak oranı basit bir hesaplama değildir. Borç oranı uzun vadeli ve kısa vadeli borçları defter değeri üzerinden dikkate alınmaktadır. Buna karşılık hissedarların sahip olduğu özkaynakların değeri defter değerinden daha büyüktür. Bu yüzden bu oran şirketlerin finansal yapılarının değerlendirilmesinde bize her zaman doğru bilgiler vermeyebilir. Borç/özkaynak oranı düşük, başka bir deyişle finansal yapısı iyi olan şirketlerin, eğer gelecekte ki nakit girişlerinde dalgalanmalar bekleniyorsa ve yine sabit

yükümlülüklerin karşılamasını sağlayacak nakit girişlerinde artış söz konusu olmadığı takdirde; şirket mali açıdan zor durumlara düşeceği gibi aynı zamanda iflas ile karşı karşıya kalabilecektir.

Gelecekte nakit girişlerinde dalgalanmalar beklenmiyor ve sabit yükümlüklerini karşılamasını sağlayacak nakit girişlerinde artış beklenen şirketlerin borç/özkaynak oranı yüksek de olsa şirketin bu durumu riskli bir durumu ifade etmediği gibi borçlanma kapasitesini artırıcı bir etki yapacaktır. Şirketin gelecekte nakit girişini artırma yeteneği ile borçlanma kapasitesi doğru orantılıdır.¹³⁹

Borç/özkaynak oranının şirket ve kredi verenler açısından doğru sonuçlar verebilmesi için şirketin para akış analizinin yapılması gerekmektedir. Para akış analizi, şirketin finansal kaldıraç kullanımı ile ortaya çıkan fonlama riskini ve bu riski karşılama kapasitesinin birlikte analiz edilmesidir. Para akış analizi ile şirketin gelecekte ki nakit akışlarının beklenen olasılıkları ile fiili nakit akışlarında beklenen sapmalar ortaya konmaktadır. Para akış analizleri yardımı ile, finansal bütçeleri hazırlayan yöneticiler şirketin borçlanma kapasitesinin belirlenmesinde yol göstermektedir. Böylece şirketin gelecek dönemlere ilişkin sabit yükümlülüklerini karşılayabilme imkanları en kötü varsayımlar altında bile yerine getirilebilir.

Şirketin finansal ihtiyaçlarını karşılamak için şirket içi ve dışı olmak üzere çeşitli kaynaklar mevcuttur. Şirket içi kaynaklar, şirket yönetimi tarafından kontrol edilebilirken; şirket dışı kaynaklar şirket yönetiminin dışında kredi kuruluşları ve diğerlerinin kontrolü altındadır. Şirketin elindeki kaynakları elde edilme sürelerini dikkate alarak esnek bütçeler hazırlayabilirler. Bu sayede şirketin rutin faaliyetlerinde ve satışlarında meydana gelen dalgalanmalardan dolayı para akışında azalma meydana gelmesi durumunda sabit yükümlülüklerini karşılayabileceği kredi limitlerinde yararlanma imkanı elde ederek ortaya çıkan olağanüstü durumdan etkilenmeden çıkabilir.¹⁴⁰

¹³⁹ Charles H. Gibson, **Financial Statement Analysis Using Financial Accounting Information**, College Division South-Western Publishing Co., Beşinci Baskı, Cincinnati, 1992, ss.275-280

¹⁴⁰ Akgüç, a.g.e., s.519

3.4.Kâr Dağıtım Politikasının Şirketin Borç Yapısı Üzerindeki Etkileri

Borç/Özsermaye oranı, şirketin aktifinde sahip oldukları varlıkların ne kadarının yabancı kaynaklarla finanse edildiği veya finansal kaldıraç oranını belirlemektedir. Borçlanma oranı yüksek olan şirketlerin spekülâtif amaçla hareket ettiği söylenebilir. Bu durum kredi verenler açısından emniyet marjının az olduğunu ve olası bir sıkıntı halinde şirketin ana para ve faiz ödemeleri konusunda sıkıntıya düşeceğini göstermektedir. Hissedarlar açısından ise yüksek borçlanma sayesinde, az bir sermayeyle çok büyük kaynaklara sahip olmakta ve normal faaliyeti ile elde ettiği kârı yabancı kaynak kullanımı ile yükselterek sermaye kârlılığını arttırmaktadır.

Borçlanmanın, özkaynakla finansman açısından diğer bir avantajı; şirketler borçlanma dolayısıyla ödedikleri faizleri vergilendirilebilir kârı hesaplarken gider olarak gösterilebilirler. Kâr dağıtım zorunlu olmadığı için bir gider olarak düşünülemez ve dolayısıyla da vergilendirilebilir kâr hesaplanırken kâr payı ödemeleri gider olarak düşünülemez.

Şirketlerin borçlanma yoluyla kaynak sağlamayı tercih etmelerinin temel nedeni finansal kaldıraçtan yararlanma düşüncesidir. Borçlanma yoluyla sağlanan kaynaklar sayesinde şirketin toplam kaynakları arttıkça finansal kaldıraçın etkisiyle şirketin kârlılığı artmaktadır. Borçlar/aktif toplamı, şirketin kâr/özsermayesini belirleyen faktörlerden biridir. Şirketler, yabancı kaynak maliyeti özkaynak maliyetinden düşük olduğu süreci borç/aktif toplam oranını yükselterek, başka bir deyişle borçlanma kapasitesini artırarak özsermaye kârlılığını arttırabilir. Fakat bu kârlılık artışı finansal kaldıraç miktarını sürekli yükselterek sonsuza kadar süremez.

Şirketin borçlanma seviyesindeki artışa bağlı olarak riski de artmaktadır. Şirketin varlığını tehlikeye düşürmek istemeyen hissedarlar ile artan riske bağlı olarak vermiş olduğu kredinin geri dönmesini isteyen kredi kuruluşları kredi kullanımını sınırlandırmaktadır.

Yabancı kaynak kullanan şirketler bu kaynakların yapısı itibari ile belli bir vade sonunda borç verenlere düzenli olarak ana para ve faiz ödemeleri yapılması zorunludur. Şirket, borç verenlere karşı yükümlülüklerini yerine getiremediği takdirde; borç verenler, şirketin iflasını isteyebilirler.

Borçlanmadan kaynaklanan risk karşısında hissedarlar daha fazla kâr payı istemektedirler ki bu da şirketin özsermaye maliyetinin artmasına yol açmaktadır. Kredi kuruluşları ise borç yükü artan şirkete kredi şartlarını ve kredi faiz oranlarını yükselterek riski minimize etmeye çalışacaklardır.

Borçlanma şirketin kâr dağıtım politikasını iki şekilde etkilemektedir. Birincisi borçlanmadan dolayı sürekli anapara ve faiz ödemeleri şirket nakit miktarında sürekli azalmaya yol açmaktadır. Borç ödeme dönemlerinde de şirketlerin bilançoları yüksek kârlar gösterse de kâr dağıtımı söz konusu olmamaktadır.¹⁴¹

Şirketlerin izledikleri kâr dağıtım politikasıyla borçlanma arasında doğrusal bir ilişki söz konusudur. Şirketler, kârlarını dağıtmayarak şirket bünyesinde alıkoyarak borç/ özkaynak oranını değiştirmekte ve sermaye yapısının güçlenmesini sağlayarak finansal kaldıraç nedeniyle artan riski minimize edebilmektedir. Kârın dağıtılmaması ile borçlanmadan kaynaklanan sabit yükümlülükleri karşılama yeteneği yükselmektedir. Aynı zamanda kârın dağıtılmayarak sabit yükümlülüklerin karşılanması için kullanılması gelecekte şirketin olası yatırım fırsatlarından yararlanmak için uygun şartlarda para ve sermaye piyasalarından kaynak temin etmesini kolaylaştıracaktır.

Finans yöneticisinin borçlanma ile sağladığı vergi tasarrufu yararı ile tahvil ve hisse senedi sahipleri için artan risk göz önünde bulundurulması gerekir. Finans yöneticisinin şirketin piyasa değerini maksimum yapabilecek uygun kaldıraç miktarını bulması gerekmektedir.¹⁴²

Diğer taraftan kâr dağıtım kararı veren bir şirketin dağıtacağı kârı nakit olarak ödeme pozisyonu yoksa para ve sermaye piyasalarından belli bir vade ve faiz oranı ile borçlanarak ortaklarına kâr paylarını ödeme imkanı elde etmektedir.

¹⁴¹ John L. O'Donnell ve Ali Sait Yüksel, **Para Bulma (Finansman)'nın Seçilmiş Konuları**, Ayyıldız Matbaası, Ankara, 1970, s.130

¹⁴² Robert W. Kolb ve Ricardo Rodriges, **Finansal Yönetim**, Çev:Karacan Ali İhsan, Sermaye Piyasası Kurulu Yayını No:35, Ankara, 1996, s.258

3.5.Kâr Dağıtım Politikasının Şirketin Özkaynak Yapısı Üzerindeki Etkisi

Finansal piyasalardaki aksaklıklar şirketlerin kullandıkları dış finansman kaynaklarının iç finansman kaynaklarına göre maliyetinin yüksek olmasına yol açmaktadır. Dış finansman kaynakları gibi iç finansman kaynaklarının da şirket için bir maliyeti söz konusudur. Fakat bu maliyet şirket için alternatif maliyettir ve şirketin elindeki kaynakları kârlı yatırım alanlarına kullanması sonucunda kazançlarındaki artış sayesinde hissedarların ve şirketin kârlılığı arttığı için sermaye maliyetinin artmasından korunmaktadır.¹⁴³

Şirketlerin özkaynakları, hissedarların nakit ve aynı olarak koydukları sermaye hisse senedi ihraç primleri, yeniden değerlendirme artış fonları ve dağıtılmamış kârlardan oluşmaktadır. Hissedarların şirkete olan ortaklık paylarını gösteren sermaye hisse senetleri ile temsil edilmektedir.

Özkaynak niteliğinde sağlanan kaynaklar, borçlanma yoluyla sağlanan kaynaklardan farklı olarak sonsuz vadeye sahiptir. Şirkete koymuş oldukları sermaye karşılığında hissedarlar kâr payı geliri elde etmeyi beklemektedirler. Fakat halka açık şirketler için kâr dağıtımını zorunlu değildir.

Hisse senedi ihraç primleri şirketin hisse senetlerinin halka arzında itibari değerinin üzerinde satışından elde edilen geliri ifade etmektedir. Hisse senedi ihraç primleri şirketin borç/özkaynak yapısını etkilediği gibi aynı zamanda şirkete nakit girişi sağlamaktadır.

Yeniden değerlendirme artış fonu ise şirketin varlıklarında enflasyon nedeniyle elde etme maliyeti (defter değeri) ile piyasa değeri arasında oluşan farkın bilançoların daha sağlıklı gösterilmesi için her yıl Maliye Bakanlığı tarafından açıklanan oranlar üzerinde değerinin yükseltilmesidir. Bu fonlar şirkete hiçbir nakit girişi sağlamamakta fakat özsermayenin artmasını sağladığı için borç/özsermaye oranının olumlu etkilemektedir.

Dağıtılmamış kârlar ise hissedarların şirkete olan yatırımları sonucu elde etmeyi bekledikleri kâr paylarının şirket bünyesinde bırakılan kısmını temsil etmektedir. Özkaynaklar içerisinde yer alan dağıtılmamış kârlar, hissedarların şirkete yatırdığı ek

¹⁴³ Mehmet Hüseyin Bilgin, Gökhan Karabulut ve Hakan Ongan, **Finansal Krizlerin İşletmelerin Finansman Yapıları Üzerindeki Etkileri**, İstanbul Ticaret Odası Yayını, Yayın No:2002/41, İstanbul, 2002, s.53

sermayeyi temsil etmektedir.¹⁴⁴ Eğer, sermaye ihtiyacı nedeniyle alıkonan kâr payları hissedarlara nakit olarak ödenseydi aynı miktarda bir sermaye açığı ortaya çıkacaktı. Bu ek sermaye açığının yeni hisse senedi ihracı veya borçlanma yoluyla karşılanması zorunlu hale gelecektir.

Şirketlerin kârlarının tamamını veya bir kısmını dağıtmayarak alıkoymaları iç kaynaklarla fon yaratma yeteneğini (otofinansmanı) ifade etmektedir. Şirketler, kârlı yatırım alanlarına sahipse kârı hiç dağıtmayabilir veya tersi bir durumda hepsini dağıtabilir. İki uç durumun yanında kârların bir kısmını dağıtmayarak yatırımlarının finansmanı ve sermaye yapısının güçlenmesi için kullanırken bir kısmını da hissedarlara dağıtarak onların beklentilerini karşılamak suretiyle şirketin piyasa değerinin olumsuz etkilerden korumak için kullanılmaktadırlar.

Şirketlerin, kaynak ihtiyaçlarını karşılamak için kârlarını dağıtmayarak şirket bünyesinde bırakmalarının geçerli nedenleri bulunmaktadır. Mesela, yeni menkul kıymet ihracı veya borçlanma dolayısıyla ortaya çıkacak masraf ve maliyetlerden korunmaktadır. Aynı zamanda yeni hisse senedi ihracı, hissedarlar açısından daha düşük kârın habercisi olduğu için hoş karşılanmamaktadır. Bu durumda içkaynaklardan kaynak sağlamak yoluyla menkul kıymet ihraç maliyetinden ve hissedarların olumsuz tepkilerinden korunmaktadır.

3.6.Şirketlerin İzledikleri Kâr Dağıtım Politikalarının Piyasa Değerine Etkisi

Şirket yöneticileri, kârın ne kadarının hissedarlar dağıtılacağı ne kadarının şirket bünyesinde bırakılacağına karar verirken birtakım faktörleri göz önünde bulundurmaları gerekir. Örneğin, şirket yatırımları için gerekli fonlara sahip yada uygun şartlarla dışarıdan sağlayabilme imkanına sahip olma, hissedarların beklentilerini karşılama ve bu iki faktöre bağlı olarak şirketin piyasa değerini maksimumu kılacak optimal kâr payı ödeme miktarını belirlemek zorundadırlar. Hissedarlara ne kadar kâr dağıtılacağı formül ile;

¹⁴⁴ Peter Wilson, **Finans Yönetimi**, Çeviren: Engin Müstecaplıoğlu, Epsilon Yayıncılık, İstanbul, 1996, ss.170-175

$$P = KP + \frac{GVO}{r} \times (E - KP) \div r \quad (3.5)$$

hesaplanabilir. ¹⁴⁵:Formülde

P = Şirketin hisse senetlerinin piyasa fiyatı,

KP =Hisse başına dağıtılan kâr payını,

r = İskonto oranı,

E = Hisse başına kar,

GVO = Şirket yatırımının verimliliğini göstermektedir.

Şirketlerin kâr dağıtım politikalarının formüle uygulayarak şirketin piyasa değerini hesaplamaya çalışalım. Alfa şirketi 2002 yılı finansal verileri aşağıdaki gibidir:

Hisse başına kar E = 1.000 TL

Şirket yatırımının verimliliğin GVO = % 25

Hisse başına dağıtılan kâr payı 2002 yılı için KP = 400 TL

İskonto oranı r = % 40

Şirketin piyasa değeri;

$$P = 400 + \frac{0,25}{0,40} \times (1.000 - 400) \div 0,40 = 1.937,5 \text{ TL}$$

olacaktır.

Alfa şirketinin kâr payı ödeme oranını sıfıra düşürdüğümüzde:

Şirketin piyasa değeri,

$$P = 400 + \frac{0,25}{0,40} \times (1.000) \div 0,40 = 2562,5 \text{ TL}$$

olacaktır.

¹⁴⁵ Erol, a,g,e., s.214

Şirketin yatırımlarının verimliliği iskonto oranından küçük olduğu takdirde uygun kâr payı ödeme oranı yüzde yüz olacaktır. Alfa şirketinin yatırımlarının verimliliğini % 20'ye düşürdüğümüzde ve 2002 yılı için 400 TL kâr payı ödediğinde:

Şirketin piyasa değeri;

$$P = 400 + \frac{0,25}{0,20} \times (1.000) \div 0,20 = 8.250 \text{ TL}$$

olacaktır.

Alfa şirketinin yatırımlarının % 20 verimliliğinde kâr payı ödeme oranını sıfıra düşürdüğümüzde:

Şirketin piyasa değeri;

$$P = 400 + \frac{0,25}{0,20} \times (1.000) \div 0,20 = 8.250 \text{ TL}$$

olacaktır.

Şirketlerin yatırımlarının verimliliği hissedarların iskonto oranından küçükse, hisse senetlerinin piyasa değerinin olumsuz etkilenmesini önlemek için kâr paylarının tamamını hissedarlara dağıtması gerekir. Eğer şirketin yatırımlarının verimliliği pazar iskonto oranından büyükse hissedarlar kârların dağıtılmayarak şirket bünyesinde bırakılmasına razı olmaktadır. Çünkü bu durum onların servetlerinin daha fazla artmasını sağlayacaktır.

Şirket yöneticileri, şirketin yatırımlarını verimliliği pazar iskonto oranından büyük olduğu sürece menkul kıymet arz ederek veya borçlanma yoluyla kaynak sağlamak suretiyle yatırımların finansmanı yerine şirket gelirlerini dağıtmayarak otofinansmanı tercih edeceklerdir. Bu sayede şirketler yatırımlarının finansmanı için ekstra masraf, maliyet ve borçlanmadan doğan riskten korunmaktadır.

3.7.Şirketlerin Kâr Payı Dağıtımının Tahmini Modeli

Şirketlerin izledikleri kâr dağıtım politikaları; onların kazançlarıyla orantılı, sabit miktarda veya düzensiz şekilde olabileceği ikinci bölümde ifade edilmişti. Şirketleri kârlarını ne kadarını hissedarlarına dağıtacağı ne kadarını bünyesinde alıkoyacağını “hedef ödeme oranı yaklaşımı (target pay-out approach) ile tahmin edilebilmektedir. Bu yaklaşım:

$$D_{t+1} = D_t + C \times (P^* - P) \times E_{t+1} \quad (3.4)$$

şeklinde formüle edilebilir.

D_{t+1} = t+1 döneminde dağıtılan kâr payı,

D_t = t döneminde dağıtılan kâr payı,

C = Kâr payı düzeltme oranı,

P^* = Hedef kâr payı ödeme oranı,

P = Bu yıl (t devresi) dağıtılan kâr payının gelecek yıl için tahmin edilen net kâra (hisse başına net kazanç) oranı,

E_{t+1} = Gelecek yılda tahmin edilen hisse başına kazanç ifade etmektedir.

Formülü bir örnek yardımı ile pekiştirecek olursak; Alfa şirketine ait kâr dağıtım ve kazancına ilişkin bilgiler şöyledir:

- Hedef kâr payı ödeme oranı $P^* = \% 50$,
- Gelecek yıl tahmin edilen hisse başına kazanç $E_{t+1} = 2.000$ TL,
- 2002 yılında dağıtılan kâr payı $D_t = 500$ TL,
- 2002 yılında dağıtılan kâr payının gelecek yıl için tahmin edilen net kâra oranı $P = 500 / 2000 = \% 25$,
- Kâr payı düzeltme oranı $C = \% 50$,
- 2003 yılında dağılacak kâr payı $D_{t+1} = ?$
-

$$D_{t+1} = 500 + 0,50 \times (0,50 - 0,25) \times 2.000 = 750 \text{ TL olarak hesaplanır.}$$

2003 yılında yasal yükümlölükleri düştükten sonra kalan kazancı üzerinden % 50 oranında kâr dağıtmak isteyen şirketin hissedarlarına hisse başına 750 TL kâr payı ödemesi yapması gerekir.

3.8.Sermaye Yapısı ve Sermaye Maliyeti İle İlgili Teorik Yaklaşımlar

Şirketlerin sermaye kaynakları ortaklarından sağladığı özkaynak ve kredi kuruluşlarından sağladığı yabancı kaynaklardır. Finansal kaldıraçsız şirketlerin sermaye yapısı sadece özkaynaklardan oluşmaktadır. Şirketlerin özkaynaklarının yanında finansal kaldıraçtan yararlanmak amacıyla yabancı kaynak kullanmayı tercih etmektedirler. Finansal kaldıraç etkisiyle şirketler sermaye yapılarını değiştirerek ortalama sermaye maliyetini düşürmeyi hedeflemektedirler. Bütün bu davranışlarının temelinde finansman yapısını değiştirerek şirketin toplam değerini artırmak ve sermaye maliyetini düşürebilme düşüncesi yatmaktadır.

Biz bu bölümde finansal kaldıraçlı bir şirketin başka bir deyişle borçlanma nedeniyle elde ettiği verim oranı, hisse senetlerini pazar fiyatına eşit kılan iskonto oranı ve ortalama sermaye maliyeti ile ilgilenmekteyiz.

Finansal kaldıraç kullanan bir şirketin kullanmış olduğu borcun maliyetini aşağıdaki formül yardımıyla hesaplamaktayız:

$$k_i = \frac{E}{B} = \frac{\text{Yıllık Faiz Giderleri}}{\text{Mevcut Borcun Pazar Değeri}} \quad (3.6)$$

Bu formülde borcun sürekli ve daimi olduğu varsayılmaktadır. Aksi takdirde şirketin borçlanma yapısındaki değişime bağlı olarak ödenecek faiz ödemelerinde getireceği değişme borcun getiri oranını (k_i)değiştirecektir.

Şirketin hisse senetlerinin piyasa değerini kazanç/fiyat rasyosu ile belirlemekteyiz. Buradaki temel kısıtlılık şirketin gelirlerinde büyüme beklenmemekte ve şirket kazançlarına bağlı olarak elde edilen kâr paylarının tamamı hissedarlara ödenmektedir. Bu varsayımlar altında, kazanç/fiyat rasyosu, bir hisse senedine ait gelecekte beklenen temettü gelirlerinin şimdiki değerini, o hisse senedinin piyasa

fiyatına eşit kılan piyasa iskonto oranını (k_e) temsil etmektedir. Özsermaye maliyetini (k_e) şöyle hesaplayabiliriz:

$$k_e = \frac{E}{S} = \frac{\text{Hisse Senetlerinden Elde Edilen Kazançlar}}{\text{Hisse Senetlerinin Piyasa Fiyatı}} \quad (3.7)$$

Şirketin ortalama sermaye maliyeti (k_0) aşağıdaki formül yardımıyla hesaplayabiliriz.

$$k_0 = \frac{O}{V} = \frac{\text{Net Faaliyet Geliri}}{\text{Şirketin Toplam Pazar Değeri}} \quad (3.8)$$

Aynı zamanda ortalama sermaye maliyeti (k_0) aşağıdaki formül yardımıyla da hesaplanabilir:

$$k_0 = k_i \frac{B}{B+S} + k_e \frac{S}{B+S} \quad (3.9)$$

Yukarıdaki formülde ortalama sermaye maliyetinin hesaplanmasında vergi oranı ihmal edilmiştir. Formüle şirketin vergi oranını (t) eklediğimizde ortalama sermaye maliyeti aşağıdaki gibi olacaktır:

$$k_0 = k_i \frac{B}{B+S} + k_e \frac{S}{B+S} (1-t) \quad (3.10)$$

Ortalama sermaye maliyeti şirketin kaldıraç derecesine bağlı olarak borçlanmanın maliyeti (k_i) ve özsermaye maliyetine (k_e) göre değişmektedir. Bizim üzerinde duracağımız husus Borç/özkaynak oranı ile gösterilen finansal kaldıraç büyüdüğünde k_i , k_e ve k_0 de nasıl bir değişime yol açacağıdır. Finans literatüründe şirketlerin borç/özkaynak yapısını değiştirerek başka bir deyişle finansal kaldıraç kullanarak firma değerini ve sermaye maliyetinin değişmeyeceğini savunan Modigliani–Miller ve Net Faaliyet Geliri görüşlerinin yanında; şirketlerin finansal

kaldıraç kullanarak firma değerini ve sermaye maliyetini düşüreceğini ortaya koyan görüşler mevcuttur.

3.8.1.Net Gelir Yaklaşımı

David Duran¹⁴⁶ tarafından bir şirketin gelirlerinin değerlemesi ile ilgili olarak ortaya koymuş olduğu iki görüş bulunmaktadır. Bu görüşler net gelir yaklaşımı ve net faaliyet geliri yaklaşımıdır. Net gelir yaklaşımı şirketin finansal kaldıraç faktörünü en fazla dikkate alan yaklaşımdır. Net faaliyet geliri yaklaşımı ise finansal kaldıraç faktörünü dikkate almayan yaklaşımdır. Bu iki yaklaşım şirketlerin finansal kaldıraç büyüklüklerine göre değerlendirilmesindeki uçları temsil etmektedir.

Bu yaklaşıma göre şirket finansal kaldıraç kullanımı ile sermaye yapısını değiştirerek sermaye maliyetini düşürebilir ve piyasa değerini yükseltebilir. Şirketin sermaye yapısı içerisinde düşük maliyetle sağlanan borçlanma oranı arttıkça şirketin ortalama sermaye maliyetinin azalmasına yol açmaktadır. Yaklaşıma göre finansal kaldıraç kullanan şirketin optimal sermaye yapısı şirketin piyasa değerinin maksimum olduğu ve sermaye maliyetinin minimum olduğu borç/özkaynak oranı olacaktır.

Net gelir yaklaşımının dayandığı varsayımlar:

- Borçlanma maliyeti özkaynak maliyetinden daha düşüktür.
- Borçlanma maliyeti ile özkaynak maliyetinin farklı sermaye yapıları için sabit kalmaktadır.

Yaklaşımın dayandığı ikinci varsayıma göre şirket finansal kaldıraç derecesini yükseltmekle yatırımcıların ve kredi kuruluşlarının artan kaldırıca bağlı olarak daha fazla risk yüklenmemektedir. Bu varsayım gerçek hayatta geçerli değildir. Çünkü borçlanma miktarı arttıkça şirketin riski artmaktadır. Yatırımcılar ve kredi kuruluşları yüklenmiş oldukları riske bağlı olarak daha fazla gelir talep etmektedirler. Bu durumda şirketin borçlanma maliyeti artmaktadır ki dolayısıyla ortalama sermaye maliyeti yükselmektedir.¹⁴⁷

¹⁴⁶ David Durand, "Cost of Debt and Equity Funds for Business:Trends and of Measurement" Conference on Research on Business Finance, New York:National of Economic Research, 1952, s.215-220

¹⁴⁷ Julian Franks ve Harry H. Scholefield, **Corporate Financial Management**, Gower Basım, İkinci Baskı, 1992, New York, ss.196-199

Yaklaşımı daha iyi anlaşılabilmesi için bir örnek yardımıyla açıklayacak olursak; Şirketin % 5 faizli 3.000.000.000 TL borcu bulunmaktadır. Yıllık faaliyetlerinden beklenen gelir 1.000.000.000 TL ve özsermaye maliyeti (k_e) yüzde 10'dur. Şirketin piyasa değeri şöyle olacaktır;

O = Şirketin faaliyet geliri	= 1.000.000.000 TL
F = Faiz	= <u>150.000.000 TL</u>
E = Hisse senetlerinin getirisi	= 850.000.000 TL
k_e = Özsermaye maliyeti	= % 10
S = Hisse senetlerinin piyasa değeri	= 8.500.000.000 TL
B = Borcun piyasa değeri	= 3.000.000.000 TL
V = Şirketin piyasa değeri	= <u>11.500.000.000 TL</u>
Piyasadaki hisse senedi sayısı	= 1.700.000 adet
Hisse senetlerinin piyasa fiyatı	= 5.000 TL / adet

Bu yaklaşımda hisse senedi sahiplerinin gelirleri sabit bir oranla kapitalize edilmektedir. Örnekte ki şirketin kapitalizasyon oranı;

$$k_0 = \frac{O}{V} = \frac{1.000.000.000}{11.500.000.000} = \%8,69$$

Şirketin % 5 faizle 3.000.000.000 TL borçlanması ile şirketin ortalama sermaye maliyeti % 8,69 olmaktadır. Şirketin borcu 3.000.000.000 TL'den 6.000.000.000 TL'ye çıkardığını ve borçlanma yolu ile elde edilen bu gelirin piyasada ki hisse senetlerinin satın alındığını kabul ettiğimizde şirketin piyasa değeri şöyle olacaktır;

O = Şirketin faaliyet geliri	=	1.000.000.000 TL
F = Faiz	=	<u>300.000.000 TL</u>
E = Hisse senetlerinin getirisi	=	700.000.000 TL
k_e = Özsermaye maliyeti	=	% 10
S = Hisse senetlerinin piyasa değeri	=	7.000.000.000 TL
B = Borcun piyasa değeri	=	6.000.000.000 TL
V = Şirketin piyasa değeri	=	<u>13.000.000.000 TL</u>

Şirketin kapitalizasyon oranı ise;

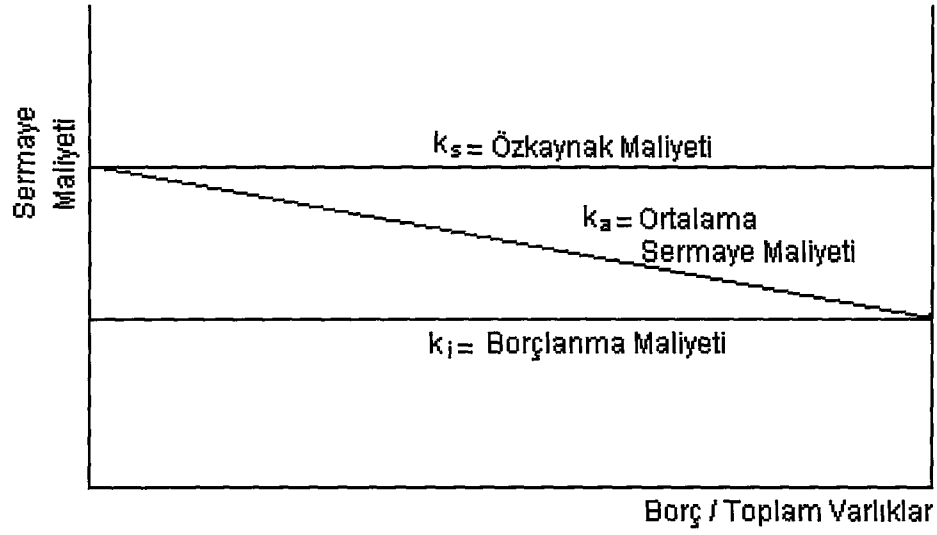
$$k_0 = \frac{O}{V} = \frac{1.000.000.000}{13.000.000.000} = \%7,69$$

Şirketin borçlanma seviyesindeki % 50'lik artış, sermaye maliyeti (k_0)' % 1 oranında düşürmüş ve aynı zamanda şirketin piyasa değeri (V) 11.500.000.000 TL'den 13.000.000.000 TL'ye yükselmiştir.

Şirketin ek borçlanma ile piyasada ki hisse senetlerini satın aldığı varsayılmaktadır. 3.0000.000.000 TL'lik kaynak ile piyasa fiyatı 5.000 TL olan hisse senetlerinin 600.000 adeti geri satın alınmaktadır. Bu durumda şirketin piyasada ki hisse senedi sayısı 1.100.000 adet olacaktır. Sermaye yapısındaki değişiklikten sonra şirketin hisse senetlerinin piyasa fiyatı 7.000.000.000 TL olmuştur. Hisse senetlerinin piyasa fiyatı ise $(7.000.000.000/1.100.000)$ 6.363 TL olmuştur.

Bu yaklaşımı şekil yardımıyla açıklayacak olursak;

Şekil 3.2.Sermaye maliyeti/Net gelir yaklaşımı



Şekil 3.2.' te yatay eksen şirketin borç/özkaynak derecesi dikey eksen şirketin ortalama sermaye maliyeti , borçlanma maliyeti ve özkaynak maliyeti yatay eksen üzerinde gösterilmiştir. Çözdüğümüz örnekte de görülebileceği gibi bu yaklaşımda şirketin farklı sermaye yapılarında borçlanma maliyeti (k_i) ve özkaynak maliyeti (k_e) değişmemektedir. Bu varsayımlar altında şirketin optimal sermaye yapısı borç/özkaynak oranının en yüksek olduğu zamanda ortalama sermaye maliyetinin minimum olduğu nokta grafikte (k_o) olarak gösterilmektedir. Bu nokta borçlanma maliyetine en yakın olduğu yerde aynı zamanda şirketin piyasa değeri maksimum olmaktadır.

3.8.2.Net Faaliyet Geliri Yaklaşımı

David Duran tarafından ortaya konan net faaliyet geliri yaklaşımı net gelir yaklaşımının tersine finansal kaldıraç derecesini hiç dikkate almamaktadır. Bu yaklaşımın varsayımları;

Finansal kaldıraç derecesi ne olursa olsun şirketin ortalama sermaye maliyeti değişmeyecektir.

Piyasa bir bütün olarak kabul edilmektedir. Bunun sonucunda borç ve özkaynak arasındaki ilişki önemli değildir.

Şirketin ucuza temin edebileceği her borç miktarındaki artışa bağlı olarak ortaya çıkacak avantaj özsermaye maliyetinde meydana gelen artış ile ortadan kalkmaktadır.

Bu durumda şirketin bütün finansal kaldıraç derecelerinde borçlanma maliyeti ile özkaynak maliyeti değişmeyerek aynı kalacaktır. Şirket finansal kaldıraç derecesini yükseltmesine bağlı olarak riski de aynı oranda artacaktır. Yatırımcılar yüklendikleri riskin artmasından dolayı borç/özsermaye rasyosunda ki artışa bağlı olarak özsermaye maliyetini yükseltmektedirler. Yatırımcılar bir bakıma fiyat/gelir rasyosunu azaltarak hisse senetlerini cezalandırmaktadır. Şirketin finansal kaldıraç derecesinde bir değişme olmadığı takdirde özsermaye maliyeti borç/özsermayenin doğrusal fonksiyonudur.

Yaklaşımın daha iyi anlaşılabilmesi için bir örnek ile açıklayacak olursak:

Bu yaklaşımın gereği örnekte şirketin bütün finansal kaldıraç derecelerinde ortalama sermaye maliyeti aynı kalmaktadır. Şirketin ortalama sermaye maliyeti (k_o) %10 olarak kabul edilmiştir. Net gelir yaklaşımında ki örneği uyguladığımızda 3.000.000.000 TL borç olması halinde:

O = Şirketin faaliyet geliri	=	1.000.000.000 TL
k_o =	=	% 10
V = Şirketin piyasa değeri	=	10.000.000.000 TL
B = Borcun piyasa değeri	=	<u>3.000.000.000 TL</u>
S = Hisse senetlerinin piyasa değeri	=	7.000.000.000 TL
Piyasadaki hisse senedi sayısı	=	1.700.000 adet
Hisse senetlerinin piyasa fiyatı	=	5.000 TL / adet

Bu yaklaşımda hisse senedi sahiplerinin gelirleri sabit bir oranla kapitalize edilmektedir. Örnekte ki şirketin kapitalizasyon oranı;

$$\text{Faiz} = 3.000.000.000 \times \%5 = 150.000.000 \text{ TL}$$

$$\text{Vergi öncesi kâr} = 1.000.000.000 - 150.000.000 = 850.000.000 \text{ TL}$$

$$k_e = \frac{E}{S} = \frac{850.000.000}{7.000.000.000} = \%12,14$$

Şirketin 3.000.000.000 TL %5 faizle borçlandığında şirketin özkaynak maliyeti %12,14 olmaktadır.

Örneğimizde şirketin borçlanma seviyesini 3.000.000.000 TL'den 6.000.000.000TL'ye çıkarması sonucunda elde ettiği nakit girişlerini kendi hisse senetlerini geri satın almak için kullandığını kabul ettiğimizde şirketin piyasa değeri;

$$\begin{aligned} O &= \text{Şirketin faaliyet geliri} &= 1.000.000.000 \text{ TL} \\ k_o &= &= \% 10 \\ V &= \text{Şirketin piyasa değeri} &= 10.000.000.000 \text{ TL} \\ B &= \text{Borcun piyasa değeri} &= \underline{6.000.000.000 \text{ TL}} \\ S &= \text{Hisse senetlerinin piyasa değeri} &= 4.000.000.000 \text{ TL} \\ \text{Piyasadaki hisse senedi sayısı} &= &= 1.700.000 \text{ adet} \\ \text{Hisse senetlerinin piyasa fiyatı} &= &= 5.000 \text{ TL / adet} \end{aligned}$$

Bu durumda şirketin kapitalizasyon oranı;

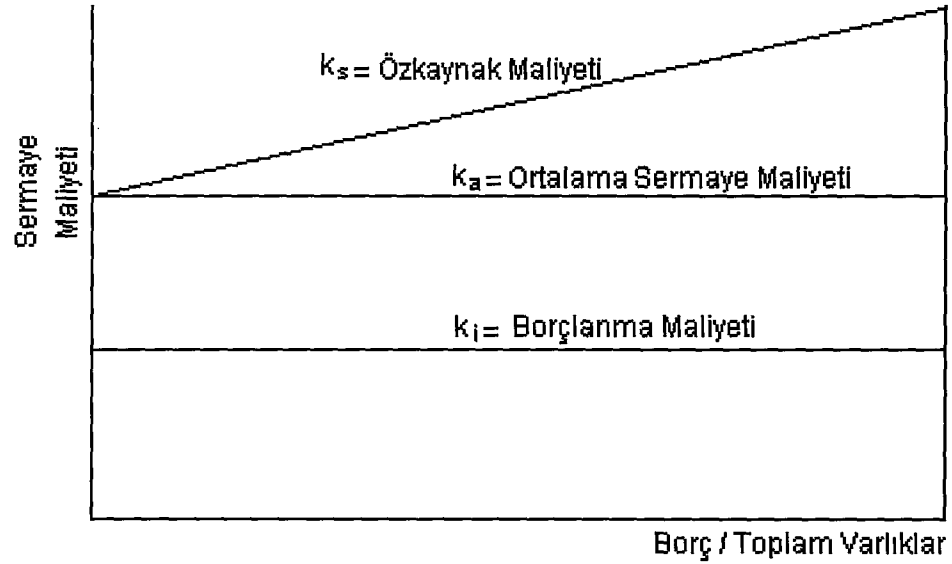
$$\text{Faiz} = 6.000.000.000 \times \%5 = 300.000.000 \text{ TL}$$

$$\text{Vergi öncesi kâr} = 1.000.000.000 - 300.000.000 = 700.000.000 \text{ TL}$$

$$k_e = \frac{E}{S} = \frac{700.000.000}{4.000.000.000} = \%17,5$$

Örnekte görüldüğü gibi şirketin kaldıraç miktarını yükselttikçe ortalama sermaye maliyeti yükselmektedir. Şirketin 3.000.000.000 TL borç seviyesinde ortalama sermaye maliyeti % 12,14 iken 6.000.000.000 TL borç seviyesinde % 17,5'e yükselmiştir. Net faaliyet geliri yaklaşımını şekil yardımı ile açıklayacak olursak;

Şekil 3.3.Sermaye maliyeti/Net faaliyet geliri yaklaşımı



Şekil 3.3'te görüldüğü gibi net faaliyet geliri yaklaşımı, şirketin toplam değerinin, finansal kaldıraç kullanımına bağlı olarak sermaye yapısında meydana gelen değişikliklerden etkilenmediğini ortaya koymaktadır. Yaklaşımın kritik noktası şirketin kaldıraç derecesi ne olursa olsun ortalama sermaye maliyeti (k_a) sabit kalacağıdır. Bu yaklaşımda piyasa bir bütün olarak değerlendirilmektedir. Bu sayede şirketin borç ve özsermaye yapısındaki ilişki yok sayılmaktadır. Şirket kaldıraç kullanmasaydı sermaye maliyeti (k_i) olacaktır. Şirketin düşük maliyetli borç kullanımına bağlı olarak kullanılan kaldıraç miktarına bağlı olarak özkaynak maliyeti artmaktadır.

Borçlanma maliyeti, şirketin ortalama sermaye maliyetini iki açıdan etkilemektedir. Birinci etkisi faiz oranı ki borcun görünen maliyeti; ikincisi ise borç/özkaynak oranında ki artışa bağlı olarak özkaynak maliyetinde meydana gelen artış ise saklı yüzünü göstermektedir. Özkaynak maliyetindeki artış ise şirketin ucuz yabancı kaynak teminine bağlı olarak artan riski karşılamak amacıyla özsermaye maliyeti yükselmektedir. Böyle bir durum karşısında şirketin piyasa değerini düşürmemek amacıyla şirket yöneticileri daha fazla temettü ödemeyi tercih edeceklerdir ki bu durumda şirketin özkaynak maliyetinin artmasına yol açacaktır.

Sonuç olarak şirketin özsermaye maliyeti ile kaldıraç kullanımıyla ortaya çıkan borçlanma maliyeti reel olarak eşit olmaktadır. Bu durumda şirketin tüm sermaye yapılarında optimal kaynak dağılımı söz konusu olduğundan tek bir optimal sermaye

yapısı söz konusu değildir. Şirket her noktada optimal sermaye yapısında olduğu için şirketin kaldıraç kullanımına bağlı olarak piyasa değerini etkileyememektedir.

3.8.3. Geleneksel Yaklaşım

Geleneksel yaklaşıma göre, finansal kaldıraç kullanımına bağlı olarak şirket ortalama sermaye maliyetini düşürebilir ve şirketin piyasa değerini artırabilir. Yaklaşıma göre şirketin ortalama sermaye maliyeti ile sermaye yapısı arasında bir ilişki söz konusudur.

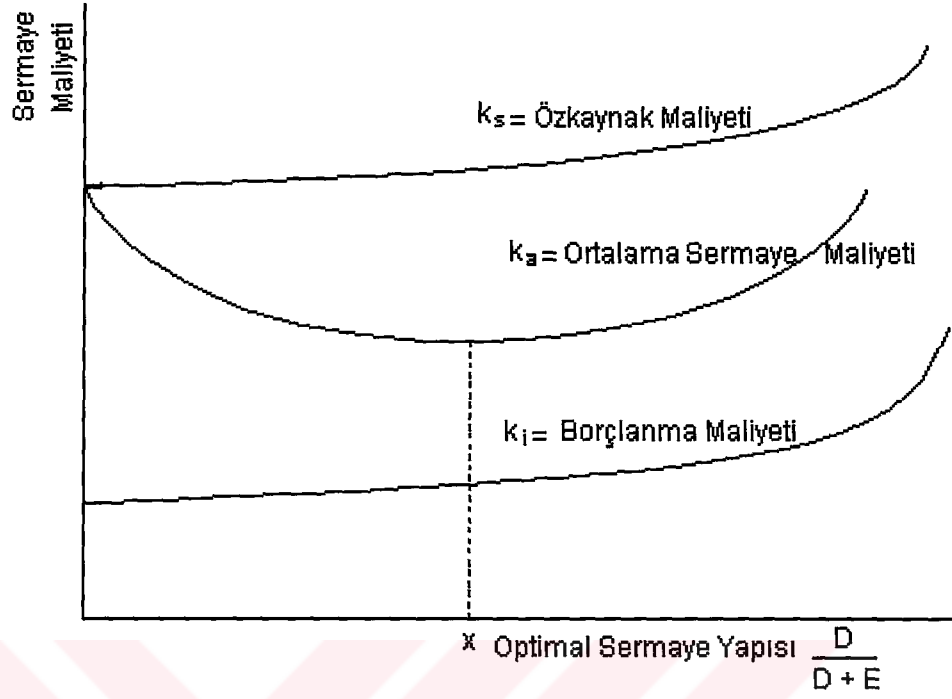
Şirketlerin borç kullanımı nedeniyle ödenen faizlerin gider olarak yazılması vergi tasarrufu sağladığı için borçlanma maliyeti özkaynak maliyetinden düşüktür. Bu anlayışa göre şirketler borçlanma miktarını artırarak ortalama sermaye maliyetini düşürebileceklerdir. Fakat ortalama sermaye maliyeti bir noktaya kadar düşecektir.¹⁴⁸

Önceki iki yaklaşımın aksine şirket için tek bir optimal sermaye yapısı söz konusudur; bu noktada şirketin ortalama sermaye maliyeti ve piyasa değeri maksimumdur. Şirket kendisi için optimal olarak kabul edilen borç/özkaynak yapısının üzerinde hala borçlanmaya devam ederse kredi verenler ve hissedarlar bu davranışa tepki göstereceklerdir. İlk başta hissedarlar ve kredi verenler şirketin düşük maliyetli borç kullanımına tepki göstermemektedirler. Çünkü bu durum kaldıraç kullanımına bağlı olarak şirketin piyasa değerini olumlu etkilemektedir. Fakat bu olumlu etki bir noktaya kadardır. Kullanılan kredi miktarındaki artış yüzünden şirketin riski artmaktadır. Artan riske bağlı olarak yatırımcılar daha fazla kâr payı istemektedir; kredi verenler ise tepki olarak ek güvence isteyerek faiz oranlarını yükseltmektedir.¹⁴⁹ Geleneksel yaklaşımı şekil yardımı ile açıklayacak olursak:

¹⁴⁸ Nurhan Aydın ve arkadaşları, **Finansal Yönetim**, Anadolu Üniversitesi Yayını No:1465, Açıköğretim Fakültesi Yayını No:779, Eskişehir, 2003, s.270

¹⁴⁹ Richard A. Brealey ve Stewart C. Myres, **Principles of Corporate Finance**, McGraw-Hill Inc., Dördüncü Baskı, New York, 1991, s.410

Şekil 3.4.Sermaye Maliyeti/Geleneksel Yaklaşım



Şekil 3.4.'da görüldüğü gibi şirket, borçlanma maliyetinin özkaynak maliyetinden düşük olduğu için ortalama sermaye maliyeti düşmektedir. Borçlanma miktarı arttıkça şirketin özkaynak maliyeti hızla artmaktadır. Fakat ucuz borçlanmadan dolayı şirketin ortalama sermaye maliyeti özkaynak maliyetinin artmasından olumsuz etkilenmemektedir ta ki x noktasına gelinceye kadar. X noktasından sonra özkaynak maliyetindeki hızlı artış ucuz borçlanma ile sağlanan avantajı ortadan kaldırmaktadır ve ortalama sermaye maliyetinin yükselmesine yol açmaktadır. Aynı zamanda kredi kuruluşları şirketin borç kullanımında ki artışa bağlı olarak ortaya çıkan riski azaltmak amacıyla kredi faiz oranlarını yükseltmektedirler ki bu durumda ortalama sermaye maliyetini yukarıya doğru çıkmasına katkıda bulunmaktadır.

Bu yaklaşıma göre şirketin sermaye maliyeti ile sermaye yapısı arasında bir ilişki olduğunu ve optimal bir sermaye yapısının olduğunu ortaya koymaktadır. Bu optimal sermaye yapısında borcun gerçek maliyeti ile özsermayenin gerçek maliyeti aynıdır. Optimal sermaye yapısından önce borcun gerçek maliyeti, özsermayenin maliyetinden düşük iken bu noktadan sonra özsermayenin gerçek maliyeti borcun

gerçek maliyetinden düşüktür. Optimal sermaye yapısında şirketin ortalama sermaye maliyeti minimum ve piyasa değeri maksimumdur.¹⁵⁰

3.8.4.Modigliani–Miller Yaklaşımı

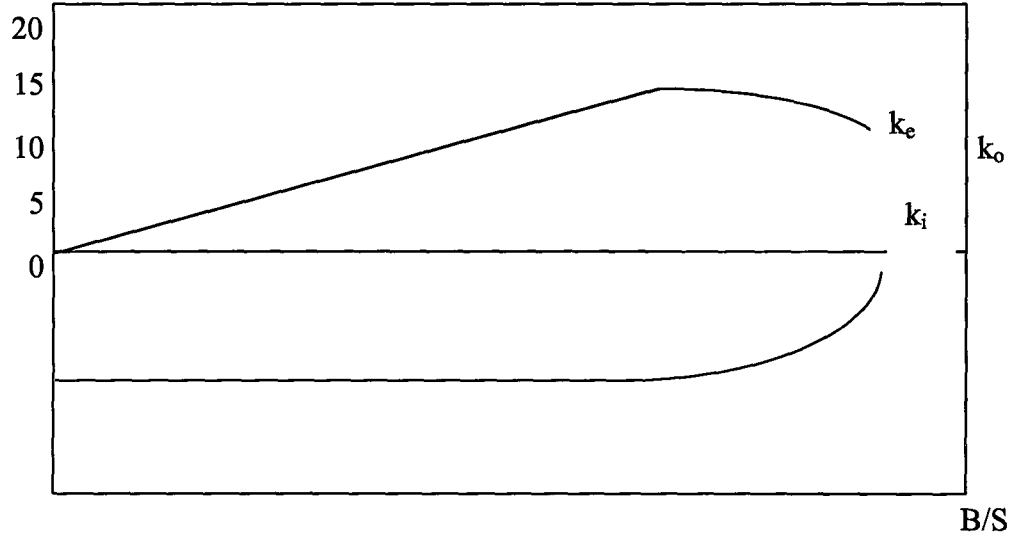
Modigliani–Miller, net faaliyet gelirinde olduğu gibi şirketin finansal kaldıraç kullanımı ile sermaye maliyeti arasından bir ilişki olmadığını savunmaktadır. M-M' e göre şirketin tüm finansal kaldıraç seviyelerine bağlı olarak oluşan farklı sermaye yapılarında ortalama sermaye maliyetinin aynı kaldığını söyleyerek, bu noktada geleneksel yaklaşımı eleştirmektedir. Bu görüşe göre şirketin piyasa değeri borçlanma maliyeti ile özkaynak maliyetinin etkileşimi sonucu aynı kalacaktır. M–M görüşlerinin geçerliliği için bir takım varsayımlar ortaya koymuşlardır. Bu varsayımlar:

- Sermaye piyasaları tam rekabet koşulları geçerlidir, mükemmeldir. Sermaye piyasalarının mükemmel olduğu varsayımına göre yatırımcılar ve yöneticiler istedikleri bilgiye kolayca ulaşabilmektedir, işlem giderleri söz konusu değildir,
- Tüm yatırımcılar için gelecekteki faaliyet gelirlerinin olasılık dağılımının cari faaliyet gelirlerinin olasılık dağılımı ile aynıdır,
- Şirketler eş risk kategorilerine göre sınıflandırılmaktadır,
- Gelir vergisi ve kurumlar vergisi yoktur. Daha sonra bu varsayım gelir vergisi ödenmemesi şeklinde değiştirilmiştir.

Bu yaklaşıma göre, şirketin sermaye yapısının değişmesinin toplam risklerini değiştirmeyeceğini iddia etmektedirler. Bu nedenle şirketin piyasa değeri, sermaye yapısı ne olursa olsun değişmez. Yaklaşıma göre şirketler uygun bir kaldıraç kullanımı ile ortalama sermaye maliyetini değiştiremeyeceğini aynı zamanda şirketin aşırı kaldıraç kullanımının ortalama sermaye maliyeti üzerinde etkisi olmayacağını söylemektedirler. M-M' e göre şirketin ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti (k_o) tüm kaldıraç derecelerinde aynıdır. M-M' in görüşünü şekil yardımı ile açıklayacak olursak:

¹⁵⁰Van Horne, a.g.e., ss.252-254

Şekil 3.5.Sermaye maliyeti/Finansal kaldıraç ilişkisi



Şekil 3.5’de görüldüğü gibi şirketin kaldıraç kullanımına bağlı olarak sermaye yapısında meydana gelen değişiklikler ortalama sermaye maliyeti üzerinde etkili olmamaktadır, yatay bir seyir izlemektedir. Borçla finansmanın maliyeti yükseldikçe özkaynakla finansmanın azalan oranlarda artacağını daha sonra aşağıya doğru düşeceğini iddia etmektedirler ki bu durum şekil 3.7’de gösterilmektedir. Bu durumun geçerli olabilmesi için M-M yatırımcıların ilk bakışta riskten kaçınır olmalarına rağmen daha sonra riske yönelen bir davranış içerisinde bulunacaklarını iddia etmektedirler.¹⁵¹

M-M’ e ilk eleştiri gerçek hayatta sermaye piyasalarının kusursuz ve tam belirlilik altında olmadığı noktasındadır. Çünkü piyasada yatırımcılar bilgiye eşit ulaşamamakta ve sonuç olarak davranışlarında farklılıklar ortaya çıkmaktadır. Aynı zamanda piyasada temsilci maliyetleri işlem maliyetleri mevcuttur.¹⁵²

Belirlilikle ilgili bir başka itiraz ise şirketin kâr dağıtım oranında meydana gelen bir artışın şirketin piyasa değerini arttırdır. M-M’ e göre değişen kâr payı oranı şirket yöneticilerinin kazanma gücünde oluşturduğu bir artıştır.

M-M’ e şirketin kâr dağıtım ile piyasa değeri yükselen şirketin; kâr paylarının ödenmesi ile ortaya çıkan ek finansman ihtiyacının karşılanmasıyla eski değerine düşmektedir. Ek finansman ihtiyacının borçlanma yoluyla, yeni hisse senedi ihracı veya

¹⁵¹ Franco Modigliani ve Metron H. Miller, “*The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment*”, The American Review, Vol:XLVIII, No:3, 1958, s.61-70

¹⁵² Kent A. Hickman, Hugh O. Hunter ve John W. Byrd, *Foundations of Corporate Finance*, West Publishing Company, New York, 1996, s.397

özkaynaktan karşılanması bu sonucu değiştirmeyecektir. Çünkü şirketin borçlanma maliyeti ile özkaynak maliyeti aynı olup şirketin değerlendirilmesi ile sermaye yapısı (borç/özkaynak) arasında hiçbir ilişki söz konusu değildir.

M-M şirketin aşırı kaldıraç kullanımının şirketin ortalama sermaye maliyetine hiçbir etkisi olmayacağı görüşü gerçekçi değildir. Biz biliyoruz ki aşırı kaldıraç kullanımı borçlanma maliyetini yükseltecektir. Geleneksel yaklaşımda da olduğu gibi şirketin belirli bir noktadan sonra borç kullanımında ki artışa bağlı olarak faiz ödeme yükümlülüğü artacaktır. Diğer taraftan iflas halinde aşırı kaldıraçlı şirketin hisse senetlerine göre kaldıraçsız şirketin hisse senetleri daha caziptir.

M-M'in görüşlerinde vergiye yer vermemişlerdir. Bütün hissedarlar sahip olduğu menkul kıymetler için elde edeceği menkul kıymet kazancı ile bu kazancına bağlı olarak ödeyeceği kurumlar vergisine önem vermektedir. Eğer yatırımcı yüksek gelir vergisi dilimine sahipse kâr payı almak yerine sermaye kazancı elde ederek vergiden kaçınmayı ve servetini bu yolla artırmayı tercih edecektir. M-M' in varsayımı olan hissedarların kâr payı ve sermaye kazancı karşısında kayıtsız oldukları ve rasyonel davrandıkları gerçek hayatta geçerli değildir.

Kişisel gelir vergisinin yokluğunda geleneksel yaklaşım şirketin finansal kaldıraç kullanarak sermaye yapısını değiştirmesi sonucu ortalama sermaye maliyetini düşürebileceğini savunurken, M-M ise şirketin kaldıraç kullanarak ortalama sermaye maliyetini değiştiremeyeceğini savunmaktadırlar. Uygulamada piyasada mükemmelsizlikler olduğu için geleneksel yaklaşım kabul görmektedir. M-M' in verginin olduğu durumda özsermayeden beklenen getiri oranı kaldıraçtan yararlanıldıkça artacaktır.¹⁵³

¹⁵³ Modigliani ve Miller, a.g.m., ss.433-443

Ahmet Köse, "Finansal Varlıkları Değerleme Modeli ve Modelin Uygulama Alanları", İstanbul Üniversitesi İşletme Fakültesi Dergisi, Kasım, 2000, s.98

DÖRDÜNCÜ BÖLÜM
HALKA AÇIK ŞİRKETLERİN İZLEDİKLERİ KÂR DAĞITIM
POLİTİKALARININ SERMAYE YAPISINA ETKİSİ ÜZERİNE BİR
UYGULAMA

Şirketlerin finansman kaynakları ortaklardan sağladığı fonlar, borçlanma yoluyla sağlanan fonlar ve dağıtılmayan kârlardır. Şirketlerin zamanla ortaya çıkan finansman ihtiyacını hisse senedi ihracı yoluyla karşılaması bir takım faktörlerin etkisi altındadır. Şirketler, hisse senedi çıkarma prosedürü, halka arzın uzun zaman içermesi ve maliyetli olması ve en önemlisi hissedarların tepkisi sonucu her zaman başvurulabileceği bir kaynak özelliği taşımamaktadır.

Borçlanma yoluyla sağlanan kaynak ise belli bir vade sonunda anapara ve faizi ile ödenmesi gerekmektedir. Şirketlerin borçlanma maliyeti sadece sağlanan kaynağın borçlanma faizini içermemektedir. Hissedarlar ve kredi kuruluşları şirketin borçlanma seviyesindeki artışa bağlı olarak artan risk karşısında beklentilerini yükseltmektedir. Hissedarlar daha fazla kâr payı isterken kredi verenler ise daha fazla faiz ve teminat istemektedirler. Bu ise borcun görünmeyen maliyetini oluşturmaktadır.

Bu durumda şirketin belli bir faaliyet dönemi sonucunda elde ettiği kârlar önemli bir finansman kaynağı olmaktadır. Şirketler için kârların dağıtılmayarak şirket bünyesinde bırakılmasının hiçbir faiz maliyeti yoktur. Fakat şirkete belli bir dönem sonunda kâr payı geliri elde etmek için yatırım yapan ve özellikle küçük, yatırımcılar kârın şirket bünyesine bırakılmasına tepki göstererek yatırımlarından vazgeçmektedir. Sadece bu tipteki yatırımcıların beklentilerinin daha yüksek seviyede karşılanacağına ilişkin bir durum söz konusu olduğunda beklentilerini yükselterek ertelemeyi kabul etmektedirler. Buna karşılık kurumsal yatırımcılar ise yüksek vergi yükü dolayısıyla kârın dağıtılmayarak şirket bünyesinde bırakılmasını tercih etmektedir.

Şirketlerin finansman ihtiyacını finansal hiyerarşi teorisine göre önce dağıtılmayan kârlarla sonra sırasıyla borçlanma yoluyla ve hisse senedi ihracı yoluyla karşılaması uygundur.

Şirketler bir yandan finansman ihtiyaçlarını uygun şartlarda sağlayacağı bir finansal kaynağa sahip olması diğer taraftan mevcut ve potansiyel yatırımcılar ile kredi sağladığı kuruluşlarının beklentilerini karşılamak zorundadır. Kendisine özkaynak veya

kredi niteliğinde fon sağlayan kişi ve kuruluşların beklentilerini karşılayan şirketlerin piyasa değeri olumlu olarak etkilenecektir.

Hissedarların beklentilerinin karşılanması ve en önemli finansman kaynağı olan kârlarını dağıtımını önemli bir meselesidir. Bu yüzden halka açık şirketlerin izledikleri kâr dağıtım politikası şirket yöneticilerinin şirketin piyasa değeri ve sermaye yapısını optimal kılacak politika izlemek zorundadırlar. Şirketlerin izledikleri kâr dağıtım politikası, borçlanma politikasının (x_1), yatırım fırsatlarının (x_2), kâr payı ödeme kısıtlılıklarının (x_3), yasal sınırlamaların (x_4), ve yönetimin tutumunun (x_5) vb faktörlerin bir fonksiyonu olarak ifade edebilir. bu durumda kâr dağıtım politikasını:

$$KP = f(x_1, x_2, x_3, x_4, x_5, \dots, x_i) \quad (4.1)$$

denklemleri ile ifade edebiliriz.

Halka açık şirketler izleyecekleri kâr dağıtım politikalarını belirlerken şirketin piyasa değerinin korunması, şimdiki ve gelecekteki yatırımlarının aksamaması, çalışma sermayesinin yeterli olması, ortakların tutumu, şirket yöneticilerinin tutumu, alternatif finansman kaynaklarına ulaşma yeteneği, kredi verenlerin davranışları, yasal düzenlemeler, ekonomik yapı, rakiplerin kâr dağıtım politikaları, sektörün özellikleri gibi birçok sınırlılıkla karşı karşıyadır. Bu durumda şirketlerin izledikleri kâr dağıtım politikaları ile sermaye yapısı arasında doğrusal bir ilişki mevcuttur denebilir. Bu ilişki birebir yerine çoklu bir ilişkinin varlığını ifade etmektedir.

Şirket yöneticilerinin temel amacı, şirketin hisse senetlerinin piyasa değerini maksimum yapmaktır. Bütün kararlar ve davranışlar şirketin değerini ve ortakların zenginliğini artırmaya yöneliktir. Bir şirketin piyasa değeri çeşitli faktörlerin etkisi altındadır. Şirketin sermaye yapısı ve buna bağlı olarak hisse senetlerinin piyasa değeri daha önce ifade edildiği gibi ilgili şirketin yatırımlarının (y_1), borçlanma maliyetinin (y_2), teknolojik durumunun (y_3), sınai ve ticari haklarının (y_4), kâr dağıtım politikalarının (y_5), insan kaynaklarının (y_6) bir fonksiyonu olarak ifade edilmişti. Aynı zamanda şirketin piyasa değeri ile kâr dağıtım politikası arasında doğrusal bir ilişki söz

konusudur. Diğer değişkenler sabit tutulduğunda, şirketin dağıttığı kâr payı artışı ile doğru orantılı olarak piyasa değeri yükselmektedir. Bu durumda şirketin piyasa değeri:

$$PD = f(KP, Y_i) \quad (4.2)$$

şeklinde yazılabilir. Burada Y_i şirketin piyasa değerini etki edene diğer faktörleri göstermektedir. O halde 4.1 ve 4.2. no' lu denklemler ile şirketin piyasa değerini şöyle gösterebiliriz:

$$PD = f(x_1, x_2, x_3, x_4, x_5, \dots, x_i, y_1, y_2, y_3, y_4, y_5, \dots, y_i) \quad (4.3)$$

Fakat bu faktörlerin bir kısmının şirketin sermaye yapısına ve piyasa değerine ne ölçüde etki yaptığının ölçülmesi imkansızdır. Örneğin yöneticilerin tutumu, işgücü verimliliği, hissedarların tutumu vb. gösterilebilir.

4.1.Uygulamanın Amacı

İstanbul Menkul Kıymetler Borsası (İ.M.K.B.)' nda hisse senetleri işlem gören şirketlerin izledikleri kâr dağıtım politikalarının sermaye yapısına etkisini ölçmektir. Uygulama sektörler itibari şirketlerin izledikleri kâr dağıtım politikalarının sermaye yapısı belirlenmeye çalışılacaktır.

4.2. Uygulamanın Varsayımları

$H_0 : \mu =$ Halka açık şirketlerin izledikleri kâr dağıtım politikaları ile sermaye yapısı arasında doğrusal bir ilişki yoktur.

$H_1 : \mu =$ Halka açık şirketlerin izledikleri kâr dağıtım politikaları ile sermaye yapısı arasında doğrusal bir ilişki vardır.

4.3.Uygulamanın Kapsamı ve Veriler

Uygulamada kullanılan veriler, hisse senetleri İMKB’ de işlem gören şirketler içinden , 1992-2002 yılları arasında bilanço ve gelir tabloları, temettü verileri ve sermaye artırımları düzenli olarak elde edilebilen 7 sektöre ait 50 şirket tesadüfi olarak seçilmiştir.

Uygulamada tesadüfi olarak belirlenen şirketlerin seçiminde bir takım kısıtlılıklar bulunmaktadır. Bir şirketin örneğe dahil edilebilmesi için hisse senetlerinin halka arz yılının minimum 1991 yılı olması gerekmektedir. Diğer bir kısıtlılık ise şirketlerin mali tablolarına eksiksiz ve tam olarak ulaşılabilmiştir. Bu yüzden analizin doğru sonuçlar verebilmesi için mali tablolarına eksiksiz ve tam ulaşılabilen şirketler tespit edilmiştir. Yine bu yıllar içerisinde şirketlerin bir kısmı iflas etmiş, borsada tahtası kapanmış, başka bir şirket ile birleşmiş veya faaliyetlerinde meydana gelen aksamalardan dolayı borsaya gönderdikleri mali tablolarında eksik olmaktadır. bu yüzden bazı sektörlerde 9 şirket bazı sektörlerde ise 5 şirket bulunmaktadır.

Tablo.4.1.Uygulamada Kullanılan Sektörler İtibari İle Şirket Sayısı

sayı	Sektör Adı	Şirket Sayısı
1	Holding	7
2	Gıda	5
3	Tekstil	7
4	Taş ve tuğla	9
5	Kimya	7
6	Metal ana eşya	6
7	Metal eşya	9
TOPLAM		50

4.4.Uygulamanın Yöntemi

Uygulamada kullanılan model, en küçük kareler yöntemine göre bir çoklu regresyon modelidir.

Burada uygulamada kullanılan çoklu regresyon modelini hatırlatmakta fayda olacağını düşünmekteyiz.

Çoklu regresyon analizi , Y bağımlı değişken ve $x_1, x_2, x_3, \dots, x_n$ bağımsız değişkenler olmak üzere , değişkenler arasındaki ilişkiyi sebep sonuç ilişkisine göre matematiksel olarak ortaya koyan bir yöntemdir. Bir bağımlı değişken ve çok sayıda bağımsız değişken ($x_1, x_2, x_3, \dots, x_n$) arasındaki ilişkiyi belirleyen yöntem ise çoklu korelasyon analizi denmektedir.

Çoklu regresyon modelini oluştururken en küçük kareler yöntemi: bazı şartların gerçekleşmesi halinde bağımlı değişkenin tahmini ve gerçek değerleri arasındaki farkların (ϵ_i) kareleri toplamını en küçükleyerek değişkenler arasındaki ilişkiyi gerçeğe en yakın şekilde elde etmemizi sağlar. Çoklu regresyon analizi ;

$$Y = \beta_0 + \beta_1 X_1 + \beta_2 X_2 + \beta_3 X_3 + \dots \beta_k X_k \quad (4.4)$$

formülü ile doğrusal modelde parametre tahmini yapmayı amaçlar.¹⁵⁴

Çoklu regresyon modeli en küçük kareler modeline göre çözülebilir. Çoklu regresyon modelindeki belirlilik katsayısı “Korelasyon Katsayısı” olarak adlandırılmakta ve “ R^2 ” simgesi ile gösterilir. Korelasyon katsayısı (R^2) bağımlı değişken ile bağımsız değişken arasındaki ilişkinin derecesinin ve yönünün belirlenmesinde kullanılmaktadır. Korelasyon katsayısı -1’ den küçük +1’den büyük olamaz. O halde korelasyon katsayısı:

$$-1 < R^2 < +1$$

¹⁵⁴ Paul Newbold, **Statistics for Business and Economics**, Prentice- Hall International Additions, İkinci Baskı, London, 1988, ss.488-528
Bilge Aloba Köksal, **İstatistik Analiz Metotları**, Çağlayan Kitabevi, Beşinci Baskı, İstanbul, 1998, ss.357-386

eşitliği arasında olacaktır. Korelasyon katsayısı – çıktığında bağımlı değişken ile bağımsız değişken arasında ters yönlü bir ilişki olduğunu göstermektedir. Başka bir deyişle biri artarken diğ erinin azaldığını ifade etmektedir. Korelasyon katsayısı + çıktığında bağımlı ve bağımsız değişken arasında doğrusal bir ilişkinin olduğunu ifade etmektedir. Korelasyon katsayısı -1 veya +1'e yaklaştıkça bağımlı ve bağımsız değişken arasındaki ilişkinin kuvvetlendiğini, sıfıra yaklaştıkça ilişkinin zayıfladığını ve sıfır olduğunda ise hiçbir ilişkinin olmadığını ifade etmektedir.

Modelde yer alan her bir bağımsız değişkenin Y üzerindeki etkisinin anlamlılığı β ' ların anlamlılığının test edilmesi ile mümkün olmaktadır. Her bir değişken için hesaplanan regresyon katsayısının anlamlılığı F değerleri ile test edilir.¹⁵⁵

Regresyon analizinin amacı: “değişkenler arasındaki ilişkiyi en iyi şekilde temsil eden fonksiyonların parametre değişkenlerini belirlemektir” diyebiliriz.¹⁵⁶

4.5.Uygulama Bulguları ve Analizi

Tesadüfi örnekleme ile seçilen sektör ve şirketlerin çoklu regresyon modeline göre bağımlı ve bağımsız değişkenler tanımladıktan sonra sektörler itibari ile değerlendirilecektir. Uygulamada kullanılacak Çoklu regresyon formülü aşağıdaki gibi

$$Y = \beta_0 + \beta_1 X_1 + \beta_2 X_2 + \beta_3 X_3 + \dots \beta_k X_k$$

daha önce formüle etmiştik.

Şirketlerin izledikleri kâr dağıtım politikası, borçlanma politikasının (x_1), yatırım fırsatlarının (x_2), kâr payı ödeme kısıtlılıklarının (x_3), yasal sınırlamaların (x_4),ve yönetimin tutumunun (x_5), ortakların vergi durumu vb faktörlerin bir fonksiyonu olarak ifade edilmişti. Şirketin sermaye yapısı ve buna bağlı olarak hisse senetlerinin piyasa değeri 4.3 no'lu denklemde ifade edildiği gibi ilgili şirketin yatırımlarının (y_1), borçlanma maliyetinin (y_2), teknolojik durumunun (y_3), sınai ve ticari haklarının (y_4), kâr dağıtım politikalarının (y_5), insan kaynaklarının (y_6) bir fonksiyonu olarak ifade edilmişti.

¹⁵⁵ Özer Serper, *Uygulamalı İstatistik 2* , Filiz Kitabevi, Genişletilmiş İkinci Baskı, İstanbul, 1993, ss.185-208

¹⁵⁶ İsa Altınışık ve Arkadaşları, "Excel Uygulamaları", Çizgi Yayınevi, Birinci Baskı, Konya, 2004, s.118

Buna bağılı olarak şirketlerin izledikleri kâr dağıtım politikalarının sermaye yapısına etkileyen bu değişkenlerin bir kısmının etkisi ölçülebilirken bir kısmının ise ölçülmesi imkansızdır. Şirketin sermaye yapısı “Borç ve Özsermaye” den oluşmaktadır. Şirketlerde özsermaye miktarı azaldıkça borç sermaye miktarı artar veya tam tersi olur. Bu durumda şirketin “borç/özsermaye “ nin belirlenmesinde finansal kaldıraç önemlidir. Ayrıca şirketin defter değeri (ŞD) = özsermaye + borç sermaye ile belirlenir. Bu defter değeri büyük olasılıkla piyasa değerinden farklı olacaktır.

Kârlar temettü olarak dağıtıldıkça şirketin borç (ek sermayeye) sermayeye olan ihtiyacı artacaktır. Buna karşılık şirketin hisse senedinin değeri yükselmektedir. Temettü ile şirketin hisse senetlerinin piyasa fiyatı arasında doğrusal bir ilişki söz konusudur. Bu sebeple ölçülebilir olması hasebiyle şirket değerini (ŞD) :

$$\text{ŞD} = f(x_1, x_2, x_3) \quad (4.5)$$

olarak yazabiliriz.

Amacımız şirketlerin izledikleri kâr dağıtım politikalarının sermaye yapısına etkisinin ne kadar olduğunu en uygun ölçmek olduğu için uygulamada regresyon modelinde bir bağımlı değişken ve bunu etkileyen üç bağımsız değişken bulunmaktadır. 4.4. no’ lu çoklu regresyon modeline göre borç/özsermaye (Y) bağımlı değişken, kâr payı/özsermayeyi (x_1), hisse başına temettü/hisse başına kâr payı (x_2) ve P_t/P_{t+1} (x_3)’ i bağımsız değişken olarak kabul edersek, temettünün borç/özsermaye üzerindeki etkisini ölçebiliriz. Bu sebeple :

Bağımlı değişken (Y) = Borç/Özsermaye

Bağımsız değişken (x_1) = Kâr payı/özsermaye

Bağımsız değişken (x_2) = Hisse Başına temettü/hisse başına kâr payı

Bağımsız değişken (x_3) = Hisse senedinin bir yıl önceki fiyatı/ cari dönem fiyatı olarak belirlenmiştir.

Birinci bağımsız değişken (x_1) şirket ortaklarının sahip oldukları özkaynakların kârlılığını ölçmek amacıyla seçilmiştir. İkinci bağımsız değişken (x_2) ise şirketlerin yıllar itibari elde ettikleri kârın ne kadarını ortaklarına dağıttığını ne kadarını şirket bünyesinde bıraktığını ölçmek amacıyla seçilmiştir. Üçüncü bağımsız değişken (x_3) ise

şirketlerin belli bir dönem boyunca faaliyetlerinin sonucu olarak elde ettikleri kâr veya zarara bağlı olarak hisse senetlerinin piyasa fiyatındaki dalgalanmaların etkisini ölçmek için seçilmiştir. Bu üç bağımsız değişkenin sermaye yapısına etkisini ölçmek amacıyla bağımlı değişken borç/özsermaye (Y) belirlenmiştir.

Bağımlı ve bağımsız değişkenlerimizi atadıktan sonra çoklu regresyon modeline göre tesadüfi olarak seçilen 50 şirket ve 7 sektör için izledikleri kâr dağıtım politikalarının borç/ özsermaye yapısı üzerindeki etkisini analiz edeceğiz.

4.5.1.Kimya, Petrol, Kauçuk ve Petrol Ürünleri Sanayi

Bu sektörde Aksa A.Ş., Bagfaş A.Ş., Brisa A.Ş., Ege Gübre A.Ş., Good- Year A.Ş., Hektaş A.Ş., ve Eczacıbaşı İlaç A.Ş. olmak üzere 7 şirketin finansal verileri çoklu regresyon analizine dahil edilmiştir.

Çoklu regresyon formülümüz olan 4.2. no ' lu formüle göre bizim uygulama formülü

$$Y = \beta_0 + \beta_1 X_1 + \beta_2 X_2 + \beta_3 X_3$$

şeklinde olacaktır.

Tablo.4.5.1.Kimya, Petrol, Kauçuk ve Petrol Ürünleri Sanayi Regresyon İstatistikleri

ÖZET ÇIKIŞI

<i>Regresyon İstatistikleri</i>	
Çoklu R	0,464552798
R Kare	0,215809302
Ayarlı R Kare	0,183582287
Standart Hata	1,04012887
Gözlem	77

ANOVA					
	<i>df</i>	<i>SS</i>	<i>MS</i>	<i>F</i>	<i>Anlamlılık F</i>
Regresyon	3	21,73429896	7,24476632	6,69653403	0,00046898
Fark	73	78,97636886	1,081868067		
Toplam	76	100,7106678			

	<i>Katsayılar</i>	<i>Standart Hata</i>	<i>t Stat</i>	<i>P-değeri</i>	<i>Düşük %95</i>	<i>Yüksek %95</i>	<i>Düşük 95,0%</i>	<i>Yüksek 95,0%</i>
Kesişim	2,024963795	0,237258772	8,534832133	1,391E-12	1,55210742	2,497820168	1,552107423	2,49782016
x1	-5,550002995	2,270149931	-2,44477377	0,01690829	-10,0744084	-1,02559764	-10,07440835	-1,0255976
x2	-0,742254002	0,478408408	-1,55150702	0,12510509	-1,69572123	0,211213226	-1,69572123	0,21121322
x3	-0,020262573	0,058664715	-0,34539626	0,7307898	-0,13718126	0,096656114	-0,137181261	0,09665611

Kimya, petrol, kauçuk ve petrol ürünleri sanayine ait çoklu regresyon denklemi en küçük kareler yöntemine göre çözülerek aşağıdaki değerler elde edilmiştir:

$$b_0 = 2,0250$$

$$b_1 = -5,5500$$

$$b_2 = -0,7423$$

$$b_3 = -0,0203$$

$Y = \beta_0 + \beta_1 X_1 + \beta_2 X_2 + \beta_3 X_3$ genel denklemine göre Kimya, petrol, kauçuk ve petrol ürünleri sanayine ait şirketlerin genel denklemi :

$$Y = 2,0250 - 5,5500X_1 - 0,7423X_2 - 0,0203X_3$$

olmaktadır.

Analizde %95 aralığında korelasyon katsayısı 0,2158093 olarak bulunmuştur. Bu sonuç borç/özsermayede ki değişimin %22' nin bağımsız değişkenler tarafından açıklandığını göstermektedir. Geriye kalan % 78 ise toplam temettü/toplam sermaye

(x_1), hisse başına temettü/hisse başına kâr (x_2), ve P_n/ P_{n-1} (x_3)’ teki değişmelere bağlı olmayan kısmı ifade etmektedir.

Analizimizi F testine tabi tuttuğumuzda % 5 anlam düzeyinde F kritik değerini F değerler tablosundan 2,68 olarak buluruz. Kimya, petrol, kauçuk ve petrol ürünleri sanayi ait F değeri $6,69 > 2,68$ olduğu için şirketlerin izledikleri kâr dağıtım politikaları ile sermaye yapısı arasında bir ilişki vardır sonucuna ulaşırız ve (h_1) hipotezimizi kabul ederiz.

4.5.2.Metal Ana Sanayi

Bu sektörde Çelik Halat A.Ş., Burçelik A.Ş., Döktaş A.Ş., Ereğli Demir Çelik A.Ş., İzmir Demir Çelik A.Ş. ve Sarkuysan A.Ş. olmak üzere 6 şirketin finansal verileri çoklu regresyon analizine dahil edilmiştir.

Çoklu regresyon formülümüz olan 4.2. no’ lu formüle göre bizim uygulama formülü

$$Y = \beta_0 + \beta_1 X_1 + \beta_2 X_2 + \beta_3 X_3$$

şeklinde olacaktır.

Tablo.4.5.2.Metal Ana Sanayi Regresyon İstatistikleri

ÖZET ÇIKIŞI

Regresyon İstatistikleri	
Çoklu R	0,39454858
R Kare	0,15566859
Ayarlı R Kare	0,11481384
Standart Hata	0,94071724
Gözlem	66

ANOVA

	df	SS	MS	F	Anlamlılık F
Regresyon	3	10,11574619	3,3719154	3,810293813	0,01426801
Fark	62	54,86683308	0,88494892		
Toplam	65	64,98257927			

	Katsayılar	Standart Hata	t Stat	P-değeri	Düşük %95	Yüksek %95	Düşük 95,0%	Yüksek 95,0%
Kesim	1,39750603	0,196083923	7,12708116	1,29544E-09	1,00554029	1,789471777	1,005540288	1,789471777
x1	-10,293587	3,124831591	-3,2941253	0,001634509	-16,540029	-4,04714448	-16,54002938	-4,047144481
x2	1,07576081	0,449549414	2,39297567	0,019754543	0,17712533	1,974396292	0,177125328	1,974396292
x3	0,01904442	0,087172892	0,21846724	0,827782606	-0,1552115	0,193300357	-0,155211516	0,193300357

Metal ana sanayisine ait çoklu regresyon denklemi en küçük kareler yöntemine göre çözülerek aşağıdaki değerler elde edilmiştir:

$$b_0 = 1,3975$$

$$b_1 = -10,2936$$

$$b_2 = -1,0758$$

$$b_3 = 0,0190$$

$Y = \beta_0 + \beta_1 X_1 + \beta_2 X_2 + \beta_3 X_3$ genel denklemine göre metal ana sanayine ait şirketlerin genel denklemi :

$$Y = 1,3975 - 10,2936X_1 + 1,0758X_2 - 0,0190X_3$$

olmaktadır.

Analizde %95 aralığında korelasyon katsayısı 0,1556686 olarak bulunmuştur. Bu sonuç borç/özsermayede ki değişimin %15' nin bağımsız değişkenler tarafından açıklandığını göstermektedir. Geriye kalan % 85 ise toplam temettü/toplam sermaye (x_1), hisse başına temettü/hisse başına kâr (x_2), ve P_n / P_{n-1} (x_3)' teki değişimlere bağlı olmayan kısmı ifade etmektedir.

Analizimizi F testine tabi tuttuğumuzda % 5 anlam düzeyinde F kritik değerini F değerler tablosundan 2,68 olarak buluruz. Metal ana sanayine ait F değeri 3,81>2,68 olduğu için şirketlerin izledikleri kâr dağıtım politikaları ile sermaye yapısı arasında bir ilişki vardır sonucuna ulaşırız ve (h_1) hipotezimizi kabul ederiz.

4.5.3.Metal Eşya, Makine ve Gereç Yapımı

Bu sektörde Arçelik A.Ş., İstanbul Motor Piston A.Ş., BSH Profilo A.Ş., Ford Otosan A.Ş., Makine Takım A.Ş., Türk Demir Döküm A.Ş., Vestel A.Ş., Aselsan A.Ş. ve Alcatel A.Ş. olmak üzere 9 şirketin finansal verileri çoklu regresyon analizine dahil edilmiştir.

Çoklu regresyon formülümüz olan 4.2. no' lu formüle göre bizim uygulama formülüz

$$Y = \beta_0 + \beta_1 X_1 + \beta_2 X_2 + \beta_3 X_3$$

şeklinde olacaktır.

Tablo.4.5.3.Metal Eşya, Makine ve Gereç Yapımı Sanayi Regresyon İstatistikleri

ÖZET ÇIKIŞI								
<i>Regresyon İstatistikleri</i>								
Çoklu R	0,19696378							
R Kare	0,038794731							
Ayarlı R Kare	0,00844088							
Standart Hata	2,745399048							
Gözlem	99							
ANOVA								
	<i>df</i>	<i>SS</i>	<i>MS</i>	<i>F</i>	<i>Anlamlılık F</i>			
Regresyon	3	28,89955544	9,633185148	1,27808268	0,286393939			
Fark	95	716,0355136	7,537215933					
Toplam	98	744,9350691						
	<i>Katsayılar</i>	<i>Standart Hata</i>	<i>t Stat</i>	<i>P-değeri</i>	<i>Düşük %95</i>	<i>Yüksek %95</i>	<i>Düşük 95,0%</i>	<i>Yükse</i>
Kesişim	2,747024578	0,437203252	6,283175084	9,9721E-09	1,879067005	3,61498215	1,879067005	3,61
x1	0,632020094	4,345284321	0,145449652	0,88466403	-7,99445379	9,25849398	-7,99445379	9,25
x2	-0,60644889	1,057134329	-0,57367249	0,5675451	-2,70512437	1,4922266	-2,70512437	1,49
x3	0,1123144	0,12660863	0,887099086	0,37726586	-0,13903533	0,36366413	-0,13903533	0,36

Metal eşya, makine ve gereç yapımı sanayisine ait çoklu regresyon denklemi en küçük kareler yöntemine göre çözülerek aşağıdaki değerler elde edilmiştir:

$$b_0 = 2,7470$$

$$b_1 = 0,6320$$

$$b_2 = -0,6064$$

$$b_3 = 0,1123$$

$Y = \beta_0 + \beta_1 X_1 + \beta_2 X_2 + \beta_3 X_3$ genel denklemine göre metal eşya, makine ve gereç yapımı sanayisine ait şirketlerin genel denklemi :

$$Y = 2,7470 + 0,6320X_1 - 0,6064X_2 + 0,1123X_3$$

olmaktadır.

Analizde %95 aralığında korelasyon katsayısı 0,0387947 olarak bulunmuştur. Bu sonuç borç/özsermayede ki değişimin %4' ünü bağımsız değişkenler tarafından

açıklandığını göstermektedir. Geriye kalan % 96 ‘ sı ise toplam temettü/toplam sermaye (x_1), hisse başına temettü/hisse başına kâr (x_2), ve P_n/ P_{n-1} (x_3)’ teki değişmelere bağlı olmayan kısmı ifade etmektedir.

Analizimizi F testine tabi tuttuğumuzda % 5 anlam düzeyinde F kritik değerini F değerler tablosundan 2,68 olarak buluruz. Metal eşya, makine ve gereç yapımı sanayine ait F değeri $1,27 < 2,68$ olduğu için şirketlerin izledikleri kâr dağıtım politikaları ile sermaye yapısı arasında bir ilişki yoktur sonucuna ulaşırız ve (h_0) hipotezimizi kabul ederiz.

4.5.4. Taş ve Toprağa Dayalı Sanayi

Bu sektörde Anadolu Cam A.Ş., Bolu Çimento A.Ş., Çimsa A.Ş., Denizli Cam A.Ş., İzocam A.Ş., Lafarge Aslan Çimento A.Ş., Bursa Çimento A.Ş., Konya Çimento A.Ş. ve Mardin Çimento A.Ş. olmak üzere 9 şirketin finansal verileri çoklu regresyon analizine dahil edilmiştir.

Çoklu regresyon formülümüz olan 4.2. no’ lu formüle göre bizim uygulama formülü

$$Y = \beta_0 + \beta_1 X_1 + \beta_2 X_2 + \beta_3 X_3$$

şeklinde olacaktır.

4.5.4. Taş ve Toprağa Dayalı Sanayi Regresyon İstatistikleri

ÖZET ÇIKIŞI

Regresyon İstatistikleri	
Çoklu R	0,469141185
R Kare	0,220093452
Ayarlı R Kare	0,195464824
Standart Hata	0,645610262
Gözlem	99

ANOVA

	df	SS	MS	F	Anlamlılık F
Regresyon	3	11,1745234	3,724841132	8,936488586	2,83541E-05
Fark	95	39,59719796	0,41681261		
Toplam	98	50,77172136			

	Katsayılar	Standart Hata	t Stat	P-değeri	Düşük %95	Yüksek %95	Düşük 95,0%	Yüksek 95,0%
Kesişim	1,178784631	0,103981962	11,33643382	2,39161E-19	0,972354485	1,385214778	0,972354485	1,385214778
x1	-3,75093504	0,733706691	-5,112308617	1,64589E-06	-5,207525943	-2,29434414	-5,207525943	-2,29434414
x2	-0,00079494	0,002065312	-0,384898412	0,701173039	-0,004895094	0,003305224	-0,004895094	0,003305224
x3	0,020110782	0,0239382	0,840112551	0,402954659	-0,027412519	0,067634083	-0,027412519	0,067634083

Taş ve toprağa dayalı sanayisine ait çoklu regresyon denklemi en küçük kareler yöntemine göre çözülerek aşağıdaki değerler elde edilmiştir:

$$b_0 = 1,1788$$

$$b_1 = -3,7510$$

$$b_2 = -0,0080$$

$$b_3 = 0,0201$$

$Y = \beta_0 + \beta_1 X_1 + \beta_2 X_2 + \beta_3 X_3$ genel denklemine göre taş ve toprağa dayalı sanayiye ait şirketlerin genel denklemi :

$$Y = 1,1788 - 3,7510 X_1 - 0,0080 X_2 + 0,0201 X_3$$

olmaktadır.

Analizde %95 aralığında korelasyon katsayısı 0,2201 olarak bulunmuştur. Bu sonuç borç/özsermayede ki değişimin %22' ünü bağımsız değişkenler tarafından açıklandığını göstermektedir. Geriye kalan % 78 ' sı ise toplam temettü/toplam sermaye (x_1), hisse başına temettü/hisse başına kâr (x_2), ve P_n / P_{n-1} (x_3)' teki değişimlere bağlı olmayan kısmı ifade etmektedir.

Analizimizi F testine tabi tuttuğumuzda % 5 anlam düzeyinde F kritik değerini F değerler tablosundan 2,68 olarak buluruz. Taş ve toprağa dayalı sanayiye ait F değeri 8,93>2,68 olduğu için şirketlerin izledikleri kâr dağıtım politikaları ile sermaye yapısı arasında bir ilişki vardır sonucuna ulaşırız ve (h_1) hipotezimizi kabul ederiz.

4.5.5.Dokuma, Giyim Eşyası ve Deri Ürünleri Sanayi

Bu sektörde Lüks Kadife A.Ş., Yünsa A.Ş., Altınyıldız A.Ş., Akal A.Ş., Kordsa A.Ş., Derimod A.Ş. ve Okan A.Ş. olmak üzere 7 şirketin finansal verileri çoklu regresyon analizine dahil edilmiştir.

Çoklu regresyon formülümüz olan 4.2 . no ' lu formüle göre bizim uygulama formülüz

$$Y = \beta_0 + \beta_1 X_1 + \beta_2 X_2 + \beta_3 X_3$$

şeklinde olacaktır.

4.5.5.Dokuma, Giyim Eşyası ve Deri Ürünleri Sanayi Regresyon İstatistikleri

ÖZET ÇIKIŞI

Regresyon İstatistikleri	
Çoklu R	0,28405279
R Kare	0,080685987
Ayarlı R Kare	0,04290596
Standart Hata	1,25106307
Gözlem	77

ANOVA

	df	SS	MS	F	Anlamlılık F
Regresyon	3	10,0280273	3,342675766	2,13567834	0,103045716
Fark	73	114,2565929	1,565158806		
Toplam	76	124,2846202			

	Katsayılar	Standart Hata	t Stat	P-değeri	Düşük %95	Yüksek %95	Düşük 95,0%	Yüksek 95,0%
Kesişim	1,885399095	0,221414911	8,515230933	1,5142E-12	1,444119516	2,32667867	1,444119516	2,326678675
x1	-6,312601755	2,554484376	-2,47118433	0,01580024	-11,4036852	-1,2215183	-11,4036852	-1,221518284
x2	2,57936E-05	0,000183828	0,140314028	0,88879832	-0,00034057	0,00039216	-0,00034057	0,000392162
x3	0,007438383	0,082349825	0,090326645	0,92827503	-0,15668469	0,17156146	-0,15668469	0,171561458

Dokuma, giyim eşyası ve deri ürünleri sanayisine ait çoklu regresyon denklemi en küçük kareler yöntemine göre çözülerek aşağıdaki değerler elde edilmiştir:

$$b_0 = 1,8853$$

$$b_1 = -6,3127$$

$$b_2 = 2,5794$$

$$b_3 = 0,0074$$

$Y = \beta_0 + \beta_1 X_1 + \beta_2 X_2 + \beta_3 X_3$ genel denklemine göre dokuma, giyim eşyası ve deri ürünleri sanayisine şirketlerin genel denklemi :

$$Y = 1,8853 - 6,3127 X_1 + 2,5794 X_2 + 0,0074 X_3$$

olmaktadır.

Analizde %95 aralığında korelasyon katsayısı 0,0806859 olarak bulunmuştur. Bu sonuç borç/özsermayede ki değişimin %8' ini bağımsız değişkenler tarafından açıklandığını göstermektedir. Geriye kalan % 92 ' si ise toplam temettü/toplam sermaye (x_1), hisse başına temettü/hisse başına kâr (x_2), ve P_n/ P_{n-1} (x_3)' teki değişmelere bağlı olmayan kısmı ifade etmektedir.

Analizimizi F testine tabi tuttuğumuzda % 5 anlam düzeyinde F kritik değerini F değerler tablosundan 2,68 olarak buluruz. Dokuma, giyim eşyası ve deri ürünleri sanayisine ait F değeri $2,13 < 2,68$ olduğu için şirketlerin izledikleri kâr dağıtım politikaları ile sermaye yapısı arasında bir ilişki yoktur sonucuna ulaşırız ve (h_0) hipotezimizi kabul ederiz.

4.5.6.Gıda, İçki ve Tütün Sanayi

Bu sektörde Tuborg A.Ş., Banvit A.Ş., Pınar Su A.Ş., Pınar Süt A.Ş.ve Kent Gıda A.Ş olmak üzere 5 şirketin finansal verileri çoklu regresyon analizine dahil edilmiştir.

Çoklu regresyon formülümüz olan 4.2 . no ‘ lu formüle göre bizim uygulama formülüz

$$Y = \beta_0 + \beta_1 X_1 + \beta_2 X_2 + \beta_3 X_3$$

şeklinde olacaktır.

4.5.6.Gıda, İçki ve Tütün Sanayi Regresyon İstatistikleri

ÖZET ÇIKIŞI

Regresyon İstatistikleri	
Çoklu R	0,175727648
R Kare	0,030880206
Ayarlı R Kare	-0,02612684
Standart Hata	5,034492941
Gözlem	55

ANOVA

	df	SS	MS	F	Anlamlılık F
Regresyon	3	41,189297	13,72976567	0,54169104	0,655940309
Fark	51	1292,652078	25,34611918		
Toplam	54	1333,841375			

	Katsayılar	Standart Hata	t Stat	P-değeri	Düşük %95	Yüksek %95	Düşük 95,0%	Yüksek 95,0%
Kesişim	3,769746722	0,908249769	4,15056172	0,00012601	1,94636063	5,59313281	1,94636063	5,593132813
x1	-12,6695294	12,97671229	-0,97632814	0,33351039	-38,7213463	13,3822876	-38,72134629	13,38228757
x2	-0,18388275	0,48803026	-0,37678556	0,70789616	-1,16364363	0,79587812	-1,163643631	0,795878121
x3	-0,04516825	0,147521712	-0,30618038	0,76071377	-0,34133022	0,25099371	-0,341330221	0,250993713

Gıda, içki ve tütün sanayisine ait çoklu regresyon denklemi en küçük kareler yöntemine göre çözülerek aşağıdaki değerler elde edilmiştir:

$$b_0 = 3,7698$$

$$b_1 = -12,6695$$

$$b_2 = -0,1839$$

$$b_3 = -0,0452$$

$Y = \beta_0 + \beta_1 X_1 + \beta_2 X_2 + \beta_3 X_3$ genel denklemine göre gıda, içki ve tütün sanayisine şirketlerin genel denklemi :

$$Y = 13,7698 - 12,6695X_1 - 0,1839X_2 - 0,0452X_3$$

olmaktadır.

Analizde %95 aralığında korelasyon katsayısı 0,0308802 olarak bulunmuştur. Bu sonuç borç/özsermayede ki değişimin %3' ünün bağımsız değişkenler tarafından açıklandığını göstermektedir. Geriye kalan % 97 ise toplam temettü/toplam sermaye (x_1), hisse başına temettü/hisse başına kâr (x_2), ve P_n / P_{n-1} (x_3)' teki değişimlere bağlı olmayan kısmı ifade etmektedir.

Analizimizi F testine tabi tuttuğumuzda % 5 anlam düzeyinde F kritik değerini F değerler tablosundan 2,76 olarak buluruz. Gıda, içki ve tütün sanayisine ait F değeri $0,54 < 2,76$ olduğu için şirketlerin izledikleri kâr dağıtım politikaları ile sermaye yapısı arasında bir ilişki yoktur sonucuna ulaşırız ve (h_0) hipotezimizi kabul ederiz.

4.5.7.Holding ve Yatırım Şirketleri

Bu sektörde Şişecam A.Ş., Deva Holding A.Ş., Net Holding A.Ş., Koç Holding A.Ş., Enka Holding A.Ş., Eczacıbaşı Yatırım A.Ş. ve Alarko Holding A.Ş olmak üzere 7 şirketin finansal verileri çoklu regresyon analizine dahil edilmiştir.

Çoklu regresyon formülümüz olan 4.2 . no ' lu formüle göre bizim uygulama formülüz

$$Y = \beta_0 + \beta_1 X_1 + \beta_2 X_2 + \beta_3 X_3$$

şeklinde olacaktır.

4.5.7.Holding ve Yatırım Şirketleri Regresyon İstatistikleri

ÖZET ÇIKIŞI

Regresyon İstatistikleri	
Çoklu R	0,224555835
R Kare	0,050425323
Ayarlı R Kar	0,011401706
Standart Ha	1,339717399
Gözlem	77

ANOVA

	df	SS	MS	F	Anlamlılık F
Regresyon	3	6,957750018	2,31925001	1,29217452	0,283570733
Fark	73	131,0235177	1,79484271		
Toplam	76	137,9812677			

	Katsayılar	Standart Hata	t Stat	P-değeri	Düşük %95	Yüksek %95	Şük 95,0%	Yüksek 95,0%
Kesişim	0,751602696	0,225389258	3,3346873	0,00134436	0,302402248	1,200803144	0,30240225	1,200803144
x1	-3,991879717	2,256376149	-1,7691553	0,08104472	-8,48883395	0,505074513	-8,4888339	0,505074513
x2	-0,034089969	0,149241538	-0,2284215	0,81995727	-0,33152813	0,26334819	-0,3315281	0,26334819
x3	0,01597434	0,072219976	0,22119005	0,82556199	-0,12795996	0,159908643	-0,12796	0,159908643

Holding ve yatırım şirketlerine ait çoklu regresyon denklemi en küçük kareler yöntemine göre çözümlenerek aşağıdaki değerler elde edilmiştir:

$$b_0 = 0,7516$$

$$b_1 = -3,9919$$

$$b_2 = -0,0341$$

$$b_3 = 0,0160$$

$Y = \beta_0 + \beta_1 X_1 + \beta_2 X_2 + \beta_3 X_3$ genel denklemine göre holding ve yatırım şirketlerine ait genel denklemi :

$$Y = 0,7516 - 3,9919X_1 - 0,0341X_2 - 0,0160X_3$$

olmaktadır.

Analizde %95 aralığında korelasyon katsayısı 0,050425323 olarak bulunmuştur. Bu sonuç borç/özsermayede ki değişimin %5' ünün bağımsız değişkenler tarafından

açıklandığını göstermektedir. Geriye kalan % 95' i ise toplam temettü/toplam sermaye (x_1), hisse başına temettü/hisse başına kâr (x_2), ve P_n/ P_{n-1} (x_3)' teki değişmelere bağlı olmayan kısmı ifade etmektedir.

Analizimizi F testine tabi tuttuğumuzda % 5 anlam düzeyinde F kritik değerini F değerler tablosundan 2,68 olarak buluruz. Holding ve yatırım şirketlerine ait F değeri $1,92 < 2,68$ olduğu için şirketlerin izledikleri kâr dağıtım politikaları ile sermaye yapısı arasında bir ilişki yoktur sonucuna ulaşırız ve (H_0) hipotezimizi kabul ederiz.

Sektörler itibari ile analiz sonuçlarını topluca 4.5.8. no' lu tabloda gösterilmektedir. Tablo incelendiğinde Kimya petrol kauçuk ve petrol ürünleri sanayi, metal ana sanayi ve taş toprağa dayalı olmak üzere 3 sektörde şirketlerin izledikleri kâr dağıtım politikasının sermaye yapısına etkisi bulunmuştur ve H_1 hipotezi kabul edilmiştir.

Metal eşya makine, araç ve gereç yapımı, dokuma, giyim ve deri ürünleri, gıda, içki ve tütün ve holding ,yatırım şirketlerine ait 4 sektörde şirketlerin izledikleri kâr dağıtım politikalarının ile sermaye yapısına etkisinin olmadığı bulunmuş ve H_0 hipotezi kabul edilmiştir. Tablo 4.5.8' de çoklu regresyon analizi ile elde edilen sektörler itibari ile korelasyon katsayıları ve f tablo değerleri ile kritik değerleri gösterilmiştir.

4.5.8. Sektörler İtibari ile Regresyon İstatistikleri Sonuçları

	Sektör Adı	B_0	B_1	B_2	B_3	Korelasyon. Kats. (%)	F Tablo Değeri	F Kritik Değeri	Hipotez Kabul
1	Kim. Pet. Kau. Pet. Ür. San	2,0250	-5,5500	-0,7423	-0,0203	22	2,68	6,69	H_1
2	Metal Ana San.	1,3975	-10,2936	-1,0758	0,0190	15	2,68	3,81	H_1
3	Met Eşya Mak. Ger. Yap. San.	2,7470	0,6320	-0,6064	0,1123	4	2,68	1,27	H_0
4	Taş ve Topr. Day. San.	1,1788	-3,7510	-0,0080	0,0201	22	2,68	8,93	H_1
5	Dok. Giyim ve Deri Ür. San.	1,8853	-6,3127	2,5794	0,0074	8	2,68	2,13	H_0
6	Gıda İçki Ve Tütün San.	3,7698	-12,6695	-0,1839	-0,0452	3	2,76	0,54	H_0
7	Hold. Yatırım Şirketleri	0,7516	-3,9919	-0,0341	0,0160	5	2,68	1,92	H_0

$H_0 : \mu =$ Halka açık şirketlerin izledikleri kâr dağıtım politikaları ile sermaye yapısı arasında doğrusal bir ilişki yoktur.

$H_1 : \mu =$ Halka açık şirketlerin izledikleri kâr dağıtım politikaları ile sermaye yapısı arasında doğrusal bir ilişki vardır.

Şirketlerin sektörler itibari ile mali tabloları incelendiğinde bazı sektörler 1992-2002 yılları arasında net kârları ve buna bağlı olarak kâr dağıtım miktarı istikrarlı şekilde artarken bazı sektörlerde ise net kârları ve buna bağlı olarak kâr dağıtım miktarı istikrarsız olarak değişmektedir.

Şirketlerin net kârları ve kâr dağıtım politikaları ve sermaye yapısında ki ilişkinin veya ilişkisizliğinin belirlenmesinde üretmiş oldukları mal ve hizmetlerin özellikleri, hitap ettikleri tüketici kitlesi, faaliyette bulunduğu ülkede ve dünyada meydana gelen ekonomik gelişmeler önemlidir. Uluslar arası alanda 1991 yılında başlayan Irak savaşı , 1997 Asya krizi, 1998 Rusya krizi , 2001 Arjantin krizi ile ülkemizde 5 Nisan 1994 kararları, 17 Ağustos 1998 deprem,, 2000 ve 2001 siyasi ve ekonomik krizleri her sektörün sermaye yapısı ve kârlıkları üzerinde etkili olmuştur. Bu etkiler bazı sektörlerin zarar etmesine bazı sektörlerin ise kârlılıklarının artmasına yol açmıştır.

Örneğin 1998 Rusya krizi gıda ve dokuma sektöründe yer alan şirketlerin kârlılıklarını olumsuz etkilerken yine aynı yılda meydana gelen 17 Ağustos depremi taş ve toprağa dayalı ve metal eşya sektörlerinde yer alan şirketlerin kârlılıklarında olumlu etkiler meydana getirmiştir.

Bu açıklamalarımızı analizimiz sonuçları ile birlikte yorumladığımızda nihai mal ve hizmet üreten sektörlerde ki şirketlerin izledikleri kâr dağıtım politikası arasında bir ilişki tespit edilememiş buna bağlı olarak daha çok sanayi ve ara malları üreten sektörlere ait şirketlerin izledikleri kâr dağıtım politikaları arasında bir ilişki tespit edilmiştir.

Fakat borsada 7 sektör ve 50 şirket üzerinde 1992-2002 yılları arasında dünyada ve Türkiye’ de çok sayıda değişme ve kriz yaşandığı için analiz sonuçları nispeten bizi yanıltıcı sonuçlara götürebilir. Daha gerçekçi ve doğru bir analiz yapılabilmesi için dünyada ve Türkiye’ de nispeten daha az siyasi ve ekonomik krizin yaşandığı dönemlerde tekrar bir analiz yapılması kanaatimizce bizi daha sağlıklı sonuçlara götürecektir.

GENEL DEĞERLENDİRME ve SONUÇ

Üretim teknolojilerindeki hızlı değişim şirketin rekabet stratejilerinin yanında üretim konseptlerini, yönetim anlayışlarını ve en önemlisi finansal yapılarını etkilemiştir. Emek yoğun üretim yapısından teknoloji yoğun üretim yapısına geçiş şirketlerin teknolojik yatırımlarını arttırmakla beraber çok büyük sermayeye gereksinim duymuşlardır. Büyük sermaye yatırımlarını finanse etmek, ülkenin kalkınma hızını arttırmak ve küçük tasarrufları reel sektöre kazandırmak amacıyla borsalar kurulmuştur.

Şirketlerin, özkaynak ve uzun süreli fon niteliğindeki kaynaklara kolayca ulaşmasını sağlamaktadır, borsalar. Borsaların en önemli işlevi küçük tasarrufların yatırıma dönüşmesini sağlayarak gelir grupları arasında dengeyi sağlamasıdır. Şirketlerin halka açılmalarıyla başka bir deyişle sermayenin tabana yayılması için bir takım teşvik, muafiyet ve istisnalar yasalarla düzenlenerek avantajlı hale getirilmiştir.

Şirketlerin halka arzıyla borsalardan sağladıkları kaynakların en önemli özelliği özkaynak niteliğinde olmasıdır. Yani belli bir dönem sonunda geri ödemesi söz konusu değildir. Ayrıca borsadan borçlanma yoluyla sağlanan kaynakların süresi uzun vadeli. Bu yüzden iyi yatırım fırsatlarına sahip şirketler için uzun vadeli kaynakların elde edilmesinde sermaye piyasası en uygun yerdir.

Şirketler halka arz ile birlikte kaynak bulmanın yanında bir takım avantajları da beraberinde elde etmektedir. Borsada hisse senetleri işlem gören şirketlerin bütün faaliyetleri dönemler itibarıyla bağımsız denetimden geçmekte aynı zamanda kamunun gereği gibi aydınlatılması ve yatırımcının korunması için özel bilgilerin ilan edilmesiyle birlikte şirketin sermaye piyasası kurulunun denetiminde olması piyasada onlara güven duyulmasını sağlamaktadır. Bu güven şirketlerin ulusal ve uluslar arası para ve sermaye piyasalarına kolayca ulaşmalarını sağlamaktadır.

Şirket halka arz ile birlikte likit hale gelmektedir. Halka kapalı bir şirkete göre halka açık şirketin piyasa değeri daha kolay ve gerçekçi olarak belirlenebilmektedir.

Yasal düzenlemeler ile halka açık şirketlere diğer şirketlerden farklı olarak bir takım yasal imkanlar da tanınmıştır. Halka açık şirketler tedrici kuruluş yöntemini benimseyerek kayıtlı sermaye sistemine geçebilirler. Kayıtlı sermaye sistemi sayesinde şirketler sermayenin 1/4'ünü taahhüt etmekte geriye kalan kısmı için hisse senetlerini halka arz ederek kaynak ihtiyacını karşılamaktadır.

Halka açık şirketlere tahvil ve diğer borçlanma senedi ihracı diğer şirketlere göre arttırılmıştır. Bu durumda SPK'na gönderilen son mali tablolarındaki ödenmiş sermaye, yedek akçe ile yeniden değerlendirme artış fonlarından varsa geçmiş yıl zararları düşüldükten sonra kalan tutarın altı katı kadar ihraç sınırı arttırılmıştır. Diğer şirketler için TTK madde 422'ye göre esas sermayenin ödenmiş ve son bilançoda tasdik olunmuş miktarı kadar tahvil ihraç edebilirler. Ayrıca hisse senedi ile değiştirilebilir tahvil ihracı sadece halka açık şirketlere tanınmıştır.

Şirketlerin halka açılmalarını özendirmek amacıyla yasal düzenlemelerde vergi teşviği de getirilmiştir. Halka açık şirketlerde kar dağıtım öncesinde şirket bünyesindeki stopaj kesintisi %5 iken bu oran halka kapalı şirketlerde %15 olarak belirlenmiştir.

Halka açılma şirketlere avantajlarının yanında birtakım dezavantajları da beraberinde getirmektedir. Şirketin halka açılma yoluyla sağlayacağı kaynak ile halka arz maliyetinin yüksekliğinden dolayı kaynak maliyeti artmaktadır. Halka arz şartlarının ağır, maliyetli ve zaman alması şirket için diğer bir dezavantaj olmaktadır.

Halka arzdan sonra şirketler borsanın denetimi altına girmekte kendisi için şirket sırrı olan birtakım bilgileri kamunun aydınlatılması için açıklamak zorunda kalmaktadır. Bu dezavantajlarının yanında şirket sahipleri şirketin yönetimini başkası ile paylaşmak zorunda kaldıkları ve borsa hakkında yetersiz bilgiye sahip oldukları için şirketlerinin halka açmaktan kaçınmaktadırlar.

Şirketlerin halka arzıyla ortak sayısında bir artış olmaktadır. Halka arz ile şirketler özkaynak niteliğinde fon sağlarken ortaklar ise dönem sonlarında kar payı geliri ve sermaye kazancı elde etmeyi beklerler.

Şirketlerin dönem sonunda elde ettikleri kâr iyi bir finansman kaynağıdır. Bu kârın ne kadarının şirketin mevcut ve yeni yatırımlarının finansmanında kullanılacağı ne kadarının ise ortaklara kâr payı olarak dağıtılacağı kâr dağıtım politikasının şirketler açısından önemli olduğunu ortaya koymaktadır. Şirket yöneticileri, hem ortakların beklentilerini karşılayacak hem de şirketin mevcut ve yeni yatırımlarının finansman sorununu minimum maliyet ve risk ile karşılayabileceği bir kâr dağıtım politikası belirlemelidir. Ortaklarına istikrarlı ve düzenli kâr dağıtan şirketlerin hisse senetlerinin piyasa değeri yükselirken istikrarsız veya hiç kâr dağıtmayan şirketlerin hisse senetlerinin piyasa değerinin düşeceği şüphesizdir.

Şirket yöneticilerinin kârı dağıtmayarak şirket bünyesinde bırakması için kârlı yatırım fırsatlarına sahip olması gerekmektedir. Yatırımcıların, kâr payı elde etme beklentilerini ertelemesi için gelecekte daha fazla kâr payı ve sermaye kazancı elde edebileceği inancına sahip olması gerekir. Aksi takdirde, beklentilerini erteleyen yatırımcılar yatırımlarını başka şirketlere yöneltmektedir. Çünkü yatırımcılar rasyonel davranmakta geleceğin belirsizliğinden dolayı eldeki kâr payını gelecekteki daha fazla kâr payına ve sermaye kazancına tercih etmektedir.

Şirket yönetimi şirketin sağlıklı bir finansman yapısına sahip olması için uzun süreli bir planlama yaparak karar alırken; şirket ortakları ise beklentilerine bağlı olarak kısa dönemli planlar yapmaktadır. Şirket yöneticileri şirketin faaliyetlerini etkin ve verimli olarak yerine getirerek uzun vadede hisse senetlerinin piyasa değerini maksimize etmeyi hedeflerken, ortaklar ise kısa sürede yüksek kâr payı elde ederek servetlerini arttırmayı hedeflemektedir. Bu durumda şirket yöneticilerinin şirketin amaçlarıyla ortakların amaçlarını uyumlaştıracak bir kâr dağıtım politikası izlemesi gerekir.

Şirketlerin kâr dağıtım politikasında sadece şirketin yatırım politikası ve ortakların beklentileri etkin değildir. Aynı zamanda şirket sözleşmesi ve yasal düzenlemeler, borç ödeme yükümlülüğü, kredi sözleşmelerinde yer alan hükümler, ortakların vergi durumu v.b. faktörler etkilidir. Şirketler sözleşmelerinde temettü oranını göstermek zorundadırlar. Birinci tertip temettü yasalara göre müktesap hak niteliğindedir ve hiçbir şekilde kısıtlanamaz. Yasal düzenlemelere göre şirketlerin kâr dağıtım kararı genel kurula verilmiştir.

Şirketler borç kullanımına bağlı olarak belirli bir vade sonunda ana para ve faizi ile borçlarını ödemek zorundadırlar. Ayrıca uzun vadeli borçların yıl sonunda kısa vadeli borçlara dönüşmesi şirketlerin kâr dağıtımını sınırlandırmaktadır. Kredi kuruluşları ise alacaklarını teminat altına almak amacıyla kredi sözleşmelerine borç bitimine kadar şirketlerin kâr dağıtımını sınırlandıran hükümler koymaktadırlar.

Ortakların bulunduğu vergi dilimi şirketlerin kâr payı dağıtma veya dağıtmama konusunda etkili olmaktadır. Ülkemizde artan oranlı vergi uygulaması kurumsal ve kişisel yatırımcıların gelirleri arttıkça vergi yüklerini arttırmaktadır. Yüksek vergi dilimi içerisinde yer alan yatırımcılar kârın şirkette alı konmasını tercih etmektedirler.

Kâr paylarının, şirket için bir finansman kaynağı, yatırımcılar açısından bir gelir kaynağı, devlet için vergi geliri ve kredi kuruluşları açısından alacaklarını süresi içerisinde tahsili için bir teminat olması kâr dağıtım politikasının önemini artırırken şirketler için daha karmaşık bir hale gelmesine yol açmaktadır.

Bu yüzden şirket yöneticileri, şirketin piyasa değerini kâr dağıtmamanın olumsuz etkilerinden korumak amacıyla şirket kârlarının tamamını dağıtmayarak bir kısmını yedek akçe olarak ayırırken bir kısmını ortaklarına dağıtmayı tercih etmektedirler. Şirket yöneticileri kâr payı değişimlerini kısa vadeden ziyade uzun vadede istikrarlı gelişmesini tercih ederler. Bir yıl düşük bir yıl yüksek kâr dağıtmanın başka bir deyişle istikrarsız kâr dağıtımının sakıncalarından korunmayı tercih etmektedirler.

Kâr payı dağıtma kararı veren şirketlere kâr paylarını nakit olarak ödemenin yanında hisse senedi, aynı, hisse senetlerinin geri satın alınması veya borçlanarak ödeme yapılması imkanı tanınmıştır.

Şirketlerin sermaye yapısı kararı; şirketin finansman yapısının oluşturulmasında borç ve özkaynak ile kâr dağıtım politikasının belirlenmesi sürecidir.

Özkaynaklar, şirketin kuruluşunda ve faaliyet dönemi içerisinde şirket ortakları tarafından temin edilen kaynaklardır. Şirketler kuruluşuna göre şirkete yeni ortak alarak, yeni hisse senedi ihraç ederek ve elde edilen karları dağıtmayarak (otofinansman) özkaynak yapısını güçlendirebilir.

Şirketlerin özkaynakları ile kârları arasında ilişki bulunmaktadır. Şirketler, kaynak ihtiyaçlarını karşılamak amacıyla kârları dağıtmayarak bünyesinde bırakmayı tercih etmektedirler . Bunun temel nedeni ise yeni menkul kıymet ihracı ve borçlanma dolayısıyla ortaya çıkacak masraf ve maliyetlerden korunmaktır. Aynı zamanda yeni hisse senedi ihracı , hissedarlar açısından yeni ortak ve düşük kârın habercisi olduğu için iyi bir durum değildir, hissedarlar için. Kârın dağıtılmayarak (otofinansman) şirket bünyesinde bırakılması yoluyla ortakların tepkisinden ve yeni kaynak bulmanın maliyetinden korunmaktadırlar.

Şirketlerin dışarıdan borçlanma yoluyla sağladıkları fonlar kısa, orta ve uzun süreli kredi şeklinde olmaktadır. Şirketlerin borçlanırken kullanılan kredinin hangi faaliyeti yerine getireceğini belirlenmesi gerekir. Belirli dönemlerde ortaya çıkan kısa süreli fon ihtiyacını kısa süreli finansal kaynaklardan (banka kredileri, satıcı kredileri

v.b. temin etmesi uygundur. Sabit kıymet yatırımlarının ise özsermaye ve/veya uzun vadeli borç kaynaklarıyla finanse edilmesi uygundur.

Şirket üst yönetimi şirketin sermaye yapısını belirlerken sahip olduğu fonlar ile kullanım yerleri arasında nitelik ve miktar açısından uygunluk, faaliyette bulunduğu sektörün ve ülke ekonomisinin yapısından kaynaklanan sistematik ve sistematik olmayan riskler, gelecek dönemlere ilişkin yatırımlarını finanse etmesini sağlayacak esnek yapı, alternatif finansman kaynaklarına uygun zamanda ve düşük maliyetle ulaşılma v.b. faktörleri dikkate alacak optimal bir karar vermek zorundadırlar.

Şirketlerin borçlanma yoluyla kaynak sağlamayı tercih etmelerinin temel nedeni finansal kaldıraçtan yararlanma düşüncesidir. Finansal kaldıracın etkisiyle şirketler kârlılığını arttırmaktadır. Aynı zamanda borçlanma artışına bağlı olarak şirketlerin riski de artmaktadır.

Borç kullanımı şirketlerin kâr dağıtım politikasını iki şekilde etkilemektedir. Birinci durum borçlanmadan kaynaklanan risk karşısında hissedarlar daha fazla kar payı istemektedirler. Bu durum şirketin özkaynak maliyetinin artmasına yol açmaktadır ki borçlanmanın düşük maliyeti ve faiz ödemelerinin vergi matrahından indirilmesi sonucu elde edilen avantajları ortadan kaldırmaktadır.

İkinci durum ise borçlanmadan dolayı sürekli ana para ve faiz ödemeleri şirket nakit miktarında azalmaya yol açmaktadır. Borç ödeme dönemlerinde şirket bilançoları yüksek karlar gösterse de kâr dağıtım söz konusu olmamaktadır.

Şirketlerin izledikleri kar dağıtım politikasıyla borçlanma arasında doğrusal bir ilişki söz konusudur. Şirketlerin kârlarını dağıtmayarak, borç/özkaynak yapısını değiştirmekte ve sermaye yapısını güçlendirmesini sağlayarak finansal kaldıraç nedeniyle artan riski minimize edebilmektedir. Kârın dağıtılmayarak, bünyesinde bırakılması yoluyla aynı zamanda borç/özkaynak yapısı iyileştirilmekte bu yolla borçlanma kapasitesi arttırılmaktadır.

Diğer taraftan kâr dağıtım kararı veren bir şirketin nakit pozisyonu uygun değilse dağıtacağı kâr paylarına karşılık para ve sermaye piyasalarından borçlanarak hissedarlarına ödeme imkanı elde etmektedir.

Türkiye’ de şirketlerin izledikleri kâr dağıtım politikalarının sermaye yapısına etkisini belirlemek amacıyla İ.M.K.B’ sında yedi sektör ve 50 şirket üzerinde 1992 - 2002 yılları arasında finansal verileri üzerinde çoklu regresyon analizi uygulanmıştır.

Analizde metal eşya araç gereç yapımı korelasyon katsayısı % 4 ve f kritik değeri $1,27 < 2,68$, dokuma giyim ve deri ürünleri sanayinde korelasyon katsayısı % 8 ve f kritik değeri $2,13 < 2,68$, gıda içki ve tütün sanayi korelasyon katsayısı %3 ve f kritik değeri $0,54 < 2,68$ ve holdinge yatırım şirketlerinde korelasyon katsayısı % 5 ve f kritik değeri $1,92 < 2,68$ olduğu için bu sektörlerde yer alan şirketlerin borç/özsermaye yapısı ile izledikleri kâr dağıtım politikaları arasında doğrusal bir ilişki bulunmadığı sonucuna ulaşılmıştır. O zaman biz diyebiliriz ki şirketlerin hisse senetlerinin piyasa değeri ile izledikleri kâr dağıtım politikaları arasında bir ilişki söz konusu değildir. Şirketin kâr dağıtması veya dağıtmaması şirketin piyasa değeri üzerinde olumlu veya olumsuz hiçbir etki meydana getirmeyecektir.

Analizde kimya, petrol, kauçuk ve petrol ürünleri sanayi korelasyon katsayısı %22 f kritik değeri $6,69 > 2,68$, metal ana sanayi korelasyon katsayısı %15 ve f kritik değeri $3,81 > 2,68$ ve taş ve toprağa dayalı sanayi korelasyon katsayısı %22 ve f kritik değeri $8,93 > 2,68$ olduğu için bu sektörlerde yer alan şirketlerin borç/özsermaye yapısı ile izledikleri kâr dağıtım politikaları arasında doğrusal bir ilişki bulunduğu sonucuna ulaşılmıştır. Bu sektörlerde şirketlerin izledikleri kâr dağıtım politikaları ile hisse senetlerinin piyasa değeri arasında bir ilişki söz konusudur. O halde şirketin temettü dağıtması sonucu hisse senetlerinin piyasa fiyatı yükselir veya tam tersi bir durum söz konusu olacaktır.

Analizde sektörler arasındaki farklılık çıkmasında ki temel sebeplerden birisi analizin yapıldığı 1992-2002 yılları arasına Türkiye’ de yaşanan ekonomik ve siyasi krizlerin etkisinin büyük olduğu söylenebilir. Analiz sonuçlarına bakıldığında da nihai ürün üreten sektörlerin krizden etkilendiğini görürüz. Analizimizde de gıda , giyim ve makine eşya sektöründe yer alan şirketlerin krizlerden etkilendiğini söyleyebiliriz.

Analizde kâr dağıtım politikaları ile sermaye yapıları arasında bir ilişki tespit edilen sektörlerdeki şirketlerin ise nihai ürün üretmediği başka bir deyişle nihai ürün üretmediği için tüketici davranışlarında meydana gelen değişikliklerden ve krizlerden fazla etkilenmemiştir.

Ayrıca dünyada ve Türkiye’ de meydana gelen değişimler ve krizler bazı sektörlerin satışları ve kârlılıklarını artırırken bazı sektörlerde ise tam tersi bir durum söz konusudur. Örneğin 1998 Rusya krizi gıda ve giyim sektöründe yer alan şirketlerin satışlarının ve kârlılıklarının azalmasına yol açarken aynı yıl yaşanan 17 Ağustos

depremi taş ve toprağa dayalı sanayi metal eşya üreten şirketlerin satışlarının ve kârlılıklarının artmasına yol açmıştır. Türkiye’ de yaşanan 2000 ve 2001 ekonomik ve siyasi krizleri nihai mal üreten bütün şirketlerin satışlarının düşmesine ve zarar etmelerine yol açarken nihai mal üretmeyen şirketler ise nispeten satışlarını ve kârlılıklarını artırmayı başarmışlardır. Örneğin giyim ve dokuma sektöründeki Okan A.Ş’ nin 1992 yılı kârı 1×10^9 TL, 1995 yılı zararı 27×10^9 TL , 2001 yılı zararı 612×10^9 TL ve 2002 yılı zararı 2×10^{12} TL olurken kimya petrol sektöründeki Aksa A.Ş ise 1992 yılı kârı 499×10^9 TL, 1995 yılı zararı 2.843×10^9 TL , 2001 yılı zararı 6.200×10^9 TL ve 2002 yılı zararı 7900×10^{12} TL olarak gerçekleşmiştir.

Türkiye gibi gelişmekte olan ülkelerde çoğu sektörün yeni gelişmesi ve bu sektörlerdeki şirketlerin yeni kurulmuş olması, yatırımlarını tamamlamış olmaları ve en önemlisi yetersiz özkaynağa sahip olmaları şirketlerin kârı bir otofinansman olarak görmelerine ve kârı dağıtmamalarına yol açmaktadır. Şirketler para ve sermaye piyasalarından uygun finansman kaynaklarına uygun şartlarda ve maliyetle ulaşabildikleri takdirde kârlarını hissedarlarına dağıtmayı tercih edeceklerdir.

EKLER

KİMYA, PETROL, KAÜÇÜK VE PETROL ÜRÜNLERİ SANAYİ

AKSA	FİNANSAL BİLGİLER										
	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002
Bilanço (milyon TL)	1.424.771	1.783.068	5.423.508	9.564.290	16.604.589	31.697.717	39.793.129	91.357.740	118.689.517	233.601.282	316.906.990
Dönen Varl	214.992	674.286	1.134.891	1.769.525	2.733.335	6.356.586	9.787.204	13.831.010	23.570.350	34.169.130	95.434.541
Duran Varl(Net)	1.636.763	2.457.354	6.558.399	11.337.815	19.337.924	38.054.303	49.580.333	105.188.750	142.259.867	267.770.412	412.341.531
Aktif Topl	4.489	596.335	2.323.177	3.636.381	5.271.084	11.271.977	11.606.096	41.382.223	52.828.283	107.310.946	162.642.605
Kısa Vad. Borçl	40.074	73.508	111.077	283.951	427.996	852.080	1.601.788	3.992.334	6.152.962	9.575.759	12.893.424
Uzun Vad Borçl	1.032.200	1.787.511	4.124.145	7.412.483	13.638.844	25.930.246	36.372.449	59.814.193	83.278.622	150.883.107	236.805.502
Özsermaye	1.636.763	2.457.354	6.558.399	11.337.815	19.337.924	38.054.303	49.580.333	105.188.750	142.259.867	267.770.412	412.341.531
Pasif Toplamı	2.034.648	3.329.842	9.576.641	18.698.417	28.312.792	59.948.686	70.760.870	111.442.278	198.769.159	377.468.020	503.772.932
Net Satışlar	499.396	776.870	2.379.267	2.842.991	6.082.871	12.373.069	8.017.581	17.550.429	18.879.296	62.342.993	79.088.708

BAGFAŞ	FİNANSAL BİLGİLER										
	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002
Bilanço (milyon TL)	433.690	765.990	1.675.574	2.096.414	3.622.155	10.343.714	11.184.272	22.145.488	32.369.984	62.738.074	66.700.624
Dönen Varl	131.897	249.581	490.233	989.211	2.621.729	3.805.153	6.977.030	10.024.104	12.393.797	21.005.725	29.760.830
Duran Varl(Net)	565.587	1.015.571	2.165.807	3.085.625	6.243.884	14.148.867	18.161.302	32.169.592	44.763.781	83.743.799	96.461.454
Aktif Topl	136.020	379.032	1.020.957	1.348.839	1.743.518	5.306.579	4.436.987	14.217.967	18.837.351	47.959.739	43.812.167
Kısa Vad. Borçl	18.370	31.835	49.804	213.703	1.990.523	2.185.824	3.073.345	3.067.592	4.213.894	2.225.684	3.217.599
Uzun Vad Borçl	411.197	604.704	1.095.046	1.523.083	2.509.843	6.656.464	10.650.970	14.884.033	21.712.536	33.558.376	49.431.688
Özsermaye	565.587	1.015.571	2.165.807	3.085.625	6.243.884	14.148.867	18.161.302	32.169.592	44.763.781	83.743.799	96.461.454
Pasif Toplamı	884.174	1.624.161	2.940.377	5.793.297	9.481.568	21.940.300	28.743.996	40.062.159	66.703.400	123.413.331	140.431.419
Net Satışlar	103.047	192.442	445.728	300.947	667.192	2.694.148	2.879.994	2.599.697	2.777.650	7.121.510	8.179.787

BRİSA	FİNANSAL BİLGİLER										
Bilanço (milyon TL)	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002
Dönen Varl	702.829	1.103.708	3.433.246	7.773.737	15.436.487	27.198.972	38.483.975	60.120.402	80.714.990	120.729.302	173.282.079
Duran Varl(Net)	722.244	1.172.189	2.346.390	4.188.594	7.846.541	16.503.255	27.896.769	36.772.812	57.371.488	75.508.241	102.791.238
Aktif Topl	1.425.073	2.275.897	5.779.636	11.962.331	23.283.028	43.702.227	66.380.744	96.893.214	138.086.478	196.237.543	276.073.317
Kısa Vad. Borçl	520.047	800.719	2.037.584	3.707.396	6.184.188	12.412.550	18.333.535	27.426.152	34.557.931	52.581.453	63.906.231
Uzun Vad Borçl	186.590	220.092	235.391	493.434	881.144	1.721.526	3.602.495	5.021.571	8.902.568	12.064.129	15.972.585
Özsermaye	718.436	1.255.086	3.506.661	7.761.501	16.217.696	39.567.151	44.444.714	64.445.491	94.625.979	131.591.961	196.194.501
Pasif Toplamı	1.425.073	2.275.897	5.779.636	11.962.331	23.283.028	43.702.227	66.380.744	96.893.214	138.086.478	196.237.543	276.073.317
Net Satışlar	1.663.017	2.677.002	5.443.179	12.782.931	24.571.051	46.065.876	71.562.339	90.555.580	149.842.038	202.288.011	350.698.206
Net Kâr	104.490	197.251	750.626	2.469.222	6.829.680	11.910.227	11.896.569	13.137.330	17.943.310	25.934.319	47.905.317

EGE GÜBRE	FİNANSAL BİLGİLER										
Bilanço (milyon TL)	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002
Dönen Varl	95.587	137.756	296.071	453.779	1.195.813	2.514.951	2.904.288	6.186.283	11.520.745	30.565.797	30.349.408
Duran Varl(Net)	49.387	69.047	120.228	234.955	517.288	881.987	1.742.835	2.686.374	4.245.439	5.616.546	18.330.603
Aktif Topl	144.974	206.803	416.299	588.734	1.713.101	3.396.938	4.647.123	8.872.657	15.766.184	36.182.343	48.680.011
Kısa Vad. Borçl	52.512	50.302	82.660	169.949	1.030.016	1.763.833	2.158.596	5.113.383	9.515.627	29.487.692	38.330.442
Uzun Vad Borçl	8.660	11.376	18.706	42.706	64.042	545.686	440.497	425.713	1.377.727	999.132	1.276.996
Özsermaye	83.802	145.125	314.933	476.079	619.043	1.087.419	2.048.030	3.333.561	4.872.830	5.695.519	9.072.573
Pasif Toplamı	144.974	206.803	416.299	588.734	1.713.101	3.396.938	4.647.123	8.872.657	15.766.184	36.182.343	48.680.011
Net Satışlar	268.575	459.027	951.607	2.001.226	2.648.814	5.216.762	11.301.752	18.091.919	31.044.121	49.992.690	61.503.873
Net Kar	16.971	37.198	125.938	97.480	71.402	166.267	483.922	796.394	805.474	-303.697	507.033

GOODYEAR	FİNANSAL BİLGİLER										
Bilanço (milyon TL)	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002
Dönen Varl	553.945	1.169.245	2.606.801	6.033.791	9.704.753	18.696.531	27.572.722	38.051.817	58.156.994	100.227.982	139.729.377
Duran Varl(Net)	96.442	167.614	560.597	950.917	2.047.546	7.409.751	16.214.863	31.618.939	37.300.370	59.226.103	75.620.605
Aktif Topl	650.387	1.336.859	3.167.398	6.984.708	11.752.499	26.106.282	43.787.585	69.670.756	95.457.364	159.454.085	215.349.982
Kısa Vad. Borçl	303.673	633.408	1.545.128	3.195.872	4.837.340	14.369.424	24.582.074	47.288.606	54.481.422	100.888.551	131.102.088
Uzun Vad Borçl	108.515	193.380	258.988	606.194	1.090.733	1.998.548	3.863.311	6.496.600	21.470.042	39.121.871	22.919.817
Özsermaye	238.199	510.071	1.363.282	3.182.642	5.824.426	9.738.310	15.342.200	15.885.550	19.505.900	19.443.663	61.328.077
Pasif Toplamı	650.387	1.336.859	3.167.398	6.984.708	11.752.499	26.106.282	43.787.585	69.670.756	95.457.364	159.454.085	215.349.982
Net Satışlar	1.613.590	2.751.103	6.204.855	14.704.516	25.149.422	46.046.083	65.614.972	91.420.550	153.818.148	267.887.318	386.708.194
Net Kâr	79.925	271.504	795.566	1.855.422	3.722.772	5.277.081	3.237.036	-4.636.108	-7.800.910	-17.694.746	13.675.292

HEKTAŞ	FİNANSAL BİLGİLER										
	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002
Bilanço (milyon TL)	103.380	213.632	510.273	1.303.835	2.332.353	3.896.383	6.459.520	6.386.273	8.422.829	17.269.447	28.481.176
Dönen Varl	102.012	156.017	290.295	576.660	1.124.956	2.711.227	5.570.454	7.146.344	10.105.561	14.554.547	22.412.375
Duran Varl(Net)	205.392	369.649	800.568	1.880.495	3.457.309	6.607.610	12.029.974	13.532.617	18.528.390	31.823.994	50.893.551
Aktif Topl	113.048	196.706	363.386	596.098	1.163.775	2.789.682	5.124.589	5.857.263	4.044.474	8.742.570	17.143.779
Kısa Vad. Borçl	24.213	23.734	20.678	45.074	81.404	470.178	1.259.142	573.391	934.404	3.063.183	2.098.793
Uzun Vad Borçl	68.131	149.209	416.504	1.239.323	2.212.130	3.347.750	5.646.243	7.101.963	13.549.512	20.018.241	31.650.979
Özsermaye	205.392	369.649	800.568	1.880.495	3.457.309	6.607.610	12.029.974	13.532.617	18.528.390	31.823.994	50.893.551
Pasif Toplamı	264.755	444.912	1.011.574	2.692.329	4.315.431	6.798.085	11.779.392	13.950.760	21.654.833	30.344.264	48.473.550
Net Satışlar	11.907	17.693	14.610	499.190	790.278	788.164	820.308	-2.095.993	1.668.005	1.819.036	3.727.361
Net Kâr											

ECZACIBAŞI İLAÇ	FİNANSAL BİLGİLER										
	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002
Bilanço (milyon TL)	840.490	1.235.155	2.028.296	3.586.098	7.892.810	16.700.834	36.962.432	55.507.668	78.696.950	106.398.890	155.524.858
Dönen Varl	772.126	976.143	2.072.105	3.283.492	4.947.936	9.771.201	16.205.910	36.133.040	47.937.157	68.559.252	106.839.030
Duran Varl(Net)	1.612.616	2.211.298	4.100.401	6.869.590	12.840.746	26.472.035	53.168.340	91.640.708	126.634.107	174.958.142	262.363.888
Aktif Topl	474.561	1.009.369	1.402.336	1.968.520	3.666.049	9.715.050	22.021.540	39.075.896	56.267.230	118.826.651	147.610.784
Kısa Vad. Borçl	413.003	193.952	754.380	510.382	2.022.543	5.431.749	6.320.866	8.090.876	12.057.705	7.646.632	14.668.897
Uzun Vad Borçl	725.052	1.007.977	1.943.685	4.390.688	7.152.154	11.325.236	24.825.930	44.473.936	58.339.172	48.484.859	100.084.207
Özsermaye	1.612.616	2.211.298	4.100.401	6.869.590	12.840.746	26.472.035	53.168.340	91.640.708	126.634.107	174.958.142	262.363.888
Pasif Toplamı	1.073.735	1.760.620	3.347.438	5.872.344	12.447.486	24.921.705	44.654.360	72.969.229	105.399.963	141.557.385	225.966.164
Net Satışlar	103.214	92.320	30.972	525.288	1.111.035	1.601.308	1.344.947	3.686.016	4.083.836	-24.967.797	16.295.809
Net Kâr											

METAL ANA SANAYİ

ÇELİK HALAT		FİNANSAL BİLGİLER									
Bilanço (milyon TL)	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002
Dönen Varl	176.160	243.597	426.459	869.172	1.428.083	3.151.625	4.182.969	8.012.231	14.186.151	19.055.110	26.325.869
Duran Varl(Net)	85.273	121.998	235.848	421.848	763.769	2.593.451	1.915.171	2.537.614	4.151.320	7.081.364	6.467.415
Aktif Topl	261.433	365.595	662.307	1.291.020	2.191.852	5.062.700	6.098.140	10.549.845	18.337.471	26.136.474	32.793.284
Kısa Vad. Borçl	119.180	163.060	232.904	479.200	682.846	102.517	2.299.239	5.275.819	11.337.471	12.683.198	18.224.998
Uzun Vad Borçl	24.810	36.911	43.577	89.637	140.479	321.005	548.623	1.024.400	1.805.692	6.637.541	3.277.411
Özsermaye	43.200	43.200	174.960	350.000	539.000	3.716.523	3.250.278	4.249.626	5.164.488	6.815.735	11.290.875
Pasif Toplamı	261.433	365.595	662.307	1.291.020	2.191.852	5.062.700	6.098.140	10.549.845	18.337.471	26.136.474	32.793.284
Net Satışlar	269.599	453.735	831.357	1.841.429	2.875.840	4.297.779	9.685.598	16.445.915	27.797.468	31.201.613	40.566.886
Net Kâr	22.875	18.606	39.071	108.668	349.676	1.329.403	348.658	312.820	-370.513	-184.505	2.110.323

BURÇELİK	FİNANSAL BİLGİLER										
	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002
Bilanço (milyon TL)											
Dönen Varl	27.462	59.251	104.139	248.815	452.461	995.754	1.445.014	1.414.965	2.521.448	3.619.788	4.437.474
Duran Varl(Net)	13.056	23.231	53.824	92.481	170.517	390.385	684.345	1.028.209	1.503.693	2.355.678	6.813.108
Aktif Topl	40.518	82.482	157.963	341.296	622.978	1.386.139	2.129.359	2.443.174	4.025.141	5.975.466	12.250.582
Kısa Vad. Borçl	13.495	34.090	50.653	115.964	238.387	526.267	816.764	964.085	1.517.550	2.481.399	7.079.869
Uzun Vad Borçl	5.513	11.248	19.721	49.712	91.225	190.956	393.981	700.166	1.509.179	1.997.985	2.392.545
Özsermaye	21.510	37.144	87.589	175.620	293.366	668.916	918.614	778.923	998.412	1.496.082	1.778.168
Pasif Toplamı	40.518	82.482	157.963	341.296	622.978	1.386.139	2.129.359	2.443.174	4.025.141	5.975.466	11.250.582
Net Satışlar	65.495	127.797	214.470	428.983	790.166	1.883.964	3.194.949	3.789.075	5.684.072	8.528.324	58.119.514
Net Kâr	3.354	10.814	33.030	57.218	87.229	494.652	207.824	-270.790	-442.931	35.654	11.391.260

DO KİTAS	FİNANSAL BİLGİLER										
Bilanço (milyon TL)	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002
Dönen Varl	186.452	334.173	618.169	1.641.828	3.224.957	8.537.020	16.847.768	29.330.515	23.898.938	51.480.872	59.631.222
Duran Varl(Net)	112.553	199.324	431.203	855.949	2.798.218	5.217.409	12.103.341	23.708.508	31.544.405	43.666.103	64.418.423
Aktif Topl	299.005	533.497	1.049.372	2.497.777	6.023.175	13.754.429	28.951.109	53.039.023	55.443.343	95.146.975	124.049.645
Kısa Vad. Borçl	75.500	136.134	296.419	1.004.588	2.690.971	5.973.456	12.546.943	29.338.194	22.862.813	53.646.659	61.774.617
Uzun Vad Borçl	40.228	76.039	96.515	338.682	1.502.295	2.608.915	5.392.469	9.159.857	9.448.443	10.698.630	10.078.861
Özsermaye	183.277	321.324	656.438	1.154.507	1.829.909	5.172.058	11.011.697	14.540.972	23.132.087	30.801.686	52.196.167
Pasif Toplamı	299.005	533.497	1.049.372	2.497.777	6.023.175	13.754.429	28.951.109	53.039.023	55.443.343	95.146.975	124.049.645
Net Satışlar	403.241	825.741	1.229.357	3.089.313	6.065.185	15.248.801	24.434.386	37.109.797	66.547.900	104.846.612	160.555.969
Net Kâr	63.764	124.386	221.282	273.144	278.166	842.133	2.113.385	-1.666.936	-5.086.387	-6.940.578	-709.317

EREĞLİ DEMİRÇELİK		FİNANSAL BİLGİLER										
Bilanço (milyon TL)		1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002
Dönen Varl		3.451.959	4.839.013	15.469.623	28.443.420	52.794.355	91.057.732	130.311.988	235.405.318	353.405.035	604.920.218	681.437.931
Duran Varl(Net)		3.677.997	7.739.874	27.485.212	49.326.711	87.198.903	146.868.530	256.285.373	393.954.790	639.240.901	1.022.644.315	1.678.801.390
Aktif Topl		7.129.956	12.578.887	42.954.835	77.770.131	139.993.258	237.926.262	386.597.361	629.360.108	992.645.936	1.627.564.533	2.360.239.321
Kısa Vad. Borçl		1.163.782	1.928.681	9.307.442	16.786.017	42.043.682	49.998.825	85.051.515	118.294.288	183.077.888	459.750.095	550.052.107
Uzun Vad Borçl		2.002.445	4.947.606	21.192.570	35.501.477	59.398.038	92.436.630	138.259.868	215.361.404	260.406.946	417.596.580	573.943.559
Özsermaye		3.963.729	5.702.600	12.454.823	25.482.637	38.551.538	95.490.807	163.285.978	295.704.416	549.161.102	757.217.858	1.236.243.655
Pasif Toplamı		7.129.956	12.578.887	42.954.835	77.770.131	139.993.258	237.926.262	386.597.361	629.360.108	992.645.936	1.627.564.533	2.360.239.321
Net Satışlar		4.801.669	8.033.243	20.569.674	33.826.167	73.704.752	164.209.364	239.032.725	334.817.165	606.608.856	921.489.567	1.333.010.797
Net Kâr		693.214	421.849	2.234.869	8.786.278	6.109.443	436.225	-32.673.265	-24.922.262	72.138.696	-94.932.797	-47.834.682

İZMİR DEMİR ÇELİK		FİNANSAL BİLGİLER									
Bilanço (milyon TL)	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002
Dönen Varl	418.986	856.973	3.237.527	3.877.178	6.636.466	13.722.144	23.157.031	37.248.458	56.778.757	63.687.541	77.659.845
Duran Varl(Net)	1.357.842	1.821.010	3.314.496	5.977.988	10.538.211	18.400.173	31.284.213	54.679.546	74.882.444	113.799.185	181.472.517
Aktif Topl	1.776.828	2.677.983	6.552.023	9.855.166	17.174.677	32.122.317	54.441.244	91.928.004	131.661.201	177.486.541	259.132.362
Kısa Vad. Borçl	376.444	532.619	2.435.628	2.788.548	2.516.537	4.633.330	6.084.825	13.834.750	21.949.941	55.972.396	90.539.873
Uzun Vad Borçl	44.497	60.723	77.536	115.358	1.683.827	5.655.233	7.558.475	18.455.449	15.210.240	23.359.449	24.703.447
Özsermaye	1.355.887	2.084.641	4.038.859	6.951.260	12.974.313	21.833.754	40.797.944	59.637.805	94.501.020	98.154.696	143.889.042
Pasif Toplamı	1.776.828	2.677.983	6.552.023	9.855.166	17.174.677	32.122.317	54.441.244	91.928.004	131.661.201	177.486.541	259.132.362
Net Satışlar	1.090.090	2.334.262	5.978.436	7.914.168	16.869.996	31.596.271	37.378.146	61.507.005	105.497.727	199.120.888	221.712.086
Net Kâr	52.437	111.169	280.445	54.452	247.950	824.171	771.726	1.147.456	279.521	31.155.761	-3.973.827

SARKUYSAN	FİNANSAL BİLGİLER										
	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002
Bilanço (milyon TL)											
Dönen Varl	307.954	403.513	1.672.727	2.636.129	3.674.725	8.032.103	10.929.118	22.268.925	35.028.416	71.289.576	79.801.547
Duran Varl(Net)	134.531	223.330	460.264	938.513	2.289.941	4.296.035	10.137.771	15.925.299	17.594.048	25.943.072	37.996.971
Aktif Topl	442.485	626.843	2.132.991	3.594.642	5.964.666	12.328.138	21.066.889	38.194.224	52.622.464	97.232.648	117.798.518
Kısa Vad. Borçl	217.459	234.908	995.455	1.277.343	1.540.949	4.724.801	6.613.879	13.551.701	23.678.637	50.184.855	48.779.517
Uzun Vad Borçl	19.171	28.462	39.818	98.472	177.613	362.531	1.096.457	2.347.600	2.570.927	3.183.382	7.533.271
Özsermaye	205.855	363.473	1.097.718	2.218.827	4.246.104	7.240.706	13.713.072	23.447.541	26.816.387	43.864.411	61.485.730
Pasif Toplamı	442.485	626.843	2.132.991	3.594.642	5.964.666	12.328.138	21.066.889	38.194.224	52.622.464	97.232.648	117.798.518
Net Satışlar	957.235	1.418.146	4.682.111	9.893.645	15.228.411	33.842.105	48.178.208	71.080.000	125.762.086	216.133.874	282.316.070
Net Kâr	70.026	118.743	575.334	887.118	1.621.319	3.826.115	3.912.091	4.020.727	3.442.605	9.159.917	10.630.207

METAL EŞYA, MAKİNE VE GEREÇ YAPIMI

ARÇELİK	FİNANSAL BİLGİLER										
	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002
Bilanço milyon TL	2.723.877	48.881.447	11.297.289	19.949.422	36.077.251	72.662.360	115.017.837	312.293.701	503.800.921	703.869.881	1.133.727.969
Dönen Varl	688.537	1.439.767	2.988.376	5.462.257	13.556.786	25.465.481	42.541.550	94.310.002	133.038.279	171.449.553	322.136.140
Duran Var(Net)	3.412.413	6.321.214	14.285.665	25.411.679	49.634.037	98.127.841	157.559.387	406.603.703	636.838.921	875.319.434	1.455.727.969
Aktif Topl	1.533.791	2.685.387	6.940.015	11.105.059	17.772.029	27.286.863	37.218.910	136.683.648	280.673.209	306.449.565	550.187.609
Kısa Vad. Borçl	458.774	1.039.704	2.048.403	3.507.024	9.786.537	23.598.180	34.232.744	65.882.471	65.745.293	216.691.249	285.415.170
Uzun Vad Borçl	1.419.848	2.596.123	5.297.247	10.799.596	22.075.471	47.242.798	86.707.733	204.037.574	290.420.419	352.178.620	620.125.190
Özsermaye	3.412.413	6.321.214	14.285.665	25.411.679	49.634.037	98.127.841	157.559.387	406.603.703	636.838.921	875.319.434	1.455.727.969
Pasif Toplamı	7.262.552	13.282.288	24.917.937	49.472.329	87.448.801	165.285.989	274.200.747	569.304.286	864.876.778	1.207.816.557	1.920.122.862
Net Satışlar	588.565	1.118.954	1.107.368	3.010.177	8.705.597	18.401.660	25.646.628	61.253.949	63.316.720	21.359.874	188.131.016

İSTANBUL MOTOR PİSTON		FİNANSAL BİLGİLER									
Bilanço (milyon TL)	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002
Dönen Varl	104.354	169.031	284.035	983.410	1.387.059	2.112.406	1.464.135	3.096.233	4.806.540	8.552.809	14.341.247
Duran Varl(Net)	81.580	150.049	239.544	280.302	419.993	843.777	1.320.828	1.855.751	2.533.434	3.797.573	5.043.684
Aktif Topl	185.934	319.080	523.579	1.263.712	1.807.052	2.956.183	2.784.963	4.951.984	7.339.974	12.350.380	19.384.931
Kısa Vad. Borçl	55.413	67.384	120.763	359.358	476.408	969.580	602.487	1.874.118	2.130.959	3.354.938	5.872.425
Uzun Vad Borçl	24.496	28.564	38.651	78.379	151.885	303.386	533.244	938.087	1.597.331	2.368.400	1.259.093
Özsermaye	106.025	223.132	364.165	825.975	1.178.759	1.683.217	1.649.232	2.139.779	3.611.684	6.627.044	12.253.413
Pasif Toplamı	185.934	319.080	523.579	1.263.712	1.807.052	2.956.183	2.784.963	4.951.984	7.339.974	12.350.380	19.384.931
Net Satışlar	186.893	358.923	540.123	1.159.983	1.867.413	3.572.877	5.084.448	6.357.565	11.787.170	18.105.370	33.670.469
Net Kar	6.573	77.501	43.484	335.786	507.570	720.858	114.923	-60.790	594.401	2.349.472	6.130.219

BSH PROFİLO	FİNANSAL BİLGİLER										
	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002
Bilanço (milyon TL)											
Dönen Varl	1.001.880	1.973.832	4.488.695	7.520.951	14.476.389	36.104.081	120.926.304	227.831.904	331.668.896	357.774.496	357.774.501
Duran Varl(Net)	256.786	352.375	709.116	1.300.625	2.274.709	5.310.986	27.141.120	35.169.400	49.920.568	78.159.744	78.159.739
Aktif Topl	1.258.666	2.326.207	5.197.811	8.821.576	16.751.098	41.415.067	148.067.392	263.001.296	381.589.504	435.934.208	435.934.240
Kısa Vad. Borçl	603.572	11.339.084	3.738.791	5.842.528	10.850.120	28.754.283	81.276.152	139.167.200	195.176.496	182.098.208	182.098.227
Uzun Vad Borçl	169.640	248.016	308.225	621.878	1.149.966	3.481.421	35.183.240	73.587.696	140.810.000	167.636.800	167.636.832
Özsermaye	485.454	739.107	1.150.795	2.357.170	4.751.012	9.179.363	31.608.010	50.246.432	45.602.912	86.199.184	86.199.181
Pasif Toplamı	1.258.666	2.326.207	5.197.811	8.821.576	16.751.098	41.415.067	148.067.392	263.001.296	381.589.504	435.934.208	435.934.240
Net Satışlar	2.347.009	4.012.493	7.957.401	15.540.140	29.939.186	65.340.182	199.675.904	309.611.008	411.408.192	692.955.904	692.955.913
Net Kâr	58.146	162.508	84.554	653.885	1.093.152	4.607.182	9.198.378	15.051.270	-6.468.031	14.170.940	14.170.937

FORD OTOSAN	FİNANSAL BİLGİLER										
	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002
Bilanço (milyon TL)											
Dönen Varl	759.970	1.770.221	2.165.460	7.488.821	21.503.258	55.361.209	60.604.343	135.123.294	224.378.966	216.642.738	382.844.435
Duran Varl(Net)	237.435	508.729	873.137	1.734.037	4.011.799	10.578.914	28.793.440	74.099.160	168.444.472	495.705.042	744.758.966
Aktif Topl	997.405	2.278.950	3.038.597	9.222.858	25.515.057	65.940.123	89.397.783	209.222.454	392.823.438	712.347.780	1.127.603.401
Kısa Vad. Borçl	374.112	878.315	869.185	3.581.042	10.387.672	25.637.014	23.004.507	51.640.800	119.149.873	291.416.951	645.117.041
Uzun Vad Borçl	106.447	177.123	148.556	279.145	712.701	1.645.677	3.583.451	83.970.731	127.637.596	293.355.090	391.491.953
Özsermaye	516.846	1.223.512	2.020.856	5.262.671	14.414.684	38.657.432	62.809.825	73.610.923	146.035.969	127.575.739	90.994.407
Pasif Toplamı	997.405	2.278.950	3.038.597	9.222.858	25.515.057	65.940.123	89.397.783	209.222.454	392.823.438	712.347.780	1.127.603.401
Net Satışlar	2.360.516	4.947.429	4.770.591	17.665.819	45.214.832	135.805.141	188.412.371	267.135.378	635.962.711	418.065.621	1.093.722.176
Net Kâr	221.932	743.845	397.840	2.607.218	9.532.194	38.491.846	31.459.899	1.250.308	40.820.549	-91.737.465	-165.271.220

MAKİNE TAKİM	FİNANSAL BİLGİLER										
Bilanço (milyonTL)	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002
Dönen Varl	114.391	225.479	614.908	1.270.662	2.686.299	5.031.280	11.651.456	17.538.221	18.318.008	28.771.198	29.283.821
Duran Varl(Net)	22.515	31.619	106.729	231.664	577.257	2.139.365	6.071.064	13.316.219	21.995.553	20.590.235	24.462.471
Aktif Topl	136.906	257.098	721.637	1.502.326	3.263.556	7.170.645	17.722.520	30.854.440	40.314.008	49.361.433	53.746.292
Kısa Vad. Borçl	109.143	142.630	415.845	618.222	1.964.972	3.409.943	5.856.011	15.281.372	16.467.257	27.500.274	33.830.942
Uzun Vad Borçl	18.185	39.169	23.226	29.697	163.145	323.934	1.862.354	4.458.529	4.520.838	5.500.236	7.656.143
Özsermaye	9.578	75.299	282.566	854.407	1.135.439	3.436.768	10.004.155	11.114.539	19.325.913	16.360.923	12.259.207
Pasif Toplamı	136.906	257.098	721.637	1.502.326	3.263.556	7.170.645	17.722.520	30.854.440	40.314.008	49.361.433	53.746.292
Net Satışlar	140.615	346.351	606.652	1.109.929	2.427.352	5.454.417	10.369.036	11.956.008	15.295.109	8.548.722	14.012.577
Net Kâr	-11.406	5.779	18.734	50.016	242.291	800.771	959.561	426.710	-994.243	-3.708.288	-4.795.173

TÜRK DEMİR DÖKÜM	FİNANSAL BİLGİLER										
Bilanço (milyon TL)	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002
Dönen Varl	805.041	1.447.026	1.645.251	3.720.061	7.226.235	14.745.262	28.746.954	37.146.338	76.628.093	111.505.890	121.981.761
Duran Varl(Net)	248.198	623.011	927.708	1.523.902	2.611.510	5.992.195	11.931.942	15.599.805	21.603.665	28.854.515	33.767.471
Aktif Topl	1.053.239	2.070.037	2.572.959	5.243.963	9.837.745	20.737.457	40.678.896	52.746.143	96.231.758	140.450.405	155.749.232
Kısa Vad. Borçl	514.949	953.112	958.087	2.280.230	3.539.555	7.903.377	21.814.786	29.664.150	45.798.544	98.779.882	87.773.906
Uzun Vad Borçl	145.313	411.655	551.577	553.954	1.948.094	4.913.291	7.225.727	9.754.677	24.382.027	8.136.923	15.617.655
Özserm aye	150.000	250.000	600.000	1.000.000	15.000.000	7.920.789	11.638.383	13.327.316	26.051.187	33.533.600	52.357.671
Pasif Toplamı	1.053.239	2.070.037	2.572.959	5.243.963	9.837.745	20.737.457	40.678.896	52.746.143	96.231.758	140.450.405	155.749.232
Net Satışlar	1.353.850	2.386.694	3.249.406	7.597.440	14.438.339	30.609.162	51.173.189	63.160.830	97.933.440	141.879.712	209.171.477
Net Kar	152.111	284.596	55.742	371.859	968.314	2.148.231	545.560	-4.766.215	3.781.160	-2.410.995	13.715.699

VESTEL	FİNANSAL BİLGİLER										
	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002
Bilanço (milyon TL)	1.317.870	1.561.177	2.439.120	6.506.910	18.937.448	72.496.518	123.903.104	245.093.517	466.180.586	854.886.015	1.506.667.811
Dönen Varl	258.888	318.870	494.807	717.752	1.201.949	9.806.192	21.684.840	38.688.940	69.906.577	114.645.696	184.782.945
Duran Varl(Net)	1.576.758	1.880.047	2.933.927	7.224.662	20.139.397	82.302.710	145.588.000	283.782.457	536.087.163	969.531.711	1.691.450.756
Aktif Topl	991.233	1.116.438	1.948.102	5.629.579	16.031.629	61.884.773	105.333.600	205.845.012	326.110.973	616.420.959	744.726.251
Kısa Vad. Borçl	41.095	63.588	233.894	204.696	392.214	3.246.049	5.697.209	5.241.662	5.001.237	70.571.471	549.274.522
Uzun Vad Borçl	544.430	700.021	751.931	1.390.387	3.715.554	17.171.888	34.557.120	72.695.783	204.974.953	282.539.281	397.449.983
Özsermaye	1.576.758	1.880.047	2.933.927	7.224.662	20.139.397	82.302.710	145.588.000	283.782.457	536.087.163	969.531.711	1.691.450.756
Pasif Toplamı	1.523.140	1.815.775	3.981.261	8.146.819	24.002.190	80.089.938	188.438.000	312.451.808	496.586.703	921.065.657	1.454.140.051
Net Satışlar	12.995	33.241	-67.349	305.293	2.078.709	7.703.676	17.385.240	28.919.912	42.428.511	54.718.588	72.988.792

ASELSAN	FİNANSAL BİLGİLER										
	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002
Bilanço (milyon TL)											
Dönen Varl	807.253	1.863.790	3.654.487	6.124.314	13.385.173	24.485.999	45.681.360	86.367.843	146.624.585	249.065.858	535.510.412
Duran Varl(Net)	461.735	758.569	1.546.576	3.118.660	5.423.032	13.062.588	21.525.050	35.866.002	62.317.026	89.423.441	122.187.427
Aktif Topl	1.268.988	2.622.359	5.201.063	9.242.974	18.808.205	37.548.587	67.206.416	122.233.845	208.941.611	338.489.299	657.697.839
Kısa Vad. Borçl	559.557	1.106.119	2.362.296	4.291.649	10.088.814	19.809.988	28.044.360	61.018.823	129.208.767	165.199.108	187.004.337
Uzun Vad Borçl	298.356	766.851	1.138.348	1.307.656	1.769.855	5.085.177	16.407.180	24.958.906	26.692.448	112.594.277	319.406.540
Özsermaye	411.075	749.389	1.700.419	3.643.669	6.949.536	12.653.422	22.754.880	24.958.906	26.692.448	112.594.277	319.406.540
Pasif Toplamı	1.268.988	2.622.359	5.201.063	9.242.974	18.808.205	37.548.587	67.206.416	122.233.845	208.941.611	338.489.299	657.697.839
Net Satışlar	759.369	1.493.049	3.860.592	6.728.061	12.583.876	26.202.647	45.488.620	82.053.106	140.592.016	261.496.091	318.807.908
Net Kâr	61.686	149.400	298.601	582.868	1.350.967	2.300.575	3.586.052	6.314.818	4.485.609	10.153.827	49.343.347

ALCATEL	FİNANSAL BİLGİLER										
Bilanço (milyon TL)	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002
Dönen Varl	1.462.088	3.681.514	1.893.380	2.800.016	6.571.927	14.479.314	35.404.241	61.278.210	57.624.987	138.614.221	139.512.528
Duran Varl(Net)	121.282	252.021	436.039	847.727	2.521.167	3.214.752	3.969.969	8.945.781	20.854.506	24.702.989	26.153.324
AktifTopl	1.583.370	3.933.535	2.329.419	3.647.743	9.093.094	17.694.066	39.374.210	70.223.991	78.479.493	163.317.210	165.665.852
Kısa Vad. Borçl	1.047.205	3.256.504	1.585.527	1.978.809	4.893.621	7.218.660	20.938.402	42.976.976	49.516.002	135.331.715	113.628.347
Uzun Vad Borçl	196.896	310.000	229.640	256.864	356.978	758.728	1.789.273	6.236.986	9.393.785	16.116.629	34.972.462
Özsermaye	339.269	367.031	514.252	1.412.070	3.842.495	9.716.678	16.646.535	21.010.029	19.569.706	11.868.866	17.065.043
PasifToplamı	1.583.370	3.933.535	2.329.419	3.647.743	9.093.094	17.694.066	39.374.210	70.223.991	78.479.493	163.317.210	165.665.852
Net Satışlar	1.506.685	2.905.817	2.994.695	4.031.707	12.579.572	24.801.822	50.699.761	70.884.067	107.727.535	216.522.790	135.086.406
Net Kâr	63.091	-5.653	-44.929	552.445	1.705.621	5.613.207	6.796.150	4.488.080	-5.910.940	-11.638.977	1.623.165

TAŞ VE TOPRAĞA DAYALI SANAYİ

ANADOLU CAM	FİNANSAL BİLGİLER										
Bilanço (milyon TL)	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002
Dönen Varl	229.281	337.871	412.721	1.375.175	1.618.660	4.086.092	9.398.206	14.558.742	58.980.004	79.270.447	131.102.571
Duran Varl(Net)	68.128	93.101	352.876	524.567	7.484.959	12.893.414	26.379.815	38.324.416	66.531.472	102.057.542	163.818.836
Aktif Topl	297.408	430.792	765.597	1.899.742	9.103.619	16.979.506	35.778.021	52.883.158	125.511.476	181.327.989	294.921.407
Kısa Vad. Borçl	72.166	81.180	160.958	812.651	3.732.402	3.490.305	11.838.084	16.196.652	35.640.118	39.140.606	72.748.719
Uzun Vad Borçl	84.808	141.840	174.217	424.504	3.595.974	9.663.793	7.093.332	6.223.911	14.987.097	39.362.044	38.456.566
Özsermaye	140.435	207.952	430.422	662.587	1.775.243	3.825.408	16.846.605	30.462.595	74.884.261	102.825.339	183.716.122
Pasif Toplamı	297.408	430.792	765.597	1.899.742	9.103.619	16.979.506	35.778.021	52.883.158	125.511.476	181.327.989	294.921.407
Net Satışlar	291.203	464.404	891.656	1.722.341	3.358.604	8.076.454	15.980.763	28.250.340	58.554.400	142.557.528	248.266.576
Net Kar	16.847	44.731	161.647	153.595	328.300	19.951	173.771	1.117.488	3.480.200	2.953.473	32.544.360

BOLU ÇİMENTO	FİNANSAL BİLGİLER										
	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002
Bilanço (milyon TL)											
Dönen Varl	104.653	260.442	632.990	1.718.822	3.238.752	4.226.554	7.667.711	13.291.613	25.946.040	60.908.837	74.793.568
Duran Varl(Net)	330.221	605.587	1.135.172	2.234.627	4.062.518	8.353.088	13.951.648	19.328.468	27.358.905	39.234.395	57.900.278
Aktif Topl	434.874	866.029	1.768.162	3.953.449	7.301.270	12.579.642	21.619.359	32.620.081	53.304.945	100.143.232	132.693.846
Kısa Vad. Borçl	44.067	179.517	235.089	602.222	1.373.853	2.409.823	3.370.849	5.280.621	9.904.090	27.828.846	32.329.657
Uzun Vad Borçl	116.673	103.297	96.266	118.993	134.305	127.369	405.712	686.682	3.765.666	5.621.049	5.496.333
Özsermaye	274.134	583.215	1.436.807	3.232.234	5.793.112	9.942.450	17.842.798	26.652.778	39.635.189	66.693.337	94.867.856
Pasif Toplamı	434.874	866.029	1.768.162	3.953.449	7.301.270	12.579.642	21.619.359	32.620.081	53.304.945	100.143.232	132.693.846
Net Satışlar	233.111	438.949	1.361.840	2.846.467	5.887.924	11.961.773	23.656.643	34.209.306	50.038.772	64.512.752	95.092.283
Net Kâr	55.787	52.219	201.300	554.630	1.222.117	2.343.031	3.388.917	3.983.369	3.586.302	16.989.351	21.405.635

ÇİMSA	FİNANSAL BİLGİLER										
Bilanço (milyon TL)	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002
Dönen Varl	270.962	645.739	1.347.295	2.318.781	3.827.583	8.519.144	12.621.885	27.831.796	41.359.747	85.040.978	114.761.118
Duran Varl(Net)	381.957	559.301	1.139.820	2.621.412	4.264.602	12.005.581	23.301.071	45.392.545	61.312.569	88.427.338	116.369.167
Aktif Topl	652.919	1.205.040	2.487.115	4.940.193	8.092.185	20.524.725	35.922.956	73.224.341	102.672.316	173.468.316	231.130.285
Kısa Vad. Borçl	200.474	423.726	833.928	2.270.883	2.309.971	5.995.261	5.997.434	15.125.021	17.322.609	38.249.348	41.642.350
Uzun Vad Borçl	38.834	59.516	71.957	142.063	339.615	622.428	2.377.957	14.949.311	12.638.846	11.802.141	4.964.603
Özsermaye	413.611	721.798	1.581.230	2.527.247	5.442.599	13.907.036	27.547.565	43.150.009	72.710.861	123.416.827	184.523.332
Pasif Toplamı	652.919	1.205.040	2.487.115	4.940.193	8.092.185	20.524.725	35.922.956	73.224.341	102.672.316	173.468.316	231.130.285
Net Satışlar	614.622	1.164.343	2.413.194	4.267.814	9.174.549	18.676.424	31.385.646	48.756.566	75.379.945	141.592.351	197.797.580
Net Kâr	101.528	245.957	614.748	670.379	1.138.237	3.393.778	6.729.433	10.788.069	13.421.250	28.483.457	37.847.848

DENİZLİ CAM	FİNANSAL BİLGİLER										
	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002
Bilanço (milyon TL)	40.307	94.449	341.017	503.834	1.006.275	1.813.854	2.890.164	5.053.058	9.073.661	19.320.020	19.592.971
Dönen Varl	11.247	22.563	74.492	237.494	620.527	903.736	1.234.981	1.494.348	2.954.839	5.105.092	6.297.598
Duran Varl(Net)	51.554	117.012	415.509	741.328	1.626.802	2.717.590	4.125.145	6.547.406	12.028.500	24.425.110	25.890.569
Aktif Topl	21.499	48.280	142.899	213.370	855.553	1.224.474	1.366.932	2.034.772	4.973.790	10.146.150	8.605.492
Kısa Vad. Borçl	12.302	21.399	43.571	137.705	294.890	517.943	931.658	1.621.384	2.700.615	6.172.327	5.589.475
Uzun Vad Borçl	17.753	47.333	229.049	390.253	476.359	975.173	1.826.555	2.891.250	4.354.095	8.106.640	11.695.602
Özsermaye	51.554	117.012	415.509	741.328	1.626.802	2.717.590	4.125.145	6.547.406	12.028.500	24.425.110	25.890.569
Pasif Toplamı	88.165	153.342	414.046	789.404	1.568.728	3.485.570	5.846.514	9.541.336	14.155.000	25.858.270	34.422.602
Net Satışlar	-1.278	23.367	173.836	145.978	-15.532	43.833	216.663	587.595	425.605	2.390.040	1.352.626

İZOCAM	FİNANSAL BİLGİLER										
Bilanço (milyon TL)	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002
Dönen Varl	151.808	274.698	558.303	1.070.375	2.395.801	4.420.672	5.497.423	9.070.052	14.883.286	24.606.346	27.385.178
Duran Varl(Net)	87.382	183.375	311.767	750.911	970.288	2.386.011	4.761.597	7.965.172	10.516.517	20.637.549	37.838.535
Aktif Topl	239.190	458.073	870.070	1.821.286	3.366.089	6.806.683	10.259.020	17.035.224	25.399.803	45.243.895	65.223.713
Kısa Vad. Borçl	75.626	116.318	247.336	435.593	964.365	1.827.870	2.643.361	6.025.344	7.797.782	14.881.106	15.975.110
Uzun Vad Borçl	13.782	50.150	63.080	421.070	598.532	1.917.696	1.852.421	2.510.394	2.130.587	6.704.813	16.143.890
Özsermaye	149.782	291.605	559.654	969.623	1.803.192	3.061.117	5.763.238	8.499.486	15.471.434	23.657.976	13.104.713
Pasif Toplamı	239.190	458.073	870.070	1.821.286	3.366.089	6.806.683	10.259.020	17.035.224	25.399.803	45.243.895	65.223.713
Net Satışlar	20.600	35.504	64.039	126.602	292.926	6.945.001	12.775.097	18.690.151	27.703.668	49.382.956	75.096.777
Net Kâr	35.596	22.072	63.487	31.146	132.114	648.739	1.153.755	495.181	6.426	5.775.755	3.416.764

LAFARGE ASSLAN ÇİMENTO	FİNANSAL BİLGİLER										
Bilanço (milyon TL)	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002
Dönen Varl	168.737	485.339	725.568	1.366.399	2.389.963	3.151.625	8.900.102	11.311.895	13.230.343	40.040.609	49.996.261
Duran Varl(Net)	251.124	295.817	934.091	1.543.100	2.841.334	1.286.884	8.635.089	12.427.324	16.653.777	30.465.835	40.141.633
Aktif Topl	419.861	781.156	1.659.659	2.909.499	5.231.297	4.438.509	17.535.191	23.739.219	29.884.120	70.506.444	90.137.894
Kısa Vad. Borçl	126.299	251.714	409.184	849.933	1.553.575	1.757.012	4.923.002	7.374.219	12.506.473	24.882.633	22.648.136
Uzun Vad Borçl	129.028	252.855	785.412	1.281.160	1.991.158	287.087	5.163.685	5.965.171	4.278.194	6.111.171	10.969.824
Özsermaye	164.534	276.587	465.063	778.406	1.686.564	2.394.410	7.448.504	10.399.800	13.099.353	39.512.640	56.519.934
Pasif Toplamı	419.861	781.156	1.659.659	2.909.499	5.231.297	4.438.509	17.535.191	23.739.219	29.884.120	70.506.444	90.137.894
Net Satışlar	542.045	855.644	1.630.584	2.624.059	4.809.534	4.972.374	16.043.891	21.254.998	28.687.289	87.506.661	92.199.785
Net Kar	26.688	60.154	-1.499	23.526	311.090	831.634	1.408.383	686.439	-3.368.775	1.951.988	3.384.508

BURSA ÇİMENTO	FİNANSAL BİLGİLER										
	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002
Bilanço (milyon TL)											
Dönen Varl	191.898	301.995	855.228	1.365.211	1.611.240	3.948.031	6.461.819	9.115.847	12.156.430	23.822.840	36.350.951
Duran Varl(Net)	139.141	284.176	503.300	1.473.403	2.090.507	4.950.144	10.052.730	17.153.230	19.107.600	24.710.480	31.337.087
Aktif Topl	331.039	586.171	1.358.528	2.838.614	3.701.747	8.898.175	16.514.550	26.269.080	31.264.030	48.533.320	66.883.825
Kısa Vad. Borçl	93.530	177.528	299.068	622.045	804.503	2.147.904	4.847.776	9.163.741	9.179.916	13.231.130	15.804.744
Uzun Vad Borçl	21.157	42.258	56.911	86.600	144.408	290.129	541.315	2.139.537	1.663.493	2.899.741	3.531.003
Özsermaye	216.352	366.385	1.002.549	2.129.969	2.752.836	6.460.142	11.125.460	14.965.800	20.420.620	32.402.440	47.548.078
Pasif Toplamı	331.039	586.171	1.358.528	2.838.614	3.701.747	8.898.175	16.514.550	26.269.080	31.264.030	48.533.320	66.883.825
Net Satışlar	414.128	739.122	1.459.080	2.471.414	4.554.472	10.887.501	17.744.900	22.721.860	32.930.520	52.211.488	79.650.607
Net Kâr	96.194	162.842	445.136	816.469	677.341	2.596.539	4.065.625	2.049.137	1.446.123	5.643.928	9.640.395

KONYA ÇİMENTO	FİNANSAL BİLGİLER										
Bilanço (milyon TL)	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002
Dönen Varl	145.862	256.547	239.624	717.419	1.173.579	2.278.570	3.695.870	6.650.910	10.178.930	16.467.890	28.785.419
Duran Varl(Net)	61.054	109.713	447.788	564.217	1.409.629	3.660.568	6.601.579	12.961.600	18.897.450	20.605.020	32.400.840
Aktif Topl	206.916	366.260	687.412	1.281.636	2.583.208	5.939.138	10.297.450	19.612.510	29.076.380	37.072.912	61.186.259
Kısa Vad. Borçl	62.255	102.673	166.464	192.557	688.261	1.283.046	1.930.107	5.751.933	8.801.549	7.251.969	8.686.403
Uzun Vad Borçl	19.614	40.694	49.304	95.493	154.671	294.589	544.564	832.129	1.292.780	1.788.157	2.154.305
Özsermaye	125.047	222.893	471.644	993.586	1.740.276	4.361.303	7.822.778	13.028.450	18.982.050	28.032.790	50.345.551
Pasif Toplamı	206.916	366.260	687.412	1.281.636	2.583.208	5.939.138	10.297.450	19.612.510	29.076.380	37.072.912	61.186.259
Net Satışlar	229.074	422.334	793.430	1.643.949	3.392.911	7.073.918	12.379.970	16.105.760	23.937.370	32.875.060	58.119.514
Net Kâr	70.060	118.025	223.211	120.783	467.258	1.104.971	1.965.701	3.156.398	2.551.302	555.643	11.391.260

MARDİN ÇİMENTO	FİNANSAL BİLGİLER										
	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002
Bilanço (milyon TL)											
Dönen Varl	89.554	190.011	528.911	589.899	1.093.715	2.469.249	4.565.887	10.901.288	17.091.449	35.082.062	30.735.137
Duran Varl(Net)	111.008	162.008	282.096	810.381	1.106.299	2.593.451	5.218.137	10.010.626	13.810.259	17.503.891	23.155.140
Aktif Topl	200.562	352.019	811.007	1.400.280	2.200.014	5.062.700	9.784.024	20.911.914	30.901.708	52.585.953	53.890.277
Kısa Vad. Borçl	40.110	60.729	181.453	252.360	475.290	1.025.712	1.870.094	4.004.195	6.360.349	11.292.023	6.053.900
Uzun Vad Borçl	17.637	39.176	63.954	112.270	166.086	321.005	505.469	790.985	1.128.307	1.672.841	2.286.021
Özsermaye	142.815	252.114	565.600	1.035.650	1.558.638	3.716.523	7.408.461	16.116.734	23.413.052	39.621.089	45.550.356
Pasif Toplamı	200.562	352.019	811.007	1.400.280	2.200.014	5.062.700	9.784.024	20.911.914	30.901.708	52.585.953	53.890.277
Net Satışlar	199.014	344.334	623.002	1.054.425	1.950.552	4.297.779	8.592.214	14.808.093	25.493.544	37.007.005	41.313.227
Net Kâr	86.119	145.919	301.560	415.611	385.145	1.329.403	2.898.234	6.625.848	9.571.365	18.880.699	14.348.559

DOKUMA, GİYİM EŞYASI VE DERİ ÜRÜNLERİ SANAYİ

LÜKS KADİFE	FİNANSAL BİLGİLER										
	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002
Bilanço (milyon TL)											
Dönen Varl	52.662	66.497	150.902	225.354	307.268	1.096.671	1.620.071	2.510.127	1.886.481	2.975.860	5.691.502
Duran Varl(Net)	8.206	10.662	20.111	43.134	145.131	466.216	609.431	693.190	798.563	636.589	1.124.761
Aktif Topl	60.868	77.159	171.013	268.488	604.390	1.556.887	2.229.502	3.203.317	2.685.044	3.612.449	6.816.263
Kısa Vad. Borçl	37.685	42.256	72.263	110.372	251.018	525.678	902.551	1.513.123	1.895.953	2.508.711	2.026.049
Uzun Vad Borçl	4.146	5.303	12.579	22.597	50.574	233.214	200.498	747.264	217.225	360.347	527.099
Özsermaye	19.037	29.600	86.171	135.519	302.798	797.995	1.126.453	942.930	571.866	743.391	4.263.115
Pasif Toplamı	60.868	77.159	171.013	268.488	604.390	1.556.887	2.229.502	3.203.317	2.685.044	3.612.449	6.816.263
Net Satışlar	102.597	165.469	315.036	448.500	904.664	2.009.768	1.973.063	1.938.609	2.760.986	6.113.705	13.333.295
Net Kâr	1.840	7.712	48.849	40.001	149.077	39	41.451	-484.873	-751.595	-1.341.053	1.976.539

YÜNSA	FİNANSAL BİLGİLER										
Bilanço (milyon TL)	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002
Dönen Varl	423.300	7.753.163	1.368.874	2.901.226	5.302.377	9.653.364	17.195.830	26.985.960	38.221.880	46.650.320	52.554.830
Duran Varl(Net)	78.224	161.530	301.159	697.084	1.691.975	2.936.885	5.648.126	8.246.691	12.264.020	16.895.750	27.758.660
Aktif Topl	501.524	936.693	1.670.033	3.598.310	6.994.352	12.590.249	22.843.960	35.232.648	50.485.900	63.546.072	80.313.490
Kısa Vad. Borçl	280.111	566.689	834.860	2.038.147	3.485.316	6.721.497	13.805.340	22.435.270	30.981.080	37.122.340	34.629.057
Uzun Vad Borçl	40.259	65.219	103.420	197.596	409.185	642.306	1.099.304	1.717.484	2.880.395	3.363.840	4.355.681
Özsermaye	181.154	304.785	731.753	1.362.567	3.099.851	5.244.446	7.939.315	11.079.900	16.624.430	23.059.880	41.328.752
Pasif Toplamı	501.524	936.693	1.670.033	3.598.310	6.994.352	12.590.249	22.843.960	35.232.648	50.485.900	63.546.072	80.313.490
Net Satışlar	566.651	891.067	1.865.608	3.857.069	6.551.132	12.075.577	17.096.110	28.075.920	34.914.952	71.900.064	85.215.096

ALTINYILDIZ	FİNANSAL BİLGİLER										
	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002
Bilanço (milyon TL)											
Dönen Varl	241.585	431.534	986.255	2.335.098	5.085.052	8.784.036	19.177.490	30.822.910	52.086.160	91.290.256	101.260.209
Duran Varl(Net)	135.951	296.865	577.978	1.370.787	2.342.106	4.115.032	7.022.410	12.036.900	17.358.720	19.637.390	44.541.422
Aktif Topl	377.536	728.399	1.564.233	3.705.885	7.427.158	12.899.068	26.199.900	42.859.820	69.444.880	110.927.600	145.801.631
Kısa Vad. Borçl	119.452	241.457	610.901	1.600.570	3.408.992	6.846.770	15.015.840	27.692.970	45.694.980	90.772.112	90.728.539
Uzun Vad Borçl	55.290	86.997	225.804	417.810	679.941	1.013.100	1.497.254	3.268.015	6.740.933	5.632.055	17.512.335
Özsermaye	202.794	399.945	727.528	1.687.505	3.338.225	5.039.198	9.686.806	11.898.830	17.008.960	14.523.470	37.560.757
Pasif Toplamı	377.536	728.399	1.564.233	3.705.885	7.427.158	12.899.068	26.199.900	42.859.820	69.444.880	110.927.600	145.801
Net Satışlar	494.010	787.045	1.676.564	4.224.817	8.360.919	15.912.154	27.831.070	42.708.248	62.655.500	99.398.288	143.378.493
Net Kâr	33.715	144.584	180.352	527.047	966.435	930.847	2.069.997	654.215	372.007	-22.206.000	702.137

AKAL TEKSTİL	FİNANSAL BİLGİLER										
	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002
Bilanço (milyon TL)											
Dönen Varl	483.371	543.060	1.771.136	2.975.282	6.131.555	11.310.070	15.870.529	28.428.887	38.998.576	58.962.502	84.072.277
Duran Varl(Net)	139.368	436.636	957.443	1.402.515	3.334.711	5.246.685	7.268.066	9.673.769	14.161.776	31.171.713	43.783.277
Aktif Topl	622.739	949.696	2.728.579	4.377.797	9.466.266	16.556.755	23.138.595	38.102.656	53.160.352	90.134.215	127.855.554
Kısa Vad. Borçl	236.382	263.893	912.697	1.462.393	3.510.791	6.953.741	8.863.456	18.010.904	22.389.819	34.074.929	53.803.330
Uzun Vad Borçl	94.035	167.902	573.981	600.997	1.297.568	1.991.936	2.054.827	2.942.449	6.761.168	10.573.456	9.286.502
Özsermaye	292.322	517.901	1.241.901	2.314.407	4.662.907	7.611.078	12.220.312	17.149.303	24.009.365	45.485.830	64.765.722
Pasif Toplamı	622.739	949.696	2.728.579	4.377.797	9.466.266	16.556.755	23.138.595	38.102.656	53.160.352	90.134.215	127.855.554
Net Satışlar	836.014	1.370.639	3.360.097	6.540.157	11.285.342	20.523.257	28.919.745	39.303.807	66.475.414	138.095.846	138.095.846
Net Kâr	124.624	221.279	407.072	511.013	1.710.897	1.477.502	863.412	4.951.981	6.426	8.167.740	6.447.340

KORDSA	FİNANSAL BİLGİLER										
	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002
Bilanço (milyon TL)											
Dönen Varlıklar	516.938	995.263	2.434.387	3.893.345	7.812.822	27.612.014	31.151.890	43.765.120	60.447.368	112.995.904	150.458.338
Duran Varlık (Net)	341.364	383.112	631.551	1.108.537	2.664.242	5.526.725	10.344.650	38.287.120	62.514.728	114.281.600	147.744.927
Aktif Toplamı	858.302	1.378.375	3.065.938	5.001.882	10.477.064	33.138.739	41.496.540	82.052.240	122.962.096	227.277.504	298.203.265
Kısa Vad. Borçlar	356.902	592.962	1.440.441	1.501.526	3.952.395	20.186.876	19.173.030	30.823.750	32.506.210	79.490.712	93.458.951
Uzun Vad Borçlar	91.750	136.616	213.128	355.080	523.265	1.044.738	1.677.138	3.644.496	29.382.600	50.361.960	48.427.750
Özsermaye	409.650	648.797	1.412.369	3.145.276	6.001.404	11.907.125	20.646.380	47.584.000	61.073.288	97.424.816	156.316.564
Pasif Toplamı	858.302	1.378.375	3.065.938	5.001.882	10.477.064	33.138.739	41.496.540	82.052.240	122.962.096	227.277.504	298.303.265
Net Satışlar	1.049.428	1.711.769	3.500.162	7.835.577	15.747.944	25.729.316	38.273.780	61.780.340	96.905.776	216.610.208	263.346.732
Net Kâr	59.393	69.889	436.633	1.259.441	2.888.202	4.690.334	3.360.749	3.202.840	9.202.454	16.393.540	27.346.732

DERİMOD	FİNANSAL BİLGİLER										
Bilanço (milyon TL)	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002
Dönen Varl	83.906	89.720	240.600	673.795	1.720.390	3.063.079	4.613.284	4.655.992	7.342.614	8.403.421	9.102.837
Duran Varl(Net)	14.940	20.608	41.231	118.408	274.523	523.318	880.672	982.472	1.176.372	1.794.668	2.519.042
Aktif Topl	98.846	110.328	281.831	792.203	1.994.913	3.586.397	5.493.956	5.638.464	8.518.986	10.198.089	11.621.879
Kısa Vad. Borçl	81.799	73.290	198.520	548.122	1.448.846	2.961.838	4.252.886	3.162.908	4.400.962	5.113.506	6.444.472
Uzun Vad Borçl	445	7.703	30.971	99.114	182.968	42.300	36.168	692.128	265.841	1.292.238	390.079
Özsermaye	16.602	29.335	52.340	144.967	363.099	582.259	1.204.902	1.783.428	3.852.183	3.792.385	4.787.328
Pasif Toplamı	98.846	110.328	281.831	792.203	1.994.913	3.586.397	5.493.956	5.638.464	8.518.986	10.198.089	11.621.879
Net Satışlar	144.409	175.192	374.255	658.811	2.190.078	4.722.291	4.443.050	5.165.479	7.439.042	9.783.820	11.506.544
Net Kâr	467	5.151	2.351	48.796	125.717	56.088	-110.327	181.443	31.703	-668.843	-11.907

OKAN	FİNANSAL BİLGİLER										
	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002
Bilanço (milyon TL)											
Dönen Varlı	92.966	144.748	331.413	471.865	819.469	1.548.141	2.058.326	4.051.104	5.329.789	7.135.382	9.843.946
Düran Varlı(Net)	276.415	379.406	688.998	1.214.141	1.906.383	3.304.978	5.633.429	7.458.097	14.589.021	18.331.000	26.879.250
Aktif Topl	369.381	524.154	1.020.411	1.686.006	2.725.852	4.853.119	7.691.755	11.509.201	19.918.810	25.466.384	36.723.200
Kısa Vad. Borçl	73.463	130.359	310.617	306.902	401.531	683.843	1.866.833	4.096.386	8.819.480	8.649.882	11.325.270
Uzun Vad Borçl	9.540	4.427	6.614	14.456	139.463	175.128	280.599	343.226	570.981	564.315	205.522
Özsermaye	286.378	389.368	703.180	1.364.648	2.184.858	3.994.148	5.520.539	7.069.589	10.528.349	16.252.187	25.192.400
Pasif Toplamı	369.381	524.154	1.020.411	1.686.006	2.725.852	4.853.119	7.691.755	11.509.201	19.918.810	25.466.384	36.723.200
Net Satışlar	155.603	220.165	512.323	695.427	1.304.323	2.788.481	3.760.797	6.897.423	8.641.514	5.330.059	17.880.860
Net Kâr	1.420	-22.686	-34.487	-27.765	42.925	11.908	-939.797	-1.183.577	-628.649	-612.396	-2.663.984

GIDA, İÇKİ VE TÜTÜN SANAYİ

TÜRK TUBORG	FİNANSAL BİLGİLERİ										
	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002
Bilanço (milyon TL)											
Dönen Varl	211.047	268.076	705.393	1.428.793	4.317.071	7.559.981	9.251.223	16.084.276	21.712.638	44.735.503	147.461.950
Duran Varl(Net)	283.841	430.713	861.568	1.273.992	2.201.992	3.126.489	5.152.979	8.673.168	14.883.031	22.414.793	78.379.635
Aktif Topl	494.888	698.789	1.566.961	2.702.785	6.519.063	10.686.470	14.404.202	24.757.444	36.595.669	67.150.296	225.841.585
Kısa Vad. Borçl	122.459	163.675	576.203	1.092.149	3.312.000	5.195.085	4.748.989	13.363.104	15.885.281	57.781.225	148.844.645
Uzun Vad Borçl	21.156	40.195	45.002	96.584	161.290	896.674	2.249.744	769.674	5.589.864	4.213.179	29.829.249
Özsermaye	351.273	494.919	945.756	1.514.052	3.045.773	4.594.711	7.405.469	10.624.666	15.120.524	5.155.892	47.167.691
Pasif Toplamı	494.888	698.789	1.566.961	2.702.785	6.519.063	10.686.470	14.404.202	24.757.444	36.595.669	67.150.296	225.841.585
Net Satışlar	426.629	718.501	1.493.846	2.996.135	4.249.849	7.012.878	10.006.950	16.332.678	27.038.843	45.500.687	75.843.213
Net Kâr	48.136	69.615	163.608	30.651	32.374	178.320	341.873	1.228.168	1.320.962	13.911.738	4.124.472

BANVİT	FİNANSAL BİLGİLER										
	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002
Bilanço (milyon TL)											
Dönen Varl	37.441	85.643	235.927	797.894	1.289.888	3.990.663	12.972.170	21.440.564	34.216.826	37.829.660	53.512.703
Duran Varl(Net)	32.586	52.387	163.406	358.091	862.010	1.590.271	3.251.925	8.417.411	16.941.078	45.391.197	55.620.064
Aktif Topl	70.027	138.030	399.333	1.155.985	2.151.898	5.580.934	16.224.090	29.857.975	51.157.904	83.221.457	109.132.767
Kısa Vad. Borçl	22.975	55.551	208.331	484.554	1.268.514	3.007.084	6.719.090	9.996.305	15.346.334	30.424.883	40.535.642
Uzun Vad Borçl	16.165	23.286	35.164	59.389	111.398	679.101	1.251.095	3.729.208	13.936.598	37.577.425	29.852.357
Özsermaye	30.887	59.193	155.838	612.042	771.986	1.894.749	8.253.906	16.132.462	21.874.972	15.219.149	38.744.768
Pasif Toplamı	70.027	138.030	399.333	1.155.985	2.151.898	5.580.934	16.224.090	29.857.975	51.157.904	83.221.457	109.132.767
Net Satışlar	233.085	477.343	1.176.504	3.499.190	7.279.141	13.607.785	29.042.360	52.028.168	81.128.351	132.009.160	184.831.143
Net Kâr	12.294	16.169	55.314	390.085	26.355	819.044	5.901.575	7.629.249	904.490	10.852.030	3.295.219

PINAR SU	FİNANSAL BİLGİLER										
Bilanço (milyon TL)	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002
Dönen Varl	86.288	48.984	100.360	224.507	264.327	804.567	1.676.017	1.691.293	5.182.423	11.222.682	9.224.098
Duran Varl(Net)	26.345	35.153	66.507	117.039	1.143.392	1.802.942	2.732.389	4.204.720	9.583.257	17.356.984	22.843.233
Aktif Topl	112.633	84.137	166.867	341.546	1.507.719	2.607.509	4.408.406	5.896.014	14.765.680	28.579.666	32.067.331
Kısa Vad. Borçl	76.611	34.324	66.226	164.209	771.495	1.480.018	1.561.745	2.303.934	6.633.871	13.397.289	12.079.781
Uzun Vad Borçl	10.067	10.461	23.135	51.187	497.445	842.325	1.288.744	512.061	2.340.916	7.899.861	8.403.912
Özsermaye	25.955	39.352	77.506	126.150	238.779	285.166	1.557.917	3.080.019	5.790.892	7.282.516	11.583.638
Pasif Toplamı	112.633	84.137	166.867	341.546	1.507.719	2.607.509	4.408.406	5.896.014	14.765.680	28.579.666	32.067.331
Net Satışlar	71.254	132.517	324.161	579.771	1.066.005	2.823.464	5.905.530	7.722.152	11.399.641	18.659.198	16.400.097
Net Kâr	102	4.304	4.859	-932	8.742	-228.377	11.748	495.048	917.162	-495.492	-1.460.759

PINAR SÜT	FİNANSAL BİLGİLER										
Bilanço (milyon TL)	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002
Dönen Varl	229.080	397.561	821.551	1.591.876	4.328.335	8.544.640	12.545.071	24.096.301	56.362.245	61.698.275	77.829.049
Duran Varl(Net)	59.462	138.628	392.268	688.382	2.238.194	4.612.774	8.508.513	13.400.760	21.739.739	58.170.294	82.132.897
Aktif Topl	288.542	536.189	1.213.819	2.280.258	6.566.529	13.157.414	21.053.585	37.497.061	78.101.984	119.868.569	159.961.946
Kısa Vad. Borçl	200.986	301.157	588.016	1.233.759	3.003.070	7.148.806	10.874.921	16.078.759	49.777.174	51.104.264	72.538.131
Uzun Vad Borçl	28.486	94.066	400.672	425.160	1.317.216	1.753.591	1.260.950	6.519.709	5.295.869	36.364.569	39.987.424
Özsermaye	59.070	140.966	225.131	621.339	2.246.243	4.255.017	8.917.714	14.898.593	23.028.941	32.399.736	47.436.391
Pasif Toplamı	288.542	536.189	1.213.819	2.280.258	6.566.529	13.157.414	21.053.585	37.497.061	78.101.984	119.868.569	159.961.946
Net Satışlar	690.226	1.171.741	2.499.056	5.494.631	11.248.964	24.483.963	45.300.727	72.447.259	117.014.593	154.262.299	190.364.297
Net Kâr	8.895	68.734	9.367	105.016	668.452	1.036.843	1.830.533	3.261.698	4.092.558	2.788.486	3.154.503

KENT GIDA	FİNANSAL BİLGİLER										
Bilanço (milyon TL)	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002
Dönen Varl	146.345	386.899	1.802.116	2.574.609	4.991.404	10.289.177	19.106.570	24.798.140	38.436.400	57.157.232	98.149.558
Duran Varl(Net)	89.943	204.510	381.338	1.074.654	4.093.173	9.130.192	16.297.130	21.992.460	22.524.970	28.163.530	141.885.211
Aktif Topl	236.288	5.091.409	283.454	3.649.263	9.084.577	19.419.371	35.403.700	46.790.600	60.961.368	85.320.760	240.034.769
Kısa Vad. Borçl	127.841	210.172	1.647.561	2.039.964	2.216.966	8.144.852	19.400.640	23.271.820	36.120.792	71.154.656	91.083.390
Uzun Vad Borçl	24.991	250.449	63.497	672.960	3.901.121	4.858.817	5.300.463	11.649.010	7.964.902	9.419.178	27.777.164
Özsermaye	83.456	130.788	472.396	936.339	2.966.490	6.415.702	10.702.600	11.869.780	16.875.680	4.746.923	121.174.215
Pasif Toplamı	236.288	5.091.409	283.454	3.649.263	9.084.577	19.419.371	35.403.700	46.790.600	60.961.368	85.320.760	240.034.769
Net Satışlar	391.093	733.360	2.617.473	5.563.078	10.542.848	20.501.597	30.574.610	38.556.928	54.613.080	103.009.696	176.465.148
Net Kâr	17.902	30.929	152.404	312.619	1.269.630	2.822.177	1.556.316	-2.973.466	-49.476	-17.224.520	2.229.646

HOLDİNGLER VE YATIRIM ŞİR

ŞİŞECAM HOLDİNG		FİNANSAL BİLGİLER									
Bilanço (milyon TL)	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002
Dönen Varl	156.268	502.441	909.693	1.685.737	2.109.292	4.250.432	4.019.152	2.524.581	9.606.287	6.195.648	6.553.771
Duran Varl(Net)	1.112.075	1.688.624	2.574.830	5.354.282	12.890.403	21.787.790	43.578.993	86.124.325	185.369.634	367.472.265	507.692.224
Aktif Topl	1.268.343	2.191.065	3.484.523	7.040.019	14.999.695	26.038.222	47.598.145	88.648.906	194.975.921	373.667.913	514.245.995
Kısa Vad. Borçl	83.499	162.505	561.718	993.107	857.561	2.297.811	3.471.349	4.459.494	51.625.018	144.871.531	100.186.163
Uzun Vad Borçl	19.872	35.146	51.236	93.552	170.911	504.855	931.363	1.290.202	2.440.231	3.956.117	5.335.404
Özsermaye	1.164.972	1.993.414	2.871.569	5.953.360	13.971.223	23.235.556	43.195.433	82.899.210	140.910.672	224.840.265	408.724.428
Pasif Toplamı	1.268.343	2.191.065	3.484.523	7.040.019	14.999.695	26.038.222	47.598.145	88.648.906	194.975.921	373.667.913	514.245.995
Net Satışlar	134.709	159.454	332.460	565.980	1.042.764	1.957.029	3.443.837	4.897.422	8.962.592	17.978.569	24.848.631
Net Kâr	83.461	209.587	427.966	1.312.990	3.130.151	383.884	3.720.345	1.539.518	3.607.181	-2.101.484	31.602.626

DEVA HOLDİNG	FİNANSAL BİLGİLER										
	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002
Bilanço (milyon TL)											
Dönen Varl	313.098	467.422	783.783	2.341.087	3.511.725	6.519.101	13.150.566	28.172.058	42.543.325	48.656.418	82.571.293
Duran Varl(Net)	136.708	221.859	451.846	1.662.874	2.888.126	5.015.590	7.404.268	9.912.627	17.709.359	25.631.094	39.209.445
Aktif Topl	449.806	689.281	1.235.629	4.003.961	6.399.851	11.134.691	20.554.834	38.084.685	61.252.684	74.287.512	121.780.738
Kısa Vad. Borçl	295.223	418.889	641.531	841.655	1.930.034	4.629.590	1.606.423	27.778.524	37.842.546	74.287.512	121.780.738
Uzun Vad Borçl	30.105	62.688	150.705	282.444	852.720	886.532	1.388.672	2.191.759	3.964.613	6.432.060	33.415.722
Özsermaye	124.478	207.704	443.393	2.879.862	3.617.097	6.018.569	7.559.739	8.114.402	19.445.525	16.000.000	16.000.000
Pasif Toplamı	449.806	689.281	1.235.629	4.003.961	6.399.851	11.134.691	20.554.834	38.084.685	61.252.684	74.287.512	121.780.738
Net Satışlar	423.073	781.015	1.222.472	3.342.711	6.164.676	9.975.615	19.600.759	42.626.016	65.632.114	77.039.233	135.904.521
Net Kâr	1.955	44.202	-128.115	254.528	359.347	70.350	194.003	-1.925.850	234.198	-15.652.615	7.276.515

NET HOLDİNG		FİNANSAL BİLGİLER									
Bilanço (milyon TL)	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002
Dönen Varl	86.258	85.898	645.247	1.748.525	1.048.240	3.151.876	10.067.320	4.543.468	7.828.493	5.547.317	8.588.994
Duran Varl(Net)	212.579	293.334	331.635	2.904.086	7.949.332	16.039.228	9.391.593	46.789.060	51.091.940	92.454.312	104.142.088
Aktif Topl	298.837	376.232	976.882	4.652.611	8.997.572	19.191.104	19.458.910	51.332.520	58.920.432	98.001.632	112.731.082
Kısa Vad. Borçl	160.938	85.043	164.185	100.372	232.832	608.494	1.444.013	1.607.217	3.889.736	6.440.234	22.835.358
Uzun Vad Borçl	3.930	5.592	3.600	17.302	22.938	27.926	56.334	5.740.627	130.234	4.951.621	1.027.106
Özsermaye	133.969	285.597	809.097	4.534.937	8.741.802	18.554.684	17.958.560	43.984.680	54.900.460	86.609.776	88.868.618
Pasif Toplamı	298.837	376.232	976.882	4.652.611	8.997.572	19.191.104	19.458.910	51.332.520	58.920.432	98.001.632	112.731.082
Net Satışlar	12.270	29.940	69.507	290.926	611.989	917.759	2.046.233	485.816	3.743.683	5.058.419	6.208.216
Net Kâr	1.026	45.615	159.175	214.211	611.354	1.222.024	3.221.878	905.010	3.576.826	1.834.394	-5.689.583

KOÇ HOLDİNG	FİNANSAL BİLGİLER										
	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002
Bilanço (milyon TL)											
Dönen Varl	202.459	684.677	2.549.419	4.760.486	7.665.793	11.459.181	32.191.647	49.305.008	55.529.030	45.591.653	17.343.087
Duran Varl(Net)	1.543.908	2.341.850	4.970.019	10.441.394	17.998.336	39.688.406	65.147.534	124.088.761	187.278.220	477.723.134	663.806.206
Aktif Topl	1.746.367	3.026.527	7.519.438	15.201.880	25.664.129	51.147.587	97.339.181	173.393.769	242.807.250	523.314.787	681.149.293
Kısa Vad. Borçl	42.724	139.225	560.211	1.046.224	1.656.854	3.294.241	5.506.144	11.069.612	14.191.291	27.505.923	78.776.794
Uzun Vad Borçl	5.209	10.331	13.746	31.300	59.433	113.600	215.248	340.902	615.177	41.356.775	17.258.381
Özsermaye	1.698.434	2.876.971	6.945.481	14.124.356	23.947.842	47.739.746	91.617.482	161.983.255	228.000.782	454.452.089	585.114.118
Pasif Toplamı	1.746.367	3.026.527	7.519.438	15.201.880	25.664.129	51.147.587	97.339.181	173.393.769	242.807.250	523.314.787	681.149.293
Net Satışlar	82.355	190.951	487.944	553.215	1.208.271	2.936.444	4.889.817	8.490.272	11.775.778	16.073.401	31.362.773
Net Kâr	445.676	1.019.330	3.294.193	3.702.433	6.676.864	1.623.413	27.139.850	42.296.323	43.453.599	54.806.789	36.275.205

ENKA HOLDİNG	FİNANSAL BİLGİLER										
	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002
Bilanço (milyon TL)											
Dönen Varl	32.902	57.742	81.134	162.602	359.663	1.468.598	2.846.490	1.648.546	3.750.801	11.370.871	12.604.515
Duran Varl(Net)	53.765	88.834	232.448	454.260	767.880	1.363.790	3.610.280	10.551.018	14.222.749	21.237.990	21.839.743
Aktif Topl	86.667	146.576	313.582	616.862	1.127.543	2.832.388	6.456.770	12.199.564	17.973.550	32.608.861	34.444.258
Kısa Vad. Borçl	14.749	19.877	45.835	114.304	155.191	556.077	1.299.974	1.727.179	3.943.330	6.941.603	7.383.891
Uzun Vad Borçl	449	587	1.136	2.587	5.043	11.353	30.496	56.815	101.953	131.975	148.470
Özsermaye	71.469	126.112	266.611	499.971	967.309	2.264.958	5.126.300	10.415.570	13.928.267	25.535.283	26.911.897
Pasif Toplamı	86.667	146.576	313.582	616.862	1.127.543	2.832.388	6.456.770	12.199.564	17.973.550	32.608.861	34.444.258
Net Satışlar	0	0	108.183	136.120	291.682	1.104.772	1.941.911	3.102.816	5.056.775	12.058.151	7.455.268
Net Kâr	24.030	37.506	103.183	124.700	294.589	1.058.377	2.059.098	3.509.350	4.137.198	10.989.282	5.567.812

ECZACIBAŞI HOLDİNG		FİNANSAL BİLGİLER									
Bilanço (milyon TL)	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002
Dönen Varl	14.183	58.168	74.867	65.814	54.617	304.220	322.397	937.437	886.200	1.681.262	4.197.715
Duran Varl(Net)	203.619	210.769	421.966	800.823	1.730.760	2.209.016	2.872.	2.136	6.677	9.809	17.751
Aktif Topl	217.802	2.638.937	496.833	866.637	1.785.377	2.513.236	325.269	939.573	892.877	1.691.071	4.215.466
Kısa Vad. Borçl	9.683	12.403	35.211	26.483	2.108	1.946	18.060	5.442	2.589	94.756	126.192
Uzun Vad Borçl	239	441	440	1.089	2.077	227.727	0	345	1.175	2.924	5.037
Özsermaye	207.880	256.093	461.182	839.065	1.781.192	2.283.563	307.209	933.786	889.113	1.593.391	4.084.237
Pasif Toplamı	217.802	2.638.937	496.833	866.637	1.785.377	2.513.236	325.269	939.573	892.877	1.691.071	4.215.466
Net Satışlar	0	0	0	0	0	0	0	0	0	165.756.574	265.149.526
Net Kar	38.368	44.544	90.339	132.597	313.860	170.613	57.209	626.492	-44.777	704.176	730.290

ALARKO HOLDİNG		FİNANSAL BİLGİLER									
Bilanço (milyon TL)	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002
Dönen Varl	115.468	278.498	473.529	721.517	1.356.657	2.385.519	17.300.470	41.096.928	48.170.980	76.946.952	83.129.220
Duran Varl(Net)	179.587	150.031	296.512	752.653	1.502.918	2.302.779	2.128.360	4.150.595	5.196.018	7.957.429	30.545.388
Aktif Topl	295.055	428.529	770.041	1.524.170	2.853.575	4.688.298	19.428.830	45.247.528	53.366.992	84.904.384	113.674.608
Kısa Vad. Borçl	8.553	30.104	83.850	122.537	223.660	400.564	2.256.613	8.008.418	4.776.682	11.122.380	4.316.679
Uzun Vad Borçl	880	1.458	2.389	6.692	11.560	22.195	43.092	94.209	178.310	279.576	401.595
Özsermaye	285.622	396.967	683.802	1.394.941	2.618.355	4.265.539	17.129.130	37.144.900	48.412.000	73.502.432	108.956.334
Pasif Toplamı	295.055	428.529	770.041	1.524.170	2.853.575	4.688.298	19.428.830	45.247.528	53.366.992	84.904.384	113.674.608
Net Satışlar	5.666	7.473	13.585	28.849	71.274	176.481	473.391	761.465	943.728	1.345.349	2.565.413
Net Kâr	51.574	104.629	280.171	400.015	679.470	1.255.190	2.712.649	16.969.470	13.161.580	23.258.220	36.205.733

KAYNAKÇA

KİTAP

- AKGÜÇ, Öztin, **Finansal Yönetim**, Muhasebe Enstitüsü Yayını No:63, Genişletilmiş 9.Baskı, 1994, İstanbul
- AKSOY, Ahmet, **İşletme Sermayesi Yönetimi**, Gazi Büro Kitabevi, Ankara, 1993
- ALTAN, Mikail, **Fonksiyonlar ve İşlemler Açısından Bankacılık**”, Beta Basım Yayım, Konya, 2001
- ALTINIŞIK, İsa ve Arkadaşları, **”Excel Uygulamaları”**, Çizgi Yayınevi, Birinci Baskı, Konya, 2004
- ARSLAN, İbrahim, **Şirketler Hukuku Bilgisi**, Mimoza yayınevi, 3.Baskı, 1998, Konya
- AYDIN, Nurhan ve arkadaşları, **Finansal Yönetim**, Anadolu Üniversitesi Yayını No:1465, Açıköğretim Fakültesi Yayını No:779, Eskişehir, 2003
- BİLGİN, Mehmet Hüseyin, Gökhan Karabulut ve Hakan Ongan, **Finansal Krizlerin İşletmelerin Finansman Yapıları Üzerindeki Etkileri**, İstanbul Ticaret Odası Yayını, Yayın No:2002/41, İstanbul, 2002
- BLACK, Andrew ve diğerleri, **Hissedar Değeri Arayışı**, Dünya Yayıncılık, Ekonomi Dizisi:5, 1.Baskı, İstanbul, 1998
- BONE, Louis E. ve David L. Kurtz, **Contemporary Business**, The Dryden Press, Yedinci Baskı, New York, 1997
- BREALEY, Richard A. ve Stewart C. Myres, **Principles of Corporate Finance**, McGraw–Hill Inc., Dördüncü Baskı, New York, 1991

- BREALEY, Richard A., Stewart C. Myres ve Alan J. Marcus, **Principles of Corporate Finance**, Çeviren:Ünal Bozkurt ve diğerleri, Literatür Yayıncılık, 3.Baskı, İstanbul, 1997
- BRIGHAM, F.Eugene ve C. Louis Gapenski, **Financial Management Theory and Practice**, The Dryden Press, 7.Baskı, Orlando, Ekim 1993
- BÜKER, Semih ve Doğan Bayar, **Finansal Yönetim**, Anadolu Üniversitesi Yayınları No:875, 4.Baskı, Eskişehir, 2001
- CEYLAN, Ali ve Turhan Korkmaz, **Sermaye Piyasası ve Menkul Değer Analizi**, Ekin Kitabevi, 2000, Bursa
- COOPER, S. Kerry ve Donald R. Fraser, **The Financial Marketplace**, Addison-Wesley Publishing Company, 4.Baskı, Texas, 1992
- ÇAPANOĞLU, Mustafa B., **Türkiye ve Dış Ülkelerde Sermaye Piyasası Özelleştirme Uygulamaları ve Menkul Kıymet Borsaları**, Beta Basım Yayım, İstanbul, 1993
- Dennis, Oswald ve diğerleri, **Guide To Financial Analysis**, McGraw Hill Book Company, 1985, New York
- DALTON, John M., **How The Stock Market Works**, New York Institute of Finance, İkinci Baskı, New York, 1993
- EAKINS, Stanley G., **Finance, Investments, Institutions, and Management**, Addison–Wesley, 1999, Massachusetts
- EROL, Cengiz, **İşletmelerde Finansal Yönetim**, İmge Kitabevi, 1.Baskı, 1999, Ankara
- FRANKS, Julian ve Harry H. Scholefield, **Corporate Financial Management**, Gower Basım, İkinci Baskı, 1992, New York

GALLAGHER J., Timoty ve Joseph D. Jr. Andrew, **Financial Management Principles and Practice**, Prenticehall, London, 1996

GIBSON, Charles H., **Financial Statement Analysis Using Financial Accounting Information**, College Division South-Western Publishing Co., Beşinci Baskı, Cincinnati, 1992

GÖNENLİ, Atilla, **İşletmelerde Finansal Yönetim**, İşletme Fakültesi İşletme İktisadi Enstitüsü 30.Yıl Yayınları, No:15, 5.Baskı, 1985, İstanbul

GRIFFIN, Ricky W., **Business**, Prenticehall Public, Beşinci Baskı, 1999, Amerika

GRIFFIN, Ricky W., **Management**, Houghton Griffin Company, Dördüncü Baskı, Boston, 1993

HATİBOĞLU, Zeyyat, **Orta Düzeyde İşletme Finansı**, Lebib Yalkın Yayınları, İstanbul, 1999

HICKMAN, Kent A., Hugh O. Hunter ve John W. Byrd, **Foundations of Corporate Finance**, West Publishing Company, New York, 1996

INGRAM, Robert W., **Financial Information for Decisions**, South Western College Company, İkinci Baskı, Amerika, 1996

KARABABA, Serdar, **Hisse Senetleri Yatırımcısının Korunması**, Seçkin Yayınevi, Ankara, 2001

KARAŞİN, A. Gültekin, **Sermaye Piyasası Analizleri**, Sermaye Piyasası Yayınları, Yayın No:4, İkinci Baskı, Ankara, 1987

KARYAĞDI, Nazmi, **Kâr Dağıtımı**, Maliye Hesap Uzmanları Derneği Yayınları, İstanbul, 1999

- KEOWN, Arthur J. ve diğerkleri, **Financial Management: Principles and Applications**, Prenticehall, 9.Baskı, New Jersey, 2002
- KOÇ, İ. Özlem, **Şirketlerin Halka Açılması ve Bir Uygulama**, Sermaye Piyasası Kurulu Yayınları No:118, Ankara, 1998
- KOLB, Robert W. ve Ricardo Rodriggez, **Finansal Yönetim**, Çev:Karacan Ali İhsan, Sermaye Piyasası Kurulu Yayını No:35, Ankara, 1996
- KONDAK, Nuray, **Menkul Kıymet Borsalarına Giriş**, Der Yayınları, I. Baskı, 1999, İstanbul
- KÖKSAL, Bilge Aloba, **İstatistik Analiz Metotları**, Çağlayan Kitabevi, Beşinci Baskı, İstanbul, 1998
- LAWRENCE, Gitman J., **Introduction to Finance**, Addise Esley Public, Boston, 2001
- LAWRENCE, Gitman J., **Principles of Managerial Financial**, Brief Addison–Wesley Public, Second Edition, Massachusetts, 2000
- NEWBOLD, Paul, **Statistics for Business and Economics**, Prentice- Hall International Additions, İkinci Baskı, London, 1988
- NURHAN, Erkan ve Bahşayış Temir, **Şirketler Kesiminin Finansman Eğilimleri Anketi Sonuçları 1996**, Sermaye Piyasası Kurulu Yayınları, Yayın No:126, İstanbul, 1998
- O'DONNELL, John L. ve Ali Sait Yüksel, **Para Bulma (Finansman)'nın Seçilmiş Konuları**, Ayyaldız Matbaası, Ankara, 1970
- OKKA, Osman, **Mühendislik Ekonomisi**, Nobel Yayın Dağıtım, 3.Baskı, Ankara, 2000

- OKKA, Osman, **Mühendislik Ekonomisine Giriş**, Nobel Yayın Dağıtım, 1.Baskı, Ankara, 2003
- ÖZDEMİR, Muharrem, **Finansal Yönetim**, Türkmen Kitabevi, II.Baskı, İstanbul, 1999
- ÖZMEN, Selahattin, **Örnekli ve Gerekçeli Şirketler Kılavuzu Kurma ve Yönetme**, Beta Basım Yayım, Birinci Baskı, 1993, İstanbul
- PINCHES, George E., **Essentials of Financial Management**, Harper Colins College Publishers, Beşinci Baskı, Edition, Amerika, 1996
- POROY, Reha, Ünal Tekinalp ve Ersin Çamoğlu, **Ortaklıklar ve Kooperatif Hukuku**, Beta Basım Yayım, 4.Baskı, İstanbul, 1998
- Sermaye Piyasası ve Borsa Temel Bilgiler Kılavuzu**, İstanbul Menkul Kıymetler Borsası Eğitim Yayınları:1, 12.Basım, İstanbul, 1997
- SERPER, Özer, **Uygulamalı İstatistik 2**, Filiz Kitabevi, Genişletilmiş İkinci Baskı, İstanbul, 1993, ss.185-208
- SUMER, Ayşe, **Türk Sermaye Piyasası Hukuku**, Alfa Yayınları, 3.Baskı, İstanbul, 2002
- ŞAKAR, S. Ünal, **Araçları, Kurumları ve İşleyişi ile Sermaye Piyasası**, Anadolu Üniversitesi Yayınları, Yayın No:1010, Eskişehir, 1997
- ŞENGÜL, Selami, **Sermaye Piyasası Mevzuatı Açıklama ve Yorumları**, İmaj Yayıncılık, 2002, Ankara
- TALU, Hülya, **Sermaye Maliyeti**, Der Yayınları, İstanbul, 1987
- TANÖR, Reha, **Halka Arz I**, Beta Basım Yayım, Birinci Baskı, Ankara, 2000
- TEKOK, Osman ve diğerleri, **Finansal Yönetim ve Politikaları**, 1978, Ankara

TEKOK, Osman, **Finansal Yönetim:Finansal Planlama-Yatırım Politikası**, II.Baskı, Ankara, 1978

TÜKENMEZ, Mine ve arkadaşları, “ **Finansal Yönetim**, Vizyon Yayınları, İzmir, 1999

TÜRKÖ, R. Metin, **Finansal Yönetim**, Alfa Yayınları, II. Baskı, İstanbul, 2002

USTA, Öcal, **İşletme Finansı ve Finansal Yönetim**, İzmir, 2002

ÜRETEEN, Aykan ve Metin K. Ercan, **Firma Değerinin Tespiti ve Yöntemi**, Gazi Kitabevi, 2000, Ankara

VAN HORNE, James C., **Financial Management and Policy**, Prentice Hill Inc, Eleventh Edition, New Jersey, 1998

Vural Günel, **Hukuki Açıdan Sermaye Piyasası Faaliyetleri**, İstanbul Menkul Kıymetler Borsası Yayınları, 1997, İstanbul

WESTON, J. Fred ve Thomas E. Copeland, **Managerial Finance**, The Dryden Press, Dokuzuncu Baskı, Texas, 1992

WILSON, Peter, **Finans Yönetimi**, Çeviren: Engin Müstecaplıoğlu, Epsilon Yayıncılık, İstanbul, 1996

DERGİ

ADAÖĞLU, Cahit, “Yasal Düzenlemelerin İstanbul Menkul Kıymetler Borsası (İMKB) Şirketlerinin Temettü Politikalarına Etkisi”, İMKB Dergisi, Cilt:3, Sayı:11, Ağustos-Eylül 1999

AGRAWAL, Anup ve Jayaraman Narayanan, “*The Dividends Policies of All-Equity Firms:A Direct Test of the Free Cash Flow Theory*”, Managerial and Decision Economics, Sayı:15, 1994

AIVAZIAN, Varouj, Laurence Booth ve Sean Cleary, “*Dividend Policy and The Organization of Capital Markets*”, Journal of Multinational Financial Management, Sayı:13, 2003

AKBULAK, Yavuz, “*Anonim Şirketlerin Halka Açılması ve Sonuçları*”, Banka–Mali Ekonomik Yorumlar Dergisi, Sayı: 469, Yıl 40, Nisan–2003

AKKAYA, Göktuğ C. ve M. Yılmaz İçerli, “*KOBİ’lerin Finansal Problemlerinin Çözümünde Risk Sermayesi Finansman Modeli*”, Dokuz Eylül Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi, Cilt:3, Sayı:3, 2001

ALLEN, Dave ve Veronica S. Rachim, “*Dividend Policy and Stock Price Volatility Australian Evidence*”, Applied Financial Economics, Sayı:6, 1996

ALTUĞ, Osman, “*Menkul Kıymetlerin Borsada İşlem Görme Şartları, Yatırımcıların Korunması ve Kamunun Aydınlatılması*”, İktisadi Araştırmalar Vakfı, Yayın No:1994/98, İstanbul, 1994

BAKER, H.Kent, Gary E. Powell ve E. Theodore Veit, “*Why Companies Use Open-Market Repurchases: A Managerial Perspective*”, The Quarterly Review of Economics and Finance, Sayı:43, 2003

BIERMAN, Harold, “*The Dividend Reinvestment Plan Puzzle*”, Applied Financial Economics, Sayı:7, 1997

“*Borsada Bedelsiz Hisse Yağmuru*”, Borsa Türk Dergisi, No:4, 28.12.2003, İstanbul

CİVAN, Mehmet ve Mustafa Uğurlu, “*Risk Sermayesi Finansman Modeli ve Gaziantep İlindeki KOBİ’lerin Halka Açılmasına Yönelik Model Önerisi*”, Uludağ Üniversitesi İ.İ.B.F. Dergisi, Cilt:XXI, Sayı:1, 2002

CLEMENTS, Alan W., “*The Cost of Capital–The Practitioners View*”, The European of Finance, Sayı:5, 1999

- DE ANGELO, Harry, Linda DeAnngelo ve Douglas J. Skinner, “*Are Dividends? Dividend Concentration and the Consolidation of Earnings*”, Journal of Financial Economics, Erişim: www.sciencedirect.com, 17.06.2003
- DEMİR, Yusuf, “*İşletmelerin Kar Dağıtım Politikaları ve Firma Değerliliğinin Vergi Uygulamaları İle İlişkisine Teorik Bir Yaklaşım*, S.D.Ü.İkt. ve İdr. Bil. Fakóltesi, Sayı:1, 2001, Isparta
- DHALIWAL, Dan, Oliver Zhen Li ve Robert Trezevant, “*Tax Penalty Incorporated Into The Return on a Firm’s Common Stock*”, Journal of Accounting and Economics, Sayı:35, 2003
- DİKMEN, Birgöl,”*Satılan, Birleşen, Halka Açılan veya Özelleştirilen Firmanın Değeri Nasıl Tespit Edilir?*”, Vergi Dünyası, Maliye Hesap Uzmanları Derneği Yayını, Yıl:22, sayı:267, İstanbul, Kasım 2003
- D’SOUZA, Juliet, “*Agency Cost, Market Risk, Investment Opportunities and Dividend Policy–An International Perspective*”, Managerial Finance, Sayı:25, Haziran 1999
- DURAND, David, “*Cost of Debt and Equity Funds for Business:Trends and of Measurement*” Conference on Research on Business Finance, New York:National of Economic Research, 1952
- ERDEM,Haluk,”*Halka Açık A.ř. Tanımı ve Vergisel Özellikleri*”, Vergi Dünyası, Maliye Hesap Uzmanları Derneği Yayını, Yıl:20, sayı:226, İstanbul, Haziran, 2000
- FORJAN, James, David Durr ve John Theis, “*An Investigation of the Relationship Between Dutch Auction Repurchase Tender Offers and Cash Dividends Payments*”, Managerial Finance, Sayı:26, Sayı:8, 2000

FRANKFURTER, George M. ve Bob G. Wood Jr., “*Dividend Policies Theories and Their Empirical Tests*”, International Review of Financial Analysis, North Holland, Sayı:11

GÖNENÇ, Halit, “*Şirketlerin Sermaye Artırımları Uzun Dönemde Yatırımcısı İçin Yararlı mı?*”, İktisat İşletme ve Finans Dergisi, Yıl:17, Sayı: 200, Ankara, Kasım 2002

GROTH, John C. ve Ronald C. Anderson, “*Capital Structure for Managers*”, Management Decision, MCB University Press, Sayı:35-7, 1997

GUGLER, Klaus ve B. Burçin Yurtoğlu, “*Corporate Governance and Dividend Pay-Out Policy in Germany*”, European Economic Review, Sayı:47, 2003

GUGLER, Klaus, “*Corporate Governance, Ddividend Payout Policy, and Interrelation Between Dividends, R&D, and Capital Investment*”, Journal of Bankong&Finance, 2003, Erişim: www.sciencedirect.com

GUL A., Ferdinand, “*Growth Opportunities ,Capital Structure and Dividend Policies in Japan*”, Journal of Corporate Finance, Sayı:5, 1999

GÜLOĞOLU, Bülent ve Selim Bekçioğlu, “*İMKB’ deki Gelişmelerin Şirketlerin Sermaye Yapısına Etkileri: İmalat Sanayinde Faaliyet Gösteren Firmalar Üzerine Bir Uygulama*”, İktisat Kongresi, 2001, Ankara, www.econturk.org/Türkiyeekonomisi, 17.07.2004

HUBERT, Ooghe, “*Financial Management Practices in China : A Case Study Approach to Companiesin the Shangai Region*”

KARYAĞDI, Nazmi, “*Kâr Dağıtım Tablosu*”, Vergi Dünyası, Sayı:244, Aralık 2001, İstanbul

KARYAĞDI, Nazmi, “*Limited Şirketlerde ve Anonim Şirketlerde Kâr Dağıtımı*”, Vergi Dünyası, Sayı:188, Nisan 1997, İstanbul

- KARTAL, Zihni, “*Halka Açılmanın Dayanılmaz Çekiciliği: Vergisel Avantajlar*”, Vergi Dünyası, Maliye Hesap Uzmanları Derneği Yayını, Yıl:20, sayı:231, İstanbul, Kasım, 2000
- KORAZCZYK, Robert A. ve Levy Amnon, “*Capital Sructure Choice:Macroeconomic Conditions and Financial Consrraints*”, Journal of Financial Economics, Sayı:68, 2003
- KÖSE, Ahmet, “*Finansal Varlıkları Değerleme Modeli ve Modelin Uygulama Alanları*”, İstanbul Üniversitesi İşletme Fakültesi Dergisi, Kasım, 2000
- METİN, Kazım, “*Kâr Dağıtım ve Kâr Dağıtım Tablosu*”, Vergi Dünyası, Sayı:75, 1996
- MILLER, H. Merton ve Franco Modigliani, “*Dividend Policy, Growth and the Valuation of Shares*”, The Journal of the University of Chicago, Vol:XXXIV, No:4, Ekim 1961
- MODIGLIAN, Franco ve Metron H. Miller, “*The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment*”, The American Review, Vol:XLVIII, No:3, 1958
- MODIGLIANI, Franco ve Metron H. Miller, “*Corporate Income Taxes and The Cost of Capital:A Correction*”, The American Economic Review, Sayı:53, Haziran 1963
- MURRAY, Frank Z. ve Vidhan K. Goyal, “*Testing the Pecking Order Theory of Capital Structure*”, Journal of Financial Economics, Sayı:67, 2003
- ÖZPERHİZ , Niyazi, “*İç Kaynakların Kullanılması Yoluyla Sermaye Artırımı*”, Vergi Dünyası, Maliye Hesap Uzmanları Derneği Yayını, Yıl:22, sayı:265, İstanbul, Eylül 2003
- REDDING, Lee S., “*Firm Size and Dividend Payouts*”, Journal of Financial Intermadiation, Sayı:6, 1997

SAĞLAM, Necdet, Şirketlerde Vergilendirme , “Kar Dağıtımı ve Enflasyon”,
<http://www.eso-es.net/kurumsal /yazi.asp>,09.07.2002

SANCAK, İ. Ethem, “Türkiye’ nin 500 Büyük Sanayi Kuruluşunun Halka Açılma Olanakları, Araştırma Raporu (Yeterlilik Etüdü)”, T.C Başbakanlık SPK Denetleme Dairesi, 1999

SFERRILL, Shaffer, “Investors Prefences and Dividend Payouts”, Applied Economics Letters, Sayı:8, 2001

SHARPE, William F. “Capital Asset Prices:A Theory of Market Equilibrium Under Conditions of Risk”, The Journal of Finance, Sayı:19, No:3, 1964

SHORT, Helen, Hao Zhang ve Kevin Keasey, “The Link Between Dividend Policy and Institutional Ownership”, Journal of Corporate Finance, Sayı:8, 2002

TAKSAR, Michael I. ve Xun Yu Zhou, “Optimal Risk and Dividend Control for a Company With a Debt Liability”, Insurance Mathematic and Economics, Sayı:22, 1998

TÜRKİŞ, İbrahim, “Sermaye Şirketlerinde Kar Dağıtımı ve Vergilendirilmesi, Vergi Sorunları Dergisi, Sayı:176, Mayıs 2003, Ankara

WALTER, James E., “Dividend Policy:Its Influence on the Value of the Enterprise”, Journal of Finance, Vol:XVIII, No:2, Mayıs 1963

TEZLER

Seher Süzen, “İşletmelerde Kâr dağıtım Politikalarının İncelenmesi”, Basılmamış Yüksek Lisans Tezi, Edirne, 1997

KANUNLAR

Gelir Vergisi Kanunu

Kurumlar Vergisi Kanunu

Sermaye Piyasası Kanunu

Türk Ticaret Kanunu

TEBLİĞLER

Hisse Senetleri ile Değiştirilebilir Tahvillere İlişkin Esaslar Tebliği Seri II, No:15,
Resmi Gazete, 14.07.1992

Kayıtlı Sermaye Sistemine İlişkin Esaslar Tebliği, Seri:IV, No:7, Değişiklik No:24
Tebliği, Madde 6

“Kurumsal Yönetim İlkeleri”, Sermaye Piyasası Kurulu,
www.spk.gov.tr/HaberDuyuru/kurumsalyonetim/Kurumsal_Yonetim_Ilkeleri.pdf, 17.07.2004

“Risk Sermayesi ve Türkiye’de Uygulamaları”, www.kobinet.org.tr/hizmetler/bilgibankasi/26.12.2003

Sermaye Piyasası Kurul’u Seri:VIII, No:22, Sermaye Piyasası Araçlarının Halka
Arzında Satış Yöntemlerine İlişkin Esaslar Tebliği

Sermaye Piyasası Kurulu Seri:1, No:26, Hisse Senetlerinin Kurul Kaydına Alınmasına
ve Satışına İlişkin Esaslar Tebliği; Ek/1

Sermaye Piyasası Kurulu, Seri:1, No:26 Hisse senetlerinin Kurul Kaydına Alınmasına
ve Satışına İlişkin Esaslar Tebliği

Sermaye Piyasası Kurulu, Seri:1, No:26,Hisse Senetlerinin Kurul Kaydına Alınmasına ve Satışına İlişkin Esaslar Tebliği'nin 7 Nolu Eki

Sermaye Piyasası Kurulu, Seri:IV, No:27, Sermaye Piyasası Kanuna Tabi Olan Halka Açık Anonim Ortaklıkların Temettü ve Temettü Dağıtım Avansında Dağıtımında Uyacakları Esaslar Hakkında Tebliği

Sermaye Piyasası Kurulu, Seri:IV, No:9 İhraççıların Muafiyet Şartlarına ve Kurul Kaydından Çıkarılmalarına İlişkin Esaslar Tebliği

Sermaye Piyasası Kurulu, Seri:VIII, No:20 ,Özel Durumların Kamuya Açıklanmasına İlişkin Esaslar Tebliği

Sermaye Piyasası Kurulu, Seri:VIII, No:20, Özel Durumların Kamuya Açıklanmasına İlişkin Esaslar Tebliği

Sermaye Piyasası Kurulu, Seri:X I, No:1, Sermaye Piyasasında Mali Tablo ve Raporlara İlişkin İlke ve Kurallar Hakkında Tebliği

Sermaye Piyasası Kurulu, Seri:X, No:12, Sermaye Piyasasında Bağımsız Dış Denetleme Hakkında Yönetmelik Hükümlerine Göre Sürekli ve Sınırlı Denetlemeye Tabi Ortaklık ve Kuruluşların Belirlenmesi Hakkında Tebliğ

Sermaye Piyasası Kurulu, Seri:IV, No:27 Sayılı “Sermaye Piyasası Kanun’una Tabi Olan Halka Açık Anonim Ortakların Temettü ve Temettü Avansı Dağıtımında Uyacakları Esas Hakkında Tebliğ”

Sermaye Piyasası Kurulu’nun Seri:1, No:22 Tebliğinde istenen belge ve ekler

Sermaye Piyasası Kurulu’nun Seri:1, No:26 Tebliğ, Ek Madde 3