

T.C.
DOKUZ EYLÜL ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ
İKTİSAT (PARA BANKA PROGRAMI) ANABİLİM DALI
YÜKSEK LİSANS TEZİ

145344

**ŞİRKET KÂRLILIKLARININ VE TEMETTÜ POLİTİKALARININ
HİSSE SENEDİ FİYATI ÜZERİNE ETKİSİ**



Fatma Rana ATAŞ

Danışman
Prof. Dr. Muzaffer DEMİRCİ

~ 145344 ~

Yemin Metni

Yüksek Lisans Tezi / Doktora Tezi / Tezsiz Yüksek Lisans Projesi olarak sunduğum "ŞİRKET KÂRLILIKLARININ VE TEMETTÜ POLİTİKALARININ HİSSE SENEDİ FİYATI ÜZERİNE ETKİSİ" adlı çalışmanın, tarafımdan, bilimsel ahlak ve geleneklere aykırı düşecek bir yardıma başvurmaksızın yazıldığını ve yararlandığım eserlerin bibliyografyada gösterilenlerden oluştuğunu, bunlara atıf yapılarak yararlanılmış olduğunu belirtir ve bunu onurumla doğrularım.

Tarih

07 / 10 / 2004

Adı SOYADI

Fatma Rana ATAŞ

İmza



TUTANAK

Dokuz Eylül Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü' nün 27.10.2014 tarih vesayılı toplantısında oluşturulan jüri, Lisanüstü Öğretim Yönetmeliği'ninmaddesine göreAnabilim Dalı Yüksek Lisans /Doktora öğrencisi' ninkonulu tezi/projesi incelenmiş ve aday 27.10.2014 tarihinde, saat 15.00 da jüri önünde tez savunmasına alınmıştır.

Adayın kişisel çalışmaya dayanan tezini/projesini savunmasından sonra dakikalık süre içinde gerek tez konusu, gerekse tezin dayanağı olan anabilim dallarından jüri üyelerine sorulan sorulara verdiği cevaplar değerlendirilerek tezin/projenin ..Bazantı..olduğuna oy.....^{Bizim}.....ile karar verildi.

BASKAN

Prof. Dr. Mustafa Özdemir

ÜYE

Prof. Dr. Koray Başal

ÜYE

Yrd. Doç. Dr. Ali Kabakcı

**YÜKSEKÖĞRETİM KURULU DOKÜMANTASYON MERKEZİ
TEZ/PROJE VERİ FORMU**

Tez/Proje No: Konu Kodu: Üniv. Kodu

- Not: Bu bölüm merkezimiz tarafından doldurulacaktır.

Tez/Proje Yazarının
Soyadı: ATAŞ Adı: FATMA RANA

Tezin/Projenin Türkçe Adı: ŞİRKET KÂRLILIKLARININ VE TEMETTÜ
POLİTİKALARININ HİSSE SENEDİ FİYATI ÜZERİNE
ETKİSİ

Tezin/Projenin Yabancı Dildeki Adı: THE ANALYZE OF THE PROFİTABILITY AND
THE DİVİDEND POLİCİES OF THE FİRMS ON
THE STOCK'S MARKET PRICE

Tezin/Projenin Yapıldığı
Üniversitesi: DOKUZ EYLÜL Enstitü: S.B.E. Yıl: 2004

Diğer Kuruluşlar:

Tezin/Projenin Türü:

Yüksek Lisans: Dili: TÜRKÇE

Doktora: Sayfa Sayısı:

Tıpta Uzmanlık: Referans Sayısı:

Sanatta Yeterlilik:

Tez/Proje Danışmanlarının

Ünvanı: PROF.DR. Adı: MUZAFFER Soyadı : DEMİRCİ

Ünvanı: Adı. Soyadı

Türkçe Anahtar Kelimeler:

- 1- Kâr
- 2- Temettü
- 3- Piyasa
- 4- Hisse Senedi
- 5- Fiyat

İngilizce Anahtar Kelimeler:

- 1- Profit
- 2- Dividend
- 3- Market
- 4- Stock
- 5- Price

Tarih: ~~07.07.2002~~

İmza: 

Tezinin Erişim Sayfasında Yayınlanmasını İstiyorum Evet Hayır

ÖZET

İşletmelerin ömürlerini sürdürebilmeleri, faaliyetleri sonucu elde ettikleri kâra sıkı sıkıya bağlıdır. Dönem sonu – varsa – bilançolarında gerçekleşen net kârlarını ortaklarına dağıtabildikleri gibi yatırıma gittikleri dönemler, sermaye ihtiyacı duydukları veya büyüme politikası izledikleri dönemler gibi işletmenin ve ülke ekonomisinin içinde bulunduğu duruma bağlı olarak şirket içinde tutup yedek akçelere aktarabildikleri gibi sermaye artırımını yoluyla özsermayelerine de ekleyebilmektedirler. Her işletme kendi mali durumuna ve piyasa koşullarına bağlı olarak farklı temettü dağıtım politikası izlemektedir.

Halka açık şirketlerin izlediği temettü politikaları da hisse senedine yatırım yapan tasarruf sahipleri için yatırım kararları açısından en önemli belirleyici unsurlardan biridir. Tasarruf sahipleri hisse senedini almadan önce şirketin sermayesine, kârlılığına baktığı gibi ortak olacağı şirketin elde ettiği kâra, bu kârı nasıl değerlendirdiğine ve bunu mevcut ortaklarına dağıtıp dağıtmadığına da dikkat etmektedir. Yatırımcı bu incelemeleri sonucu alım veya sahip olduklarını satım yönünde karar vermektedir. Bu da hisse senedi piyasasının volatilitelerini ve halka açık şirketlerin hisse senetlerinin piyasa fiyatını belirlemektedir.

Bu çalışmada, hisse senetleri tanım ve kavramları, hisse senedi fiyatına ve şirket değerine etki eden faktörler, bu faktörlerden biri olan “temettü” ve “temettü politikaları”, şirketlerin temettü politikalarının oluşumuna etki eden faktörler anlatılmış, bunların şirket değeri üzerindeki etkilerine ilişkin teorik yaklaşımlardan bahsedilmiştir. Bunların yanı sıra menkul kıymet piyasalarının etkinlikleri ve kazanç açıklamaları ile ilgili diğer araştırmalara yer verilmiştir.

Çalışmanın ana amacı olan şirket kârlılıklarının ve temettü politikalarının hisse senedi fiyatı üzerine etkinliği Türkiye'ye ilişkin olarak araştırılmış ve halka açık şirketler, tasarruf sahipleri ve ekonominin bunun üzerindeki etkileri ortaya konmuştur.

ABSTRACT

The survival of businesses is strongly correlated with the profits they generate from their operations. At the end of the period, if they have any positive net profits in their balance sheets, they can distribute it to their shareholders; or they can retain these profits in the periods they undertake investments, when they need financial injections, or in periods of high growth; or they can add it to the firm's equity by increasing capital. Every business, based on its financial position and the economic environment undertakes different dividend policies.

Dividend policies of public firms are one of the major determinants of investment decisions of investors who participate in the stock market. Before they buy a stock, the investor looks at the equity and the profitability of the firm as well as how the firm utilizes its profit and whether it distributes it to shareholders or not. The investor after this analysis, decides to buy or sell the stock he owns. This in turn determines the volatility of the stock market and the market price of the stocks of the public firms.

In this study, the concept and definition of stocks, the factors that affect the stock price and the value of the firm, the factors that shape the dividend policies of firms are analyzed and the theories regarding the effect of these factors on the value of the firm are discussed. In addition, the studies on the efficiency of securities markets in general are also discussed.

The primary aim of this study is to analyze the profitability and the dividend policy of the firm on the stock's market price in Turkey and to determine the effect of public firms, investors and the economy on this process.

ŞİRKET KÂRLILIKLARININ VE TEMETTÜ POLİTİKALARININ HİSSE SENEDİ FİYATI ÜZERİNE ETKİSİ

YEMİN METNİ	ii
TUTANAK	iii
Y.Ö.K. DÖKÜMANTASYON MERKEZİ TEZ VERİ FORMU	iv
ÖZET	v
ABSTRACT	vi
İÇİNDEKİLER	vii
KISALTMALAR	xii
GİRİŞ	xiii

BİRİNCİ BÖLÜM GENEL OLARAK HİSSE SENETLERİ

1.1.	Hisse Senedi Ve Ekonomik İşlevleri	1
1.2.	Hisse (Pay) Kavramı	1
1.3.	Hisse Senedi Sahibinin Hak Ve Yükümlülükleri	2
1.3.1.	Haklar	2
1.3.1.1.	Kâr Payı Hakkı	2
1.3.1.2.	Yeni Pay Alma Hakkı (Rüçhan Hakkı)	2
1.3.1.3.	Tasfiye Bakiyesine Katılma Hakkı	3
1.3.1.4.	Şirket Yönetimine Katılma Hakkı	3
1.3.1.5.	Oy Hakkı	3
1.3.1.6.	Bilgi Alma Hakkı	4
1.3.2.	Yükümlülükler	4
1.3.2.1.	Sır Saklama Borcu	4
1.3.2.2.	Sermaye Borcu	4
1.4.	Hisse Senedi Çıkarabilecek Kuruluşlar	5
1.5.	Hisse Senedi Fiyat Tanımları	5
1.5.1.	Nominal (İtibari) Fiyat	5
1.5.2.	İhraç Fiyatı	6
1.5.3.	Piyasa Fiyatı	6
1.5.4.	Borsa Fiyatı	6
1.6.	Hisse Senedi Değer Tanımları	6

1.6.1.	Defter Değeri	7
1.6.2.	Tasfiye (Likidasyon) Değeri	7
1.6.3.	İşleyen Teşebbüs Değeri	7
1.6.4.	Net Aktif Değeri	7
1.6.5.	Alternatif Gelir Değeri	8
1.6.6.	Gerçek Değer	8
1.7.	Şirket Değerine Ve Piyasa Fiyatına Etki Eden Faktörler	8
1.7.1.	Hisse Senedi Değerlemesi	8
1.7.2.	Şirket Değerini Etkileyen Faktörler	9
1.7.3.	Hisse Senedi Piyasa Fiyatına Etki Eden Faktörler	10
1.7.3.1.	Hisse Senedinin Volatilitesi	10
1.7.3.2.	Ekonomi	11
1.7.3.3.	Sektör	12
1.7.3.4.	Halka Açık Anonim Ortaklık	14

İKİNCİ BÖLÜM

TEMETTÜ POLİTİKALARI

2.1.	Temettü (tanım)	15
2.2.	Temettü Politikaları Ve Temettü Politikalarının Şirket Değeri Üzerindeki Etkisine İlişkin Teorik Yaklaşımlar	16
2.2.1.	Temettü Politikalarının Şirket Değeri Üzerinde Herhangi Bir Etkisinin Olmadığını Savunanların Görüşleri	16
2.2.1.1.	Mükemmel Piyasalarda Temettü Politikalarının Şirket Değeri Üzerindeki Etkisizliği	16
2.2.1.2.	Mükemmel Olmayan Piyasalarda Temettü Politikalarının Şirket Değeri Üzerindeki Etkisizliği	18
2.2.2.	Temettü Politikalarının Şirket Değeri Üzerinde Etkili Olduğunu Savunanların Görüşleri	19
2.2.2.1.	Yüksek Tutarda Yapılan Temettü Ödemelerinin Şirket Değeri Üzerinde Olumlu Etkisi Olduğunu Savunanların Görüşleri	20
2.2.2.2.	Yüksek Tutarda Yapılan Temettü Ödemelerinin Şirket Değeri Üzerinde Olumsuz Etkisinin Olduğunu Savunanların Görüşleri	22

2.3.	Şirketlerin temettü politikalarının oluşumunu etkileyen unsurlar	24
2.3.1.	Yasal Sınırlamalar	24
2.3.2.	Vergi Düzenlemeleri	24
2.3.3.	Yatırım Olanakları	25
2.3.4.	Şirketin Likidite Durumu	25
2.3.5.	Finansman Yollarının Kısıtlı ve Maliyetli Olması	26
2.3.6.	Kârların İstikrarı	26
2.3.7.	Şirketlerin Borçluluk Durumu	26
2.3.8.	Şirket Üzerindeki Kontrol Yetkisini Koruma İsteği	27
2.3.9.	Aktif Değerlerdeki Artış Hızı	27
2.3.10.	Kârlılık Oranı	27
2.3.11.	Sermaye Piyasası'na Başvurma Olanağı	28
2.4.	Şirketlerce oluşturulan temettü politikaları ve Temettü ödeme yöntemleri	28
2.4.1.	Şirketlerce Oluşturulan Temettü Politikaları	28
2.4.1.1.	Sabit Tutarla Yapılan Temettü Ödemeleri	28
2.4.1.2.	Sabit Oranlı Temettü Ödemeleri	29
2.4.1.3.	Düzenli Olarak Düşük Tutarlı Temettü Ödemesi ve Yapılan Ek Temettü Ödemesi	29
2.4.1.4.	Temettü Avansı Ödemeleri	30
2.4.2.	Temettü Ödeme Yöntemleri	29
2.4.2.1.	Nakit Olarak Yapılan Temettü Ödemeleri	30
2.4.2.2.	Hisse Senedi Şeklinde Yapılan Temettü Ödemeleri	30
2.4.2.3.	Hisse Senetlerinin Nominal Değerinin Azaltılması ve Sayısının Artırılması Yoluyla Temettü Dağıtımı	31
2.4.2.4.	Şirketlerin Kendi Hisse Senetlerini Almaları	31
2.5.	Temettü Dağıtım Yükümlülüğü ile İlgili Yasal Mevzuat	32
2.5.1.	Hisse Senetleri Borsada İşlem Görmeyen Ortaklıklarda Birinci Temettü Oranı ve Temettü Dağıtımı	32
2.5.2.	Hisse Senetleri Borsada İşlem Gören Ortaklıklarda Birinci Temettü Oranı ve Temettü Dağıtımı	33
2.5.3.	Temettü Dağıtımında Esaslar	34
2.5.4.	Temettü Dağıtım Zamanı	35

2.5.5. Yönetim Kurulu Üyeleri, Memur, Müstahdem ve İşçilere, Katılma, Kurucu ve Adi İntifa Senedi Sahiplerine, Çeşitli Amaçlarla Kurulmuş Olan Vakıflara ve Bu Gibi Kişi ve/veya Kurumlara Kâr Payı Dağıtımı	36
2.5.6. Temettü Dağıtımında İmtiyaz	37
2.5.7. İkinci Tertip Yedek Akçenin Hesaplanması	37
2.5.8. Birinci Temettü Tutarının Eksik Dağıtılmasında Sorumluluk	37
2.5.9. Temettü Avansı	38
2.5.9.1. Temettü Avansı Dağıtım Kararları	38
2.5.9.2. Tahsil Edilmeyen Kâr Payı ve Temettü Avansı Bedellerinin Zaman Aşımına Uğraması	39
2.5.10. Halka Açık Anonim Ortaklıkların Yükümlülüklerinden Muafiyet Şartları	39
2.6. Temettü Politikasının Önemi	39
2.7. Hisse Senedi Yatırımcılarının Temettü ile ilgili Sermaye Piyasası Kurulu'na Sıkça Gelen Sorular ve Kurulun Cevapları	42

ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

MENKUL KIYMET PİYASALARINDA ETKİNLİK

3.1. Etkin Piyasalar Hipotezi	44
3.2. Menkul Kıymet Piyasalarının Etkinliğine Sebep Olan Faktörler	46
3.2.1. Etkin Olmasının Sebepleri	46
3.2.2. Etkin Olmamasının Sebepleri	47
3.3. Piyasa Etkinlik Dereceleri	48
3.3.1. Zayıf Formda Piyasa Etkinliği	48
3.3.2. Yarı Kuvvetli Formda Piyasa Etkinliği	49
3.3.3. Kuvvetli Formda Piyasa Etkinliği	50
3.4. Kazanç Açıklamalarıyla İlgili Diğer Araştırmalar	51

DÖRDÜNCÜ BÖLÜM
ŞİRKETLERİN TEMETTÜ AÇIKLAMALARININ HİSSE SENEDİ FİYATLARINA
YANSIMASI ÜZERİNE ARAŞTIRMA

4.1.	Araştırma Yöntemi Ve Kullanılan Veriler	54
4.2.	2001-2001-2003 Yıllarında Tüm Şirketlere ait Temettü Dağıtım Verileri	56
4.3.	Son Üç Yılda Düzenli Temettü Dağıtan Şirketlere Ait 1999-2000 Yıllarındaki Temettü Dağıtım Verileri	61
4.4.	Son Beş Yıldır Düzenli Temettü Dağıtan Şirketlere Ait Veriler	62
4.5.	Analize Konu Örneklemdaki Şirketlerin İMKB Kapanış Fiyatları ve Getiri Ortalamalarına Ait Analizler	63
	SONUÇ	66
	KAYNAKLAR	70



KISALTMALAR

Ar-Ge	Araştırma Geliştirme
EPH	Etkin Piyasalar Hipotezi
GSMH	Gayri Safi Milli Hasıla
HAAO	Halka Açık Anonim Ortaklık
İMKB	İstanbul Menkul Kıymetler Borsası
K.İ.T.	Kamu İktisadi Teşebbüsü
md.	Madde
OYHS	Oydan Yoksun Hisse Senedi
SEC	Securities and Exchange Commission
SPK	Sermaye Piyasası Kurulu
SPKn	Sermaye Piyasası Kanunu
T.C.M.B.	Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası
TSPAKB	Türkiye Sermaye Piyasaları Aracı Kuruluşlar Birliği
TTK	Türk Ticaret Kanunu

GİRİŞ

Ülkemiz çok derin bir tarihe, çok önemli ekonomik kaynaklara sahip olmasına rağmen serbest ekonomiye geçiş sürecine bağlı olarak Para ve Sermaye Piyasası yapısı halâ tam olarak netleşmemiş ve batılı ülkelerle mukayese edildiğinde çok genç bir yapıya sahip bulunmaktadır. İstanbul Menkul Kıymetler Borsası da bu yapılanmanın sonucu 1986 yılında kurulmuş ve Osmanlı'dan beri süre gelen hisse senedi piyasası belli bir çerçeveye oturmuş olup günden güne de gelişme göstermektedir. Ancak genç bir borsa olmasının sebebi ile halâ önemine varılmadığından halka açık firma sayısı ile mevcut kote firmaların halka açıklık oranları oldukça yetersiz kalmakta, bu da borsamızın gelişimini olumsuz etkilemektedir. Çok sığ ve hacimsiz olan borsamızda belli başlı yüksek tasarruf sahiplerinin yaptıkları işlemler sonucu temel işlevlerinden biri olan sermayenin tabana yayılmasını engellenmekte, küçük tasarruf sahipleri için hisse senedini "yatırım" olmaktan çıkarıp riskli bir alım-satıma dayalı "oyun" olarak görülmesini sağlamaktadır. Oysa batıda ve tüm gelişmiş ülkelerde hisse senedi oyun aracı olarak değil, sır kapsamı dışında kalan tüm finansal, ticari, vd. bilgilerine ulaşılabilen anonim şirketlerin içinden kendilerine iyi bir getiri sağlayacağına inanılan şirkete "ortak" olmalarını belgeleyen, bir araç olarak bakılmaktadır. Borsa da bu araçları istedikleri zaman almalarını kolaylaştıran ve ihtiyaç duyduklarında da nakde döndürebildikleri kesin kuralları olan ve kanunlara bağlı bir "aracı" niteliğindedir.

Hisse senedine yatırım yapma amaçlarından biri ve bence de en önemlisi olan temettü yani kâr payı dağıtımını; halka açık anonim şirketler, hisse senedi yatırımcısı ve borsa açısından teorik ve uygulamaya dönük olarak birlikte incelediğim tezimin ilk bölümünde "Hisse Senedi" tanım ve kavramları açıklanmaya çalışılmış ve hisse senedi fiyatına, şirket değerine etki eden faktörlere değinilmiştir.

İkinci bölümde bu faktörlerden biri olan "temettü" ve "temettü politikaları" tanımlanıp bunların şirket değeri üzerindeki etkilerine ilişkin teorik yaklaşımlardan bahsedilmiştir. Bu bölümde ayrıca şirketlerin temettü politikalarının oluşumuna etki eden faktörler, uygulanan temettü politikaları, ödeme yöntemleri, yasal mevzuat ve son olarak da önemi anlatılmıştır.

Üçüncü bölümde menkul kıymet piyasalarının etkinlikleri ve kazanç açıklamaları ile ilgili diğer araştırmalara yer verilmiştir.

Son bölüm olan uygulama bölümünde ise 295 halka açık anonim şirketin 1999-2003 yılları arasında yapmış oldukları temettü ödemeleri ve tarihleri tespit edilmiş, düzenli olarak ödeme yapan şirketler ile yapmayan şirketler arasından seçilen toplam 49 şirketin 1999 – 2003 yılları arasında yatırımcıların mevcut bilgileri ne yönde değerlendirdikleri veya ne derece dikkate aldıklarının yorumlanması ve bu açıklamaların doğrultusunda borsada işlem görmekte olan hisse senetlerinin fiyatlarına ne yönde yansıdığına saptanması amacı ile İstanbul Menkul Kıymetler Borsası'nda oluşmuş olan piyasa fiyatları arasındaki yüzdesel getirileri hesaplanmış ve üç grup altında karşılaştırılmıştır.



BİRİNCİ BÖLÜM

GENEL OLARAK HİSSE SENETLERİ

1.1. Hisse Senedi Ve Ekonomik İşlevleri

Anonim ortaklıkların ihraç ettikleri ve anonim ortaklık sermaye payını temsil eden kıymetli evrak niteliğindeki senetlere "Hisse Senetleri" denir. Literatürde esham, aksiyon veya pay senedi olarak da adlandırılmaktadır.

Hisse senetlerinin mevcut ekonomik işlevlerini şöyle özetleyebiliriz;

- i. Geniş halk kitlelerinin küçük tasarruflarını büyük işletmeler içinde bir araya getirerek sermaye birikimini sağlayarak kalkınmayı hızlandırır.
- j. Üretim araçlarının ve iktisadi işletmelerin mülkiyetini geniş halk tabanına yayarak daha dengeli bir gelir dağılımı ve iktisadi refahı sağlarlar.
- k. Halkı, ekonomik kararlarda az çok söz sahibi yaparak demokrasinin iktisadi yanını tamamlar.
- l. Enflasyona karşı dayanıklı, faiz yoluyla olmayan, enflasyonla birlikte değerlendirilen bir yatırım yoluyla halkın tasarruflarına ek gelir sağlayarak hem yatırım, hem de gelirin değerini enflasyona karşı korur.
- m. Yatırım veya işletme sermayesi olarak büyük meblağlı fonlara ihtiyaç duyan bir şirket, bu fonları hisse senedi ihracı yoluyla diğer yöntemlere göre daha maliyetsiz ve aracıyı ortadan kaldırarak bünyesine katabilir.

1.2. Hisse (Pay) Kavramı

Esas sermayenin belli sayıda, eşit itibari değerlere bölünmüş parçalarını ifade ederek ilgili şirkette payı olan kimseye pay sahipliği sıfatını kazandırır.

Pay, kıymetli evrak olan hisse senetlerini ifade etmek üzere kullanılmakla birlikte asıl olan payın kendisidir. TTK'nda payın senede bağlanması zorunluluğu getirilmemiştir. Payın senede bağlanmasını ifade eden hisse senedi düzenlenmeden önce de pay vardır ve senede bağlanması zorunlu değildir. Tüm haklar ve borçlar

paya bağlı olup payın senede bağlanması, paya bağlı hakların ve boręların, varsa imtiyazların gerek özünde gerekse kullanımında bir değişiklik yaratmaz.

Pay senede bağlanmadan da kazanılabilir, devredilebilir ve rehnedilebilir. Payın senede bağlanması, aslında devir kabiliyeti bulunan payın, devir şeklini değiştirir ve bağlandığı senedin çeşidine göre devir hızını artırır.

Sermaye Piyasası Kanunu'nda, halka açık anonim ortaklıklarda sermaye piyasası araçlarının satış esnasında alıcıya teslim şartı getirilmiştir. Buna bağlı olarak esas sermaye sistemini kabul etmiş anonim ortaklıklar, hamiline yazılı hisse senetlerini sermaye artırımının tescilini takip eden en geç 30 gün içinde, nama yazılı hisse senetlerini ise 90 gün içinde teslim etmek zorundadırlar.

1.3. Hisse Senedi Sahibinin Hak Ve Yükümlülükleri

1.3.1. Haklar

1.3.1.1. Kâr Payı Hakkı

Pay sahibinin en önemli mali haklarından biridir. Kâr payı, pay sahibinin, kazanılmış haklarından olmakla birlikte sınırlandırılabilir. TTK'ya göre kanuni ve ihtiyari yedek akçelerle, kanun ve esas sözleşme gereğince ayrılması gereken diğer paralar safi kârdan ayrılmadıkça kâr payı dağıtılamaz (TTK, md.469)

1.3.1.2. Yeni Pay Alma Hakkı (Rüçhan Hakkı)

Ortağın mevcut sermayedeki payı oranında pay alma hakkını ifade etmektedir. Bu hak, şirketin SPKn'nun belirlediği bir süre içinde, eski hisse senetlerinin şirkete ibrazı yoluyla kullanılır. Rüçhan hakkı ortak yönünden kâr ve tasfiye payına katılma ya da oy hakkı gibi kazanılmış bir hak değildir. Rüçhan hakkı iki şekilde ortadan kaldırılabilir. Esas sermaye sisteminde genel kurul, kayıtlı sermaye sisteminde esas sözleşmeyle yetkili kılınmış ise yönetim kurulu rüçhan hakkını kısıtlayabilir veya kaldırabilir.

1.3.1.3. Tasfiye Bakiyesine Katılma Hakkı

Bu hak, tasfiye sonucunda bir artığın kalması halinde geçerlidir. Her hisse senedi sahibi, bu artığa payı oranında iştirak eder (TTK, md.455). Tasfiye artığı olumsuz ise, ödenmeyen pay ile sınırlı bir borç yaratır. Pay bedeli tamamen ödenmiş ise, borç söz konusu değildir. Hisse senedi değerinde meydana gelen artış ve kullanılmaya rüçhan hakkı kuponlarının satışından sağlanan gelir de hisse senetlerinin sağladığı diğer mali haklar arasında sayılabilir.

1.3.1.4. Şirket Yönetimine Katılma Hakkı

Bu hak şirket yönetim kurulunu seçmek ve hatta bu kurula seçilmektir. Şirket genel kurulu, şirketin ana organı olarak hemen her konuya müdahale edebilir. Ancak yönetim hakkı, genel kurulun çoğu kez adi çoğunluğu ile sağlandığından şirket sermayesinin %51'ini elinde bulunduran ya da bulunduranlar yönetime sahip olabileceklerdir. Fakat, sermayenin geniş bir tabana yayılması halinde, yönetim hakkı çoğu örneklerle ilginç bir görünüm almakta ve bazı şirketlerde %10'luk oy hakkı ile yönetimin ele geçirilebildiği görülmektedir. Gerek ana sözleşmeye konulacak özel hükümlerle, gerek bazı hallerde yasal müdahalelerle azınlık paylarının yönetimde seslerini duyurabilmeleri sağlanabilmektedir. (TTK. md.341,348,349,366,367) Öte yandan TTK'ya göre esas sermayenin en az onda birini temsil eden pay sahiplerine tanınan haklar SPKn'nun 11.md'si hükümlerine göre halka açık anonim ortaklıklarda, ödenmiş sermayenin en az yirmide birini temsil eden pay sahipleri tarafından kullanılabilir.

1.3.1.5. Oy Hakkı

TTK'ya göre pay sahibinin kazanılmış hakkıdır. Her hisse senedi sahibine en az bir oy hakkı verir. Bu esasa aykırı olmamak şartıyla hisse senetlerinin sahiplerine vereceği oy hakkının sayısı esas sözleşme ile tayin olunabilir. (TTK, md.373). Oyda imtiyaz sağlanması suretiyle bir payın oy hakkı artırılabilir ancak her pay sahibine ait hakların sınırlandırılması mümkün değildir. Bununla birlikte SPKn'u ile getirilen düzenlemeyle anonim ortaklıklar esas sözleşmelerinde hüküm bulundurmamak kaydıyla, kâr payı imtiyazı sağlayarak, oydan yoksun paylar ihraç edebilir ve bunları temsil eden hisse senetlerini halka arz edebilir (SPK, md.14/A).

1.3.1.6. Bilgi Alma Hakkı

TTK'ya göre pay sahiplerinin bilgi alma hakkı, esas mukavele ile veya şirket organlarından birinin kararıyla engellenemez veya sınırlandırılmaz. Ayrıca pay sahipleri şüpheli gördükleri konularda murakıpların dikkatini çekmeye ve gerekli açıklamaları istemeye yetkili olup genel kurul toplantısından itibaren bir yıl süreyle de kâr ve zarar hesabı, bilanço ve yıllık raporu inceleyebilirler (TTK, md.362,363). Bununla birlikte bu haklar gerçek anlamda bilgi alma hakkını kapsamamaktadır. Zira incelenmesine müsaade edilen defter ve belgelerden öğrenilecek sırlar hariç olmak üzere, hiçbir ortak şirketin iş sırlarını öğrenmeye yetkili değildir (TTK. md.363).

1.3.2. Yükümlülükler

1.3.2.1. Sır Saklama Borcu

Her pay sahibi sonradan ortaklıktan ayrılmış olsa da şirket sırlarını saklamak zorundadır (TTK.md.363)

1.3.2.2. Sermaye Borcu

Hisse senetleri, bir ortaklık sahibi olarak sahibine bazı haklar sağlamakla beraber, bazı mali sorumlulukları beraberinde getirir. Gerek yeni kuruluşta, gerekse sermaye artırımında, iştirak taahhüdünde bulunan bir ortak taahhüdünü yerine getirmekle yükümlüdür. Taahhüt ettiği hisselerin apellerini şirket yönetim kurulunu tespit ettiği tarihlerde yatırmak zorundadır. Apel borçlarını zamanında ödemeyenlerden temerrüt faizi talep edilebilir. Bu ortaklar ortaklıktan çıkarılabilirler, yatırdıkları miktar üzerindeki haklarını kaybedebilirler, cezai şartlara muhatap olabilirler, hatta tazminat ödemek durumunda kalabilirler.

Sermayesi tamamen ödenmiş bir şirket iflas eder veya tasfiyeye tabi tutulursa, şirketin borçlarını ödeyebilmesi için hisse sahiplerinde taahhütlerinin henüz ödemedikleri kısmı talep edilebilir. Böylece, hisseleri devralan aynı taahhütleri de devralmış olur.

Ancak, hisse senedi sahibinin mali sorumluluğu sadece hisse senedi sahibi olmaktan ziyade kuruluğu veya sermaye artırımına iştirak ederken imzaladığı taahhütnameden ileri gelmektedir. Hiçbir taahhütname imzalanmadan portföy yatırımı yapan bir kimsenin sahibi bulunduğu tamamı ödenmiş hisse senetlerinden dolayı herhangi bir mali sorumluluğu söz konusu değildir. Bedeli tamamen ödenmemiş nama yazılı hisse senetlerini elinde tutan kimse, pay defterine kaydedilmekle şirkete karşı geri kalan bedeli ödemekle yükümlü olur. Diğer yandan, söz konusu, mali sorumluluk da, kuruluş veya sermaye artırımını dolayısıyla iktisap edilen senetlerin nominal değerü ile sınırlıdır. Temerrüt faizleri ve taahhütnameye derc olunan cezai şart ve tazminatlar bunun dışındadır.

1.4. Hisse Senedi Çıkarabilecek Kuruluşlar

Hisse senetleri sadece sermaye şirketi niteliğinde olan anonim şirketler ve anonim şirket statüsünde kurulan diğer şirketler tarafından çıkarılabilir. Ayrıca özel kanunlarla kurulan bazı kuruluşlar da hisse senedi çıkarabilirler.

Hisse senedi ihraç edebilecek şirket ve kuruluşlar;

- (1) Anonim Şirketler
- (2) Sermayesi paylara bölünmüş komandit şirketler (hisse senetleri halka arz yoluyla satılamaz).
- (3) Özel kanunla kurulan kurumlar (T.C.M.B., bankalar, anonim şirket şeklinde kurulmuş iktisadi devlet teşekkülleri, KİT'ler, bağlı ortaklıklar, sigorta şirketleri, vs.)

1.5. Hisse Senedi Fiyat Tanımları

1.5.1. Nominal (İtibari) Fiyat

Hisse senedinin yazılı olan fiyatıdır. Toplam sermayenin fiyatını belirleyebilmek ve bununla ilgili muhasebe kayıtları yapabilmek için hisse senedinin ilk çıkarılışı sırasında ortaklık yönetimi tarafından verilen değerdir. TTK'ya göre ölkemizde hisse senedinin nominal fiyatı en düşük 500TL olabilir ve bu değer

100TL'lik farklarla artırılabilir. Uygulamada en sık görülen hisse senedi nominal fiyatı 1000TL'lidir.

1.5.2. İhraç Fiyatı

Hisse senetlerinin, şirket tarafından çıkarılışı aşamasında satışa sunulduğu fiyattır. Türkiye'de genel olarak, şirketler çıkardıkları yeni hisseleri nominal fiyatla satmakla beraber, borsa değeri yüksek olan hisse senedini çıkaran şirket, nominal değer üzerinde bir emisyon fiyatı da belirleyebilir. Özellikle yeni bir sermaye artırımında rüçhan hakkının kullanılmasından sonra arta kalan bölümün halka arz edilmesinde, emisyon fiyatı normal fiyatın üzerinde saptanmaktadır. Bazı şirketler ise, ihraç fazlası bölümü doğrudan borsaya limitli fiyatla (satıcının satım ordinosunda en düşük fiyatı belirlemesi) sunmak suretiyle, fiyatı borsada oluşturmayı tercih etmektedir.

1.5.3. Piyasa Fiyatı

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

1.5.4. Borsa Fiyatı

Borsada işlem görmeye başlayan hisse senetlerinin, borsadaki arz ve talep koşullarına göre oluşan fiyatıdır. Borsanın işleyişine göre fiyatlar günlük olarak belirlenir ve açılış, kapanış, en düşük, en yüksek ve ortalama günlük fiyat gibi türlere ayrılır.

1.6. Hisse Senedi Değer Tanımları

Hisse senetlerinin değer tanımlamaları, hisse senedinin verimliliğinin saptanmasında kullanılan ölçümlerde ve analizlerde ele alınan tanımlamalardır.

1.6.1. Defter Değeri

Bir işletmenin öz sermaye toplamının hisse senedi sayısına bölünmesiyle belirlenir. Burada z sermaye ile; denmiş sermaye, ihtiyatlar toplamı, dağıtılmamış kârlar, yeniden değerleme değer artış fonları ve bu türdeki diğer fonlarla karşılıklar kastedilmektedir. İşletmenin z sermayesi denmiş sermayesinden yüksekse, defter değeri nominal değerden yüksek, aksi durumda yani sermayenin eksiği durumunda ise nominal değerden düşük olacaktır.

1.6.2. Tasfiye (Likidasyon) Değeri

şirket varlığının belli bir süre içinde zorunlu satışı ile sağlanabilecek değerden tüm borçlar ödendikten sonra kalan miktarın, hisse senedi sayısına bölünmesi sonucu bulunan değerdir. Tasfiye değeri piyasa değerinin araştırılmasında önemlidir. Çünkü şirketin hisse senetlerinin piyasa değeri için, tasfiye değeri alt sınırı oluşturacaktır. Bu durumsa hisse senetlerinin piyasa değeri, tasfiye değerinin altına düştüğünde ise, o işletmeyi likide etmek en akıllıca yol olacaktır.

1.6.3. İşleyen Teşebbüs Değeri

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

1.6.4. Net Aktif Değeri

Hisse senedinin belirli bir faaliyet dönemi sonunda (genellikle bir yıl) düzenlenen bilançosundaki net aktif tutarı ile tanımlanmasıdır.

1.6.5. Alternatif Gelir Değeri

Ortaklar tarafından oluşturulan sermayenin, şirket içinde şirket sermayesi şeklinde kullanılmayıp, başka bir yatırım alanında değerlendirilmiş olması halinde, hisse senetlerine yatırılan sermaye miktarı ile elde edilebilecek alternatif gelirden bir hisseye düşen gelir tutarını açıklar. Türkiye’de alternatif gelir değeri belirlemesi, genellikle banka faizi, devlet tahvili gelirleri ile karşılaştırılarak yapılmaktadır. Menkul kıymetler piyasasındaki araçlar çoğaldıkça alternatif gelir hesaplamaları da çeşitlenmektedir.

1.6.6. Gerçek Değer

Bir hisse senedinin gerçek değeri, o hisse senedinin ait olduğu işletmenin varlıkları, kârlılık durumu, dağıtılan kâr payları, sermaye yapısı gibi değişkenlerin belirlediği değer olarak tanımlanır. Gerçek değer, bir anlamda yatırımcıların, işletmenin gelecekte gelir yaratma potansiyelini ve kendilerinin bu hisse senedinde bekledikleri kazanç oranını göz önüne alarak, işletmenin hisse senedine biçtikleri, mevcut koşullar altında söz konusu hisse senedi için normal buldukları değerdir. (TSPAKB, 2003)

1.7. Şirket Değerine Ve Piyasa Fiyatına Etki Eden Faktörler

1.7.1. Hisse Senedi Değerlemesi

Bir şirketin “Çok Ortaklı Şirket” sayılabilmesi, menkul kıymetlerinin halka arz edilmiş olması veya mevcut ortak sayısının 250’yi aşması ile mümkün olmaktadır.

Menkul kıymetlerin halka arzı iki yönden incelenmektedir. (SPK,seri 1 no :1)

a. Ortaklık Yönünden

- Gereklilik ve Yeterlilik : Ortaklığın faaliyetini sağlıklı yürütmek ve geliştirmek için fon gereksiniminin sağlam verilere ve geçerli tahminlere dayanarak ortaklık tarafından ispatlanması zorunluluğunu ifade eder.

- Kaynaklar Arası Denge : Ekonomik koşullara, iş kolunun özelliklerine, ortaklığın varlık yapısına, işletmecilik standartlarına göre öz kaynak-yabancı kaynak, uzun vadeli-kısa vadeli kaynak arası rasyonel ilişkiyi gösterir.

b. Halk Yönünden

- Verimlilik : Ekonomik koşullara, ortaklığın öz varlığına ve kârlılığına göre yeterli getiriye sağlamasını ifade eder. (Menkul kıymetin getirisi, temettü veya faizden sağlanan gelir ile değerinde oluşacak artıştan meydana gelir).
- Güven : Temettü veya faizin istikrarlı olması, zamanında ödenmesi, menkul kıymetlerin değer kaybından korunması, vadesinde veya gerektiğinde paraya çevrilebilmesidir.

(Süzek, 1990)

1.7.2. Şirket Değerini Etkileyen Faktörler

Şirket değerini etkileyen bir çok faktör sayılabilir. Bu faktörlerin Şirket değeri üzerindeki etkisi zaman ve mekana göre değişmekle birlikte, bu faktörler aşağıdaki gibi sıralanabilir.

- i. Şirketin faaliyette bulunduğu sektör ve ekonominin genel durumu,
- ii. Şirketin faaliyet gösterdiği sektöre giriş koşulları,
- iii. Sektörün büyüklüğü ve büyüme hızı,
- iv. Mal ve hizmet fiyatlarının tespiti ve gelecekteki seyri,
- v. Şirketin faaliyette kullandığı makine ve gereçlerin niteliği,
- vi. Araştırma geliştirme faaliyetleri,
- vii. Şirketin kuruluş yeri, geçmişi, büyüklüğü, teknolojisi, şerefiyesi,
- viii. Şirketin sermaye yapısı, likidite durumu, dikey bütünleşme derecesi,
- ix. Şirketin geçmişteki kazançları ve potansiyel kazanç gücü,
- x. Şirketin geçmişteki temettü politikası ve temettü dağıtabilme kapasitesi,
- xi. Şirketin gelecekteki ihtiyacı olan yatırım tutarı,
- xii. Maliyet yapısı (sabit ve değerşken giderlerin oranı),

- xiii. Şirketin mal ve hizmetlerinin pazarlanabilirliği,
- xiv. Şirketin gerçekleştireceği yatırım projeleri ve yatırımların ekonomik ömürleri,
- xv. Tekel haklarının gelecekteki durumu.

(İvgen, 2001)

1.7.3. Hisse Senedi Piyasa Fiyatına Etki Eden Faktörler

Yatırımcıları birikimlerini değerlendirmede yatırım araçlarından hisse senedini seçmelerindeki sebepleri; ortaklığın yönetiminde söz sahibi olmanın dışında kârdan pay alma, rüçhan hakkından yararlanma, gelecekte elden çıkarma halinde satışından elde etmeyi düşündükleri kazanç olarak basitçe sıralayabiliriz. Bir yatırımcının hisse senedi için ödemeye hazır olduğu bedel, gelecekte elde etmeyi beklediği çıkarların uygun bir iskonto oranı ile indirgenmiş bugünkü değeridir. Bu bedeli yani fiyatı hangi faktörler, ne yönde etkilemekte bu bölümde bu faktörlere değineceğiz.

Yukarıda saydığımız şirket değerine etki eden faktörleri de genelleyecek şekilde hisse senedinin fiyatına etki eden faktörleri belli başlıklar altında incelemekte fayda var.

1.7.3.1. Hisse Senedinin Volatilitesi

Volatilite ; herhangi bir değişkenin belirli bir ortalama değere göre çok yüksek artış veya azalışlar gerçekleştirmesidir.

Volatilitenin olumlu yanı, yüksek volatilitate yaşanan dönemler hisse senetlerinin yüksek kazanç sağladığı dönemler olabileceği için bu dönemde hisse senedi talebi ve likiditesi artar. Olumsuz yanı ise, risk almak istemeyen yatırımcıların talebini azaltıcı bir rol oynamasıdır.

Sonsuz vadeli varlıklar olan hisse senetlerinin volatilitelerinin belirlenmesi makro veriler, temel veriler, temettü ve kârlılık oranına bağlıdır.

1.7.3.2. Ekonomi

Genellikle ortaklık, sektör ve ekonomi arasında çok sıkı bir ilişki vardır. Çünkü işletme, ekonominin bütününde mikro konumda bulunmaktadır. Hisse senedine yapılan yatırımın kârlı olma olasılığı güçlü ve büyüyen bir ekonomide daha yüksektir. Ancak gözden kaçırmamak gereken bir nokta var ki; içsel etkiler açısından olumsuz durumda olan bir işletme, genel ekonominin olumluluğu içinde buna uyum sağlayarak o havaya girebilir.

Piyasanın genel ekonomik trendi bütün yatırım kararlarını etkiler. Ekonomik canlılık veya durgunluk, para ve kredi darlığı veya bolluğu, enflasyon gibi etmenler işletmenin stok ve alacak yönetimi, finansman ve yatırım politikalarını dolayısıyla kârlılığını etkileyerek hisse senetlerinin değerlerinde düşme ya da yükselmeye sebep olur. (Yeniçeri, 1987) Bu nedenle, genel ekonomideki gelişmenin yönünün tahmin edilmesi yatırımcı açısından büyük önem taşımaktadır.

Dünya ve ülke ekonomisindeki gelişmeler dikkatlice izlenmeli ve değerlendirilmeli. Global ekonomideki gelişmelerin ülke ekonomisine olası etkilerine ilişkin tahminler yapılmalıdır.

Genel ekonomik durumla ilgili göstergeleri şu şekilde sıralayabiliriz;

- GSMH
- Büyüme Oranı
- Para Arzı
- Faiz Oranları
- Enflasyon
- İşsizlik
- Üretim ve Kapasite Kullanım Oranları
- Dış Ticaret ve Ödemeler Dengesi
- Sabit Yatırım Harcamaları
- Kamu Kesim Harcamaları
- İnşaat Sanayiindeki Hareketlilik
- Para ve Maliye Politikaları

GSMH artışları istikrarlı ve belirli bir rakamın üzerinde ise ekonomi gelişme göstermektedir, ortaklıkların satış ve kârlılıkları artacak ve böyle bir durumda hisse senetlerine yapılan yatırım kârlı olacaktır.

Para arzının yüksekliği enflasyon doğuracağından bu dönemlerde faizler yükselecek, bunun sonucunda oluşan belirsizlikten dolayı işletmeler yatırımdan kaçınacaklardır, bu da işletmelerin kârlılığını olumsuz yönde etkileyecektir. Diğer taraftan faiz oranı hisse senedine bir alternatif teşkil ettiğinden dolayı bu dönemde hisse senedine yatırım yapmanın cazibesi kaybolacaktır.

Bir ülkede üretimin ve istihdamın artması ekonomik canlılığın göstergesidir. Ayrıca istihdam artışı talebi de arttıracak ve yeni yatırımlar doğuracaktır.

Bir ülkede sürekli olarak bütçe ve ödemeler dengesi açık veriyorsa ekonominin geleceği hakkında olumlu fikirler üretmek güçleşecektir.

Ülkemizde özellikle inşaat sektöründeki gelişmeler ekonomik durum hakkında önemli ipuçları verebilmektedir. Sektör, çimento, tuğla, cam, orman vb. endüstrilerine olan talebi etkiler ve sektörün gelişimi ekonomik canlanmanın bir göstergesidir.

1.7.3.3. Sektör

Sektörün performansı söz konusu sektörde faaliyet gösteren işletmelerin performansı için önemli bir göstergedir. Bir ortaklığın büyümesi faaliyette bulunduğu sektördeki büyümeye paraleldir. Daha açık bir ifadeyle, işletmelerin kârları, dağıtacakları kâr payları ve hisse senedi fiyatları aynı zamanda sektör genelindeki bazı faktörlerin etkisiyle de değişme gösterir. (Bolak, 1994)

- Konjonktürel Dalgalanmalar Göre Sektörler

- a. Büyüyen Sektörler: Konjonktürel dalgalanmalardan bağımsız olarak sürekli gelişme içinde bulunanlardır.

- b. Kendi Kendini Koruyan Sektörler : Ekonomideki dalgalanmalardan en az etkilenen sektörler, ekonominin hem büyüme hem de küçülme dönemlerinde yaklaşık aynı düzeyde kâr sağlarlar.
- c. Dönemsel Sektörler : Ekonominin büyüme dönemlerinde kâr, durgunluk dönemlerinde ise az kâr ya da zarar eden sektörlerdir. Bunlara ait hisse senetleri teorik olarak, durgunluk döneminde alınıp canlılık dönemlerinde satılmalı diyebiliriz.

-Sektörlerin yukarıda saydığımız sınıflandırmaya ek olarak bir de aşamaları mevcuttur. Buna Hayat Seyri Eğrisi diyebiliriz.

- a. Öncülük Aşaması: Bu aşamada yeni kurulan ortaklıklar, kârdan paylarını alma, geniş kitlelere ismini duyurma amacıyla piyasaya girerler. Bu aşamada bulunan işletmeler arasında bir süre sonra zirveye çıkabilecek ortaklıkları belirlemek çok zordur, riski yüksektir. Bu sebeple yatırımcılardan ziyade spekülâtörler tarafından tercih edilirler.
- b. Gelişme Aşaması : İlk aşamada varolan ortaklıklardan mali yapısı, yönetimi ve pazarlama organizasyonu daha güçlü olanlar piyasaya hakim olurlar, bunların arasındaki rekabet ürün kalitesinin artmasına, fiyatların düşmesine sebep olur. Bir endüstrinin gelişme aşaması uzun yıllar sürebilir, büyüme daha yavaş fakat daha istikrarlıdır. Bu aşamadaki endüstrilere dahil ortaklıkların hisse senetleri yatırım için daha uygun sayılmaktadırlar.
- c. İstikrar Aşaması: Gelişme aşamasında yavaşlayan endüstriyel büyüme, istikrar aşamasında yavaşlar, hatta durabilir. Bir endüstrinin bu aşamadan sonra, yeni bir ürün ya da teknoloji geliştirmesiyle yeniden gelişme aşamasına geçmesi mümkün olabilmektedir. Yatırıma gidilmediği takdirde istikrar aşamasının sonunda genellikle çöküş aşaması gelir. Genellikle bu aşamadaki endüstrilere dahil ortaklıkların hisse senetlerine yatırım uygun görülmemektedir.

Hisse senedinin fiyatını etkileyebilecek ilişkili olduğu sektöre ait takip edilmesi gerekli etkenleri şöyle sıralayabiliriz;

- Geçmiş dönemlerdeki satış hasılatları ve kârlardaki büyüme

- Süreklilik
- Rekabet koşulları
- İşgücü durumu
- Uluslararası ilişkiler
- Hükümet politikaları
- O sektöre dahil ortaklıkların hisse senetlerinin piyasa fiyatları
- Tüketicinin zevk ve tercihlerinde oluşabilecek değişimler

1.7.3.4. Halka Açık Anonim Ortaklık

Halka açık anonim ortaklıkların piyasada işlem gören hisse senetlerinin fiyatlarının oluşumunda bizzat HAAO'ın kendisi de etki yapmaktadır. Ortaklığa yatırımı artırıcı veya azaltıcı, ortaklığın yapısından kaynaklanan belli başlı etmenleri şöyle sıralaya biliriz.

- Niteliksel Açıdan ;
 - Pazar Payı
 - Yönetim Etkinliği
 - Mal ve Hizmetlerine olan Talep
 - Yatırım Politikası
 - Büyüme Politikası
 - Ar-Ge
 - Ortaklık Yapısı
- Niceliksel Açıdan ;
 - Kâr Payı Dağıtımı
 - İskonto Oranı

Bizim bu etmenler arasında detaylı irdeleyeceğimiz halka açık anonim ortaklıkların temettü dağıtım politikaları, bunlara etki eden faktörler ve hisse senedi piyasaları ile etkileşimi olacak.

İKİNCİ BÖLÜM TEMETTÜ POLİTİKALARI

2.1. Temettü (Tanım)

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

Her ne kadar günümüzde, İstanbul Menkul Kıymetler Borsası'nda yaşanan gelişme ve yüksek enflasyon nedeniyle, pay sahipleri için kâr payı kazançlarının sermaye kazancı karşısında önemini yitirdiği görüntüsü ortaya çıksa da, ülkemizde halka açık anonim ortaklıkların çok küçük bir kısmının borsada işlem görmesi, kâr payı kazancının halen birçok pay sahibi için önemli olduğunu ortaya koymaktadır. Özellikle, anonim ortaklıkların sayı ve sermaye oranı olarak halka açılma düzeyinin düşüklüğü ve Sermaye Piyasası Kanunu'nun temel hedef ve ilkelerinden birisinin "şirketleri sermaye bakımından halka açarak mülkiyetin tabanını yaygınlaştırmak" olduğu düşünüldüğünde, yapılacak düzenlemeler ile hisse senedinin diğer yatırım araçları karşısında rekabet edebilir hale getirilmesi önem kazanmaktadır.

Çalışmanın birinci bölümünde, şirketlerin oluşturdukları temettü politikalarının şirket değeri üzerindeki etkisine ilişkin teorik yaklaşımlar verilmiştir. İkinci bölümde ise, şirketlerin temettü politikalarını oluşturmalarında etkin olan unsurlar ortaya konulmuştur. Çalışmanın üçüncü bölümünde, şirketlerin oluşturabilecekleri temettü politikası çeşitleri ve temettü ödeme yöntemlerine değinilmiştir.

2.2. Temettü Politikaları Ve Temettü Politikalarının Şirket Değeri Üzerindeki Etkisine İlişkin Teorik Yaklaşımlar

Şirketlerin (1) temettü politikaları, elde edilen kârın ne kadarının şirket ortaklarına dağıtılacağı ve ne kadarının şirket bünyesinde tutulacağı yönünde aldıkları kararlardan oluşmaktadır. Elde edilen kârın şirket ortaklarına dağıtılmayan kısmının şirket bünyesinde bırakıldığı göz önüne alındığında, temettü politikalarının aynı zamanda şirket finansmanına ilişkin kararları da etkilediği görülmektedir (Scott, Bowlin, Martin, 1990; 359).

Temettü politikalarına ilişkin en çok tartışılan konu, şirketlerin yatırım kararları ile sermaye yapılarının (borç-özkaynak oranları) veri olarak alındığı durumlarda, izledikleri temettü politikasının şirket değeri, dolayısıyla şirketin hisse senetlerinin fiyatı üzerindeki etkisinin ne olacağıdır.

Ancak temettü politikalarının şirket değeri üzerindeki etkisine ilişkin teorik yaklaşımlara bakıldığında, görüş birliğinin sağlanamadığı, dağıtılacak yüksek tutardaki temettünün şirket değerini olumlu etkileyeceğini savunan taraflar olduğu gibi, olumsuz etkileyeceğini veya temettü politikalarının şirket değeri üzerinde herhangi bir etkisinin olmadığını savunan tarafların da bulunduğu görülmektedir.

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

2.2.1. Temettü Politikalarının Şirket Değeri Üzerinde Herhangi Bir Etkisinin Olmadığını Savunanların Görüşleri

2.2.1.1. Mükemmel Piyasalarda Temettü Politikalarının Şirket Değeri Üzerindeki Etkisizliği

Temettü politikalarının şirket değeri üzerinde herhangi bir etkisinin olmadığını ortaya koyan bu görüşün en önemli savunucuları Merton Miller ve Franco Modigliani'dir.

(1)Çalışmada şirket olarak tanımlanan ortaklık hisse senetleri halka arzedilen ve Kurul kaydında bulunan anonim ortaklıktır.

Miller-Modigliani tarafından, uygulanan temettü politikalarının ne şirket değeri üzerinde, ne de sermaye maliyeti üzerinde herhangi bir etkisinin olmadığı öne sürülmektedir. Bu görüşe göre bir şirketin değeri gelir elde etme gücüne ve yatırımlarının riskine bağlıdır. Bu çerçevede, şirket tarafından elde edilen gelirin, temettü veya yedek akçe olarak dağılımının, şirket değeri açısından herhangi bir önemi bulunmamaktadır (Brigham, 1986; 534).

Temettü politikalarının şirket değeri üzerindeki etkisizliğini savunan bu görüş, iki temel varsayım üzerine kurulmuştur. Bunlardan birincisi, şirketin yatırım (2) kararlarının ve borç-öz kaynak yapısının daha önceden ve izlenen temettü politikasından bağımsız olarak belirlenmiş olmasıdır. Diğer ise, mükemmel bir piyasanın varlığının kabul edilmesidir. Yani;

- (1) gelir ve kurumlar vergisinin,
- (2) ihraç ve işlem maliyetlerinin,
- (3) asimetrik bilgi dağılımının ve
- (4) temettü politikalarının şirket özkaynak maliyeti üzerinde herhangi bir etkisinin bulunmadığı, bir piyasa esas alınmıştır.

Bu varsayımların öngörülmesinin nedeni de temettü politikasının etkisinin diğer unsurlardan bağımsız olarak anlaşılmasının sağlanmasıdır (Brigham, 1986; 535 Keown, 1996; 583).

Bu varsayımların geçerli olduğu piyasalarda, şirketler tarafından temettü politikasına ilişkin alınan kararlar, şirket hisse senetlerinin değerinin zaman içinde şirket ortakları arasındaki dağılımının nasıl yapılacağına ilişkindir. Zira, yatırımların ve borç-öz kaynak oranının değişmediği bir ortamda, ödenecek bir birim temettü için, bir birimlik ihraç gerekmektedir. Bunun sonucunda şirket hisse senedi sayısı fazlaşmakta ve eski yatırımcıların ellerinde bulunan hisse senetlerinin değeri de aynı tutarda azalmaktadır. Ancak, eski yatırımcıların ellerindeki hisse senedi değerine, elde ettikleri temettü tutarı eklendiğinde, ellerinde bulunan şirket hisse senetleri açısından herhangi bir değer kaybı yaşanmamaktadır. Bunun sonucunda da yatırımcıların refah düzeyi değişmemektedir (Ben-Horim, 1987; 342).

(2) Şirketlerin nakit durumu da nakde yapılan bir "yatırım" olarak değerlendirilmektedir. Bu nedenle yapılan temettü ödemeleri şirketin nakit durumunu da etkilememelidir.

Aynı görüşe göre yatırımcılar yapmış oldukları yatırım karşılığında elde ettikleri getirinin toplamı ile ilgilenmekte, elde edilen getirinin kâr payı veya sermaye kazancı şeklinde olması önem taşımamaktadır.

Yukarıda yer alan varsayımların geçerli olduğu piyasalarda temettü politikasının etkisizliği, yatırımcıların kendileri tarafından yaratılan temettü ile de ortaya konulabilmektedir. Zira, yatırımcılar, temettü taleplerinin karşılanmadığı bir durumda yaratacakları temettü "homemade dividends" ile bu olumsuzluğu etkisiz hale getirebilmektedir. Örneğin, bir yatırımcının elinde 1000 birim değerinde hisse senedi olduğunu düşüdüğümüzde, şirket tarafından 30 birimlik kâr payı dağıtımı yapılır, yatırım miktarında da bir değişiklik olmazsa, kişinin elinde 30 birimlik para ve 970 birim değerinde hisse senedi olur. Bu kişi tekrar eski değerinde bir yatırımının olmasını istiyorsa, kendisine verilen 30 birim ile herhangi bir maliyete katlanmadan senet almak suretiyle bunu sağlayabilir. Mükemmel piyasalarda yatırımcılar tarafından maliyetsiz şekilde yapılan bu işlemler de, temettü politikalarını şirket değeri üzerinde etkisiz kılmaktadır (Ben-Horim,1987; 342).

Temettünün etkisizliğine ilişkin Miller-Modigliani'nin görüşü, yapılan varsayımlar çerçevesinde kabul edilmekle birlikte, bu varsayımların gerçek hayatta geçerliliklerinin bulunmaması noktasında eleştirilmektedir.

2.2.1.2 Mükemmel Olmayan Piyasalarda Temettü Politikalarının Şirket Değeri Üzerindeki Etkisizliği

Miller-Modigliani modelinde, mükemmel piyasalarda şirketler tarafından uygulanan temettü politikasının, şirket değeri üzerinde etkisinin olmadığı ileri sürülmüş olmasına karşın, bu durumun mükemmel olmayan piyasalarda da geçerli olduğunu savunan kişiler bulunmaktadır. Bu görüşün savunucuları Miller-Modigliani'nin yanısıra Fischer Black ve Myron S. Scholes'tır ve düşüncelerini "clientile effect" olarak tanımladıkları olguya dayandırmaktadırlar (Black, Scholes, 1974)

Şirketlerin değişik temettü politikaları olduğu gibi, yatırımcıların da kendilerine ödenen temettülere ilişkin değişik tercihleri bulunmaktadır. Üst vergi diliminde bulunan yatırımcılar tarafından düşük temettü ödemesi yapılan hisse senetleri veya temettü ödemesinde bulunulmayan hisse senetleri tercih edilmekte

iken, alt vergi diliminde bulunan yatırımcılar ile vergi kapsamı dışında tutulan kurumlar tarafından ise, yüksek temettü getirisi sağlayan hisse senetleri tercih edilmektedir.

Bu kapsamda yatırımcıların tercihleri, içinde buldukları vergi dilimine, kârpayı ve sermaye kazançlarının vergi açısından değerlendiriliş şekline (gerçek ve tüzel kişiler olarak), şirkete ilişkin bilgi edinimindeki olanaklara ve işlem yapma maliyetlerine bağlı olarak değişmektedir (Ben-Horim.1987:347). Bütün bu unsurlara dayalı olarak da piyasada temettü getirisine ilişkin talep açısından farklı yatırımcı grupları oluşmaktadır. Bu nedenle, şirketler uyguladıkları temettü politikalarında bir değişiklik yaptıklarında, sahip oldukları yatırımcı grubu içinde uygulamaya koydukları yeni temettü politikasından memnun olmayan bir yatırımcı kitlesi meydana gelmektedir.

Mükemmel piyasalarda yatırımcılar, yapmış oldukları alım satımların bir maliyetinin olmaması nedeniyle, şirketler tarafından yapılan temettü politikası değişiklikleri karşısında kayıtsız kalmakta, bunun sonucunda da, şirketler tarafından temettü politikalarında yapılan değişiklik şirketin değeri üzerinde herhangi bir etkide bulunmamakta, diğer faktörlere bağlı olarak bir yatırımcı grubunun tercih ettiği şirket olmaktan çıkıp, başka bir yatırımcı grubunun tercih ettiği şirket haline dönüşmekten başka bir sonuç doğurmamaktadır.

Ancak mükemmel olmayan piyasalarda yatırımcılar tarafından yapılan işlemlerin bir maliyetinin bulunması, temettü politikasında sık sık değişiklik yapan şirketlerin hisse senetlerinin fiyatlarının, temettü politikasını uzun süre değiştirmeyen şirketlerin hisse senetlerinin fiyatlarından daha düşük olmasına neden olmaktadır. Zaten, temettü politikalarının mükemmel olmayan piyasalarda da etkisiz olduğunu savunanlarca, bu durumun şirketlerin temettü politikalarının uzun süreli olması durumunda geçerli olduğu öne sürülmektedir (Ben-Horim.1987:348).

2.2.2. Temettü Politikalarının Şirket Değeri Üzerinde Etkili Olduğunu Savunanların Görüşleri

Şirketler tarafından benimsenen temettü politikalarının şirket değeri üzerinde etkili olduğunu savunan taraflarca iki zıt görüş ortaya konulmaktadır. Taraflardan bir

kısmı şirketlerce yapılacak yüksek tutarlı temettü ödemelerinin şirket değeri üzerinde olumlu etkide bulunacağını savunmakta iken, bir kısmı da şirket değeri üzerinde olumsuz etkide bulunacağını savunmaktadır. Her iki tarafın savunduğu görüşler dayandıkları esaslar ile birlikte aşağıda verilmiştir.

2.2.2.1. Yüksek Tutarda Yapılan Temettü Ödemelerinin Şirket Değeri Üzerinde Olumlu Etkisi Olduğunu Savunanların Görüşleri

Yüksek tutarda yapılan temettü ödemelerinin şirket değeri üzerinde olumlu etkide bulunduğunu savunanlar tarafından ortaya konulan bu görüş, Eldeki Kuş Teorisi'ne (Bird In The Hand Theory) ve temettü ödemelerinin şirketlerin finansal durumlarına ilişkin bilgi niteliği taşıma özelliklerine dayandırılmaktadır.

A) *Eldeki Kuş Teorisi (Bird In The Hand Theory)*: Temettü politikasının şirket değeri üzerinde herhangi bir etkisinin olmadığını iddia eden teoriye (Dividend Irrelevance Theory) göre, kişiler elde ettikleri kazancın temettü veya sermaye kazancı olmasına önem vermemekte, sadece elde ettikleri toplam getiri ile ilgilenmektedir.

Ancak, Eldeki Kuş Teorisi'ne göre insanlar, elde ettikleri bir birimlik temettüyü bir birimlik sermaye kazancından daha değerli bulmaktadır. Bunun nedeni de, temettünün şirket yöneticileri tarafından kontrol edilebilmesine karşın, şirket hisse senetlerinin fiyatlarının piyasada belirlenmesi, dolayısıyla kâr payı kazançlarının yatırımcılar için sermaye kazançlarından daha risksiz olmasıdır. Ancak bu görüşün eleştirildiği bazı noktalar da bulunmaktadır. Konu, şirketin uygulayacağı temettü politikasının yatırım ve borç-öz kaynak yapısı üzerinde herhangi bir etkisinin olmayacağı yönündeki temel varsayım çerçevesinde ele alındığında, temettü politikasının şirket nakit akımı üzerinde herhangi bir etkisi olmamaktadır. Temettü politikasının şirketin genel nakit akımı üzerinde herhangi bir etkisinin bulunmadığı bir durumda, şirketin taşıdığı risk üzerinde de herhangi bir etkide bulunması söz konusu değildir. Bunun sonucunda da yüksek tutarda ödenen temettüler şirketin riskini azaltmamakta, yeni ihraçları gerekli kıldığından riski şirketin yeni ortaklarına transfer etmektedir (Keown, 1996; 586).

B) *Temettünün Bilgisel İçeriği* : Yüksek tutarda yapılan temettü ödemelerinin şirket değeri üzerinde olumlu etkide bulunduğunu savunan kişilerce, temettünün yatırımcılar için bilgi niteliğinde olduğu da ortaya konmaktadır. Çünkü, mükemmel olmayan piyasalarda şirketlerin mevcut mali yapılarına ilişkin olarak, yatırımcılar ile şirket yöneticileri arasında asimetrik bilgi dağılımı sözkonusudur. Bu nedenle yatırımcılar tarafından şirketlerin dağıttıkları temettüler, şirketlerin mevcut dönemdeki ve gelecekteki kazançlarına ilişkin en güvenilir bilgi kaynağı olarak kabul edilmektedir.

Şirket tarafından yapılan yüksek tutardaki temettü ödemeleri yatırımcılar tarafından yüksek tutarda elde edilen ve gelecekte de elde edilecek olan gelirin göstergesi olarak kabul edildiğinden, şirket hisse senetlerinin fiyatında bir artışa neden olacağı öne sürülmektedir. Ancak yatırımcılar tarafından ödenen temettü tutarlarına yüklenen bu özellik, konu hakkında hassas bir değerlendirme yapılmasını gerekli kılmaktadır. Şirketler çok iyi bir yatırım olanağı elde etmeleri durumunda, maliyet unsurunu da dikkate alarak yatırımın finansmanını dış kaynaklar yerine iç kaynaklardan gerçekleştirmeyi tercih edebilmektedir. Yapılan bu finansman tercihi sonucunda da ödenecek temettü tutarında bir düşüş meydana gelmektedir. Şirket yöneticileri tarafından sözkonusu durumun yatırımcılara çok iyi bir şekilde aktarılması durumunda, şirket senetlerinde beklenenin aksine bir yükseliş meydana gelebilir ki, bu da yüksek tutarda yapılan temettü ödemelerinin şirket değerini artırdığını savunan kişilerin bu görüşünü çürütmektedir (Yapılan bu değerlendirmede, yatırımcılar tarafından dağıtılan temettünün nemalandırılması sonucunda elde edilecek getirin, şirket tarafından karın otofinansmanda kullanması suretiyle yapacağı yatırımın getirisinden düşük olacağı esas alınmıştır.) Zira, yatırım olanaklarının olmaması nedeni ile yüksek tutarda yapılan temettü ödemeleri, bu durumun yatırımcılarca anlaşılması sonucunda, beklenildiğinin tersine şirket hisse senetlerinin fiyatları üzerinde düşürücü bir etkiye sahip olabilecektir.

2.2.2.2. Yüksek Tutarda Yapılan Temettü Ödemelerinin Şirket Değeri Üzerinde Olumsuz Etkisinin Olduğunu Savunanların Görüşleri

Net kârın büyük bir kısmının temettü olarak dağıtılmasının şirket değeri üzerinde olumsuz etkide bulunacağını savunan taraflar, bu görüşlerini iki noktada toplamaktadır. Bunlar vergi ve yapılan ihraçların maliyetidir.

Konuya vergi açısından bakıldığında, bir çok ülkede sermaye kazancı, temettü gelirinden daha düşük oranlarda vergilendirildiğinden, şirket tarafından elde edilen kârın ortaklara sermaye kazancı yerine temettü geliri olarak aktarılması, ortakların ellerinde ödeyecekleri vergi sonrasında, daha az tutarda gelir kalmasına neden olmaktadır (Finnerty,1986; 205).

Bunun yanısıra, sermaye kazançlarının elde edildikleri zamanda vergilendirilmesi ve bu nedenle yatırımcılar tarafından bu kazancın edinim zamanının, kazançlarının az olduğu, dolayısıyla vergi yükümlülüğünün düşük olduğu dönemlere getirilmesinin mümkün olması, sermaye kazancını temettü kazancının yanında daha güçlü kılmaktadır. Bu durumda, temettü kazancı ile sermaye kazancı eşit oranda vergilendirilse bile efektif olarak sermaye kazancı daha düşük vergilendirilmiş olmaktadır. Bu nedenle de yatırımcıların düşük kâr dağıtımını tercih etmeleri öngörülmektedir. (Keown, 1996; 587 : Ben-Horim, 1987; 343). Düşük tutarda ödenen temettülerin şirket değeri üzerinde olumlu etkisi olduğunu savunan kişilerce öne sürülen diğer bir husus da, yapılan ihraçların maliyetinin yüksek olmasıdır. Bu görüşe göre, şirketler tarafından yüksek tutarda yapılan temettü ödemeleri sonrasında, ortaya çıkan finansman ihtiyacının iç kaynaklardan temin edilmesi yönünde bir kararın alınması, yeni ihraçların yapılmasını gündeme getirmektedir. Yapılan ihraçların neden olduğu giderler de göz önüne alındığında, yapılması gereken ihraç tutarı ihtiyaç duyulan kaynaktan daha fazla olmaktadır. Bu da mevcut şirket ortaklarının aleyhine bir durum yaratmaktadır.

Artık Temettü Teorisi : Düşük tutarda yapılan temettü ödemesinin şirket değeri üzerinde olumlu etkisi olduğunu ortaya koyan görüşe paralel olarak oluşturulan bir görüş de Artık Temettü Teorisi'dir. Bu görüşe göre, gerçek hayatta temettü politikaları, yatırım olanakları ile yatırımların finansman imkanlarından oldukça etkilenmektedir. Miller-Modigliani tarafından koşulları

ortaya konulan mükemmel piyasada hisse senedi ihracının maliyetinin olmadığı varsayılmıştır. Ancak uygulamada, hisse senedi ihracı oldukça maliyetlidir. Bu sebeple, belli tutardaki bir yatırımın gerçekleşmesi için yapılan ihraç tutarı, yatırımın gerektirdiği tutardan daha fazla olmaktadır.

Şirket finansmanında iç kaynaklar ile dış kaynakların kullanılmasının maliyette yarattığı farklılıklar, finansman yönteminin belirlenmesinde etkin olmaktadır. Dış finansman yönteminin maliyetinin, iç finansman yönteminden daha fazla olması, şirketlerin iç finansman yöntemini seçmelerine neden olmaktadır. Bu nedenle de, Artık Temettü Teorisi savunucuları, yatırımların finansmanının iç kaynaklardan sağlandıktan sonra kalan tutarın temettü olarak dağıtılmasını öngörmektedir.

Bu teori uyarınca şirketler tarafından;

- 1- Gelecekteki yatırımların finansmanında optimum borç rasyosu oluşturulmalı,
- 2- Yatırımın şimdiki değeri pozitif ise kabul edilmeli,
- 3- Öncelikle iç kaynakları kullanarak yeni yatırımlar finanse edilmeli, ancak bu kaynaklar yeterli olmazsa yeni pay ihracı yapılmalı,
- 4- Yatırımların finansmanı sonrasında şirketin halen fazla olan bir kaynağı kalıyor ise, bu kaynak temettü olarak dağıtılmalıdır (Keown,1996; 588-589).

Şirketlerce izlenmesi öngörülen bu prosedür sonucunda, şirketlerin temettü ödemeleri, şirketlerin yatırım imkanlarından, sermaye yapılarından ve iç kaynaklarının büyüklüğünden etkilenmektedir. Bu yaklaşıma yöneltilen en büyük eleştiri, yukarıda yer alan unsurlar nedeni ile temettü ödemelerinin her dönemde değişecek olmasıdır. Oysa yatırımcılar açısından düzenli tutarlarda elde edilen temettü gelirleri önem taşımaktadır. Bu yaklaşımın benimsenmesi sonucunda temettü miktarında sık sık değişiklik yapmak durumunda olan şirketlerin değeri de, dağıtılan temettü miktarını istikrarlı bir şekilde devam ettiren şirketlerden daha düşük olmaktadır.

2.3. Şirketlerin Temettü Politikalarının Oluşumunu Etkileyen Unsurlar

Firma tarafından sağlanan kârların dağıtılmayarak bünyede bırakılan kısmı, firmanın büyümesinin finansmanında önemli bir rol oynamaktadır. Buna bağlı olarak firmanın kâr dağıtımının nelere bağlı olduğu sorusunun cevaplandırılması gerekir. Yukarıda özetlenen ve temettü politikalarının şirket değeri üzerindeki etkisini açıklamaya yönelik teorik yaklaşımlar, şirketlerin temettü politikalarının oluşturulması aşamasında göz önüne alınmakla birlikte, aşağıda yer alan unsurlar şirketlerin oluşturacakları temettü politikalarını şekillendirmektedir.

2.3.1. Yasal Sınırlamalar

Şirketlerin yapacakları temettü ödemelerini etkileyen en önemli unsurlardan bir tanesi yasal düzenlemeler ve şirket esas sözleşmesinde yer alan hükümlerdir. Her ülkede, hatta bazı ülkelerde her eyalette değişebilen bu düzenlemeler, şirketlerin yapabilecekleri temettü ödeme şekillerini ve temettü ödemelerinin kaynaklarını belirlemesi nedeniyle, şirketlerin temettü politikalarının sınırını çizebilmektedir.

Kanun hükümlerine göre, temettü ancak safi kârdan ve bu amaçla ayrılmış yedek akçelerden dağıtılabilir. Mevzuata göre benimsenen temel ilkeler;

*Net Kâr İlkesi; kâr payının ancak cari yıl net kârından veya geçmiş yıllarda bu amaç için ayrılmış yedeklerden (dağıtılmamış kârlardan) ödenebileceğini ifade etmektedir

*Esas sermayenin kâr dağıtımından olumsuz şekilde etkilenmemesi ilkesi; sermayenin kâr olarak dağıtılmasını önleyerek, şirket ortakları ve şirketten alacaklıların korunmasını hedef almaktadır.

2.3.2. Vergi Düzenlemeleri

Şirketlerin temettü politikalarını etkileyen diğer önemli bir unsur da vergi düzenlemeleridir. Vergi düzenlemelerinde temettü kazancının sermaye kazancından farklı oranlarda vergilendirilmesi, şirket ortaklarının içinde buldukları vergi dilimi,

şirketler tarafından oluşturulacak temettü politikaları üzerinde etkili olmaktadır. Şöyle ki; kâr dağıtıldığı takdirde, yüksek gelir dilimine giren ortak, yüksek bir gelir vergisi ödemek durumunda kalacaktır. Kârın dağıtılmayıp bünyede bırakılması halinde, şirketin artan yedek akçeleri, hisse senedinin piyasa fiyatını etkileyerek, diğer şartlar aynı kalmak üzere yükseltecektir. Ortak, piyasa değeri artmış hisse senedini sattığı takdirde, hiç vergi ödemeyecek veya daha düşük bir oranda sermaye kazancı vergisi ödemekle yükümlü olacaksa vergiden kaçmak olanağını bulacağı, temettü dağıtılmaması yolunu tercih edecektir. Ancak bir şirketin hisse senetleri geniş kitlelere yayılmış ise, şirket ortaklarının vergi durumunun kâr dağıtımını belirleyen bir etmen olması zayıftır.

2.3.3. Yatırım Olanakları

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

2.3.4. Şirketin Likidite Durumu

Şirket bilançosunda görünen yüksek tutarlı kârlar şirketin mali yapısının temettü ödemeye uygun olduğunun göstergesi olamamaktadır. Bir şirketin likit değerleri, bu şirketin kârından tamamen bağımsızdır ve şirket oldukça kârlı olmasına rağmen likidite problemi yaşayabilmektedir. Yapılan temettü ödemeleri de genellikle şirketten nakit çıkışını gerektirdiğinden, şirketin likidite durumu önem kazanmaktadır. Ayrıca, enflasyonun yüksek olduğu dönemlerde şirketlerin kârlılıkları yüksek görünmesine rağmen, işletme sermayesi ihtiyacının artması sonucu kâr dağıtım olanakları da azalmaktadır.

Anonim şirketler, hisse senedi vermek yoluyla şirketten fon çıkışına gerek kalmadan kâr dağıtabilirler. Yedek akçeyi esas sermayeye eklemek yoluyla sermayeyi artırarak hissedarlara karşılığında bedelsiz hisse senedi verebilirler. (Akgüç, 1985; 620)

2.3.5. Finansman Yollarının Kısıtlı ve Maliyetli Olması

Şirketler elde ettikleri kârları temelde iki amaç için kullanmaktadırlar. Bunlardan bir tanesi ortaklarına temettü ödemesi yapmak, diğeri de yapacağı yatırımların finansmanını sağlamaktır. Bu durum, şirketler tarafından sahip olunan fonların temettü ödemelerinde kullanılması halinde, yapılacak yatırımların finansmanının yeni ihraçlar ile karşılanmasını gerektirmektedir. Ancak yeni ve küçük şirketler için dış finansmanda güçlükler yaşanabilmektedir. Ayrıca yatırımlarında dış finansmana başvuran firmaların finansman kurumlarıyla yaptıkları kredi sözleşmelerinde bulunan hükümler de temettü politikalarını etkilemektedir. Şöyle ki; finansman kurumları, kredi sözleşmelerine konu olan hükümlerle, firmaların temettü politikasını etkilemek ve kâr dağıtımını sınırlamak olanağını elde etmektedirler. Finansman kurumlarının amacı, kredinin tamamı geri ödeninceye kadar kâr dağıtımını düşük bir düzeyde tutarak, firmanın da sağlıklı finansal yapıya sahip olmasını sağlamaktır. Yani amaç, borç verenler tarafından şirket borçlarının ödeme yeteneğinin korunmasıdır. (Akgüç, 1985; 620) Tüm bunlar göz önüne alındığında, elde edilen kârın temettü olarak dağıtılması yerine şirket finansmanında kullanılması daha anlamlı olmaktadır.

2.3.6. Kârların İstikrarı

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

2.3.7. Şirketlerin Borçluluk Durumu

Yükü miktarda borçlu olan şirketler tarafından, faaliyetleri sonucunda elde edilen kaynakların, temettü ödemelerinde kullanılması yerine, var olan borçlarının ödenmesinde kullanılması, sözkonusu şirketlerin varlıkları ve gelecekleri açısından gerekli olmaktadır. Borçlar için ödenen faizler sürekli olarak nakit azalmasına neden

olurken bunun sonucu ortaklık temettü ödemedede zorluklarla karşılaşacaktır. Ayrıca borçların vadelerinin sona ermesi ile bunların ödenmesi ortaklık nakitlerinin azalmasına neden olacak dolayısıyla temettü politikası etkilenecektir. Buna göre borç tutarı net aktiften daha yüksek olan şirket temettü dağıtmayacaktır.

2.3.8. Şirket Üzerindeki Kontrol Yetkisini Koruma İsteği

Birçok şirkette yönetimde söz sahibi olmak, sahip olunan payın büyüklüğüne bağlı olmamakla birlikte, küçük şirketlerde bu durum önem arz etmektedir. Bu nedenle, temettü ödemeleri nedeniyle gündeme gelen ihraçlarda mevcut ortakların yeni pay alamamaları halinde, şirket yönetimi üzerindeki kontrollerinde bir azalma meydana gelmektedir. Bu çerçevede küçük şirketlerce diğer etkilerin yanısıra (finansman gibi) bu nedenle de, elde edilen kârın temettü ödemelerinde kullanılması yerine şirket bünyesinde tutulması tercih edilebilmektedir.

Diğer bir taraftan da, tüzel veya gerçek şahıslar tarafından satın alınmak istenen bir şirketin düşük temettü ödemesi şirket üzerinde kontrol sağlamaya çalışan yabancıların işine yarayabilir. Yabancılar şirket hissedarlarını, servetin maksimum kılınmadığına ve kendilerinin daha iyi iş yapacaklarına inandırabilirler. Sonuçta satın alma tehlikesi karşısında bulunan şirketler hissedarlarını hoşnut etmek için yüksek temettü ödemesi uygulayabilirler. (Horne, 1985; 301)

2.3.9. Aktif Değerlerdeki Artış Hızı

Firmanın büyüme hızı ile finansman gereksinimi arasında doğru orantılı bir ilişki olduğu açıktır. Şöyle ki; firma ne kadar hızlı büyürse, finansman gereksinmesi de artacaktır. Hızla büyüyen firma, gelecekte finansman kaynaklarına gereksinim duyacağını tahmin ediyorsa, sağlamış olduğu kârın büyük bir bölümünü dağıtmaktan ziyade bünyesinde saklayacaktır.

2.3.10. Kârlılık Oranı

Firmanın kaynak kullanımında sağlayacağı kâr oranı, hissedarlara temettü dağıtımının nispi çekiciliğini etkiler. Eğer firmanın kaynak kullanımında sağlayacağı kâr oranı, hissedarların temettülerinin alternatif kullanım alanlarından sağlayacağı kâr

oranından daha yüksek ise hissedarlara kârın dağıtılmayarak firmada bırakılması daha cazip hale gelir.

2.3.11. Sermaye Piyasası'na Başvurma Olanğı

Piyasada önemli bir yere sahip olan firmalar sermaye piyasasına başvurarak daha kolay ve uzun vadeli fon sağlayabilirler. Bu tür firmalar kâr dağıtım oranını saptarken, kâr dağıtımının, firmanın sermaye piyasasından kaynak sağlama kapasitesine olacak etkisine önem verirler.

Sermaye piyasasına başvuracakları dönemlerde kâr dağıtım oranını yüksek tutabilirler. Küçük, yeni kurulan firmalar ise, sermayedar gözünde riskli olduklarından, bu tür firmaların sermaye piyasasından fon tedariki imkansızdır. Bu nedenle bu tür firmaların otofinansmana gitmeleri zaruret olduğundan büyük firmalarda diğer şartlar aynı kalmak üzere kâr dağıtım oranı, küçük, yeni firmalara oranla daha yüksektir.

2.4. Şirketlerce Oluşturulan Temettü Politikaları Ve Temettü Ödeme Yöntemleri

2.4.1. Şirketlerce Oluşturulan Temettü Politikaları

Şirketler tarafından temettü politikaları oluşturulurken bugün ödenecek temettü tutarı ile gelecekteki büyüme oranı arasında bir dengenin sağlanması sonucunda, şirket hisse senetlerinin değerinin maksimize edilmesi amaçlanmalıdır (Brigham, 1986; 534). Bu amaç yukarıda yer alan tüm unsurların dikkate alınması ile gerçekleştirilmelidir. Uygulamada şirketler tarafından oluşturulan temettü politikaları aşağıda verilmiştir.

2.4.1.1. Sabit Tutarda Yapılan Temettü Ödemeleri

Sabit tutarda yapılan temettü ödemeleri politikasının uygulandığı şirketlerde, elde edilen net kâr değişse bile, yapılan temettü ödemesi miktarında nadiren değişiklik yapılmaktadır. Bu politikanın benimsendiği şirketlerde, dağıtılan temettü tutarında yapılacak değişiklik doğrudan pay başına düşen kârla ilişkilendirilmemekte,

şirketin elde ettiği ve edeceği kazançların değerlendirilmesi sonucunda uzun vadeli olarak belirlenmektedir.

Ödenen temettünün, yatırımcılar tarafından şirketin elde ettiği ve edeceği kazancın bir göstergesi olarak kabul edilmesi nedeni ile, bir şirket tarafından elde edilen kazanç düşmesine rağmen, ödenen temettü miktarının değişmeyerek devam etmesi, yatırımcının sözkonusu şirkete olan güveninin sürmesini sağlamaktadır. Bunun sonucunda da yatırımcılar tarafından böyle bir şirkete, ödediği temettü miktarını elde ettiği kazanç ile doğrudan ilişkilendiren bir temettü politikası uygulayan şirketlere nazaran daha çok değer atfedilmektedir. Sabit tutarda ödenen temettü, bu özelliğinin yanısıra sabit periyodik gelir elde etmeyi arzulayan yatırımcılar tarafından da tercih edilmektedir.

Ekonomilerde enflasyonun yaşanmaya başlanması ile birlikte, sabit tutarlı temettü politikası yerini, "sabit büyüme oranı" politikasına bırakmıştır. Bu politikayı benimseyen şirketler, ödeyecekleri temettü miktarını, her yıl daha önceden sabit olarak tespit ettikleri oranda artırmak suretiyle belirlemektedir. Bir şirketin bu tür bir politikayı sürdürebilmesi için büyüme hızının da, en az ödenecek temettü tutarlarında yapılacak artışı belirleyen oranda olması gerekmektedir (Brigham, 1986; 544).

2.4.1.2. Sabit Oranlı Temettü Ödemeleri

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

2.4.1.3. Düzenli Olarak Düşük Tutarlı Temettü Ödemesi ve Yapılan Ek Temettü Ödemesi

Düşük tutarda yapılan düzenli temettü ödemelerinin yanısıra yapılan ekstra temettü ödemeleri politikası yukarıda yer alan iki politikanın birleşiminden meydana

gelmektedir. Bu temettü politikası daha çok elde edilen kâr tutarının dönemler itibari ile değiştiği şirketlerce tercih edilmektedir. şirket tarafından ortaklarına düzenli olarak düşük tutarda temettü ödemesi yapılmakta, kazancın yüksek olduğu dönemlerde ek temettü ödemeleri yapılmaktadır.

2.4.1.4. Temettü Avansı Ödemeleri

Temettü avansı politikasının benimsendiği şirketlerde, hesap dönemi bitmeden veya bitmiş olsa bile genel kurul tarafından kâr dağıtım kararı alınmadan, ileride her paya karşılık düşecek temettüye mahsuben avans ödemesi yapılmaktadır (Tekinalp,1977; 387). Bu politika yurtdışında şirketler tarafından çok yaygın bir şekilde uygulanmakta olup ülkemizde uygulamaya henüz geçilmemiştir.

2.4.2. Temettü Ödeme Yöntemleri

2.4.2.1. Nakit Olarak Yapılan Temettü Ödemeleri

şirketler tarafından ortaklarına yapılan en yaygın temettü ödeme şekli nakit olarak yapılan temettü ödemeleridir. Bu yöntem şirketten nakit çıkışını gerekli kıldığı için şirketin likidite durumu bu yöntemin benimsenmesinde önem kazanmaktadır.

2.4.2.2. Hisse Senedi şeklinde Yapılan Temettü Ödemeleri

Bazı şirketler tarafından temettü dağıtımının nakit olarak gerçekleştirilmesi yerine hisse senedi şeklinde gerçekleştirildiği görölmektedir. Bu şekilde yapılan temettü ödemelerinde, şirket ortaklarına nakit yerine hisse senedi verilmektedir. Hisse senedi şeklinde yapılan temettü ödemesi, aslında dağıtılmayan kârlardan sermaye hesabına yapılan bir nakil işlemidir (Yüksel, 1990; 86).

Hisse senedi şeklinde yapılan temettü ödemesi, hisse senetlerinin itibari değerinde herhangi bir değişiklik meydana getirmemektedir. şirket yöneticileri tarafından temettü ödemelerinin nakit yerine hisse senedi şeklinde yapılmasının çeşitli nedenleri bulunmaktadır. Bunlar, şirket hisse senetlerinin fiyatlarının yüksek bulunması, piyasadaki şirket hisse senetlerinin ve şirket ortaklarının sayısının artırılması ve şirket hisse senetlerinin likit hale getirilmesi talebidir. Ayrıca, temettü

ödemesinin hisse senedi şeklinde gerçekleştirilmesi, şirketten fon çıkışı olmadan kâr dağıtımını olanaklı kıldığından, elde edilen kârı şirket bünyesinde tutmak ile dağıtmak arasındaki çelişkiyi ortadan kaldırmak gibi bir avantaj da sağlamaktadır.

2.4.2.3. Hisse Senetlerinin Nominal Değerinin Azaltılması ve Sayısının Artırılması Yoluyla Temettü Dağıtımı

Hisse senedi şeklinde yapılan temettü ödemelerinin aksine bu yöntemin şirketin yedek akçeleri veya sermaye hesabı üzerinde herhangi bir etkisi bulunmamaktadır. Bu yöntemde şirket hisse senetlerinin nominal değerleri belirli bir oranda azaltılarak hisse senedinin sayısı artırılmaktadır. Şirket ortaklarının ellerindeki hisse senetlerinin sayısı artmasına karşın, bu senetlerin nominal değeri aynı oranda azaldığından, şirket ortaklarının şirketteki toplam payı değişmemektedir. Bu işlemde de, fiyatı yüksek bulunan hisse senedinin fiyatının düşmesi sağlanarak likit hale getirilmesi amaçlanmaktadır. (Korgun, 1999)

2.4.2.4. Şirketlerin Kendi Hisse Senetlerini Almaları

Şirketler tarafından yapılan nakit temettü ödemelerinin bir alternafi olarak da, kendi hisse senetlerini almaları görülmektedir. Şirketler tarafından kendi hisse senetlerinin satın alınması sonucunda piyasadaki hisse senedi miktarı azaltılmakta, bu işlem sonucunda da şirketin net kârında meydana gelen artış nedeniyle pay başına elde edilen gelir artmaktadır. Her bir paya düşen gelirin artması sonucunda da, senet değerinde bir artış ortaya çıkmaktadır.

Şirketlerin kendi hisse senetlerini geri almaları yatırımcılara iki ayrı avantaj sağlamaktadır. Bunlardan ilki, yatırımcılar tarafından hisse senetlerinin satılması sonucunda elde edilecek gelirin, sermaye kazancı niteliğinde olması nedeniyle vergilendirilmesinin bu çerçevede yapılmasıdır. Bu da yatırımcıların, sadece senetlerini satmaları durumunda vergi ödemelerini, ayrıca sermaye kazancının kâr payı kazancından daha düşük vergilendirilmesi durumunda da, vergi avantajı elde etmelerini sağlamaktadır.

Sağlanan diğer avantaj da, şirketlerin hisse senetlerini geri alma talebi ile yatırımcılara gitmeleri durumunda, yatırımcıların hisse senetlerini satarak geliri

hemen elde etme veya hisse senetlerini ellerinde tutarak fiyat artışından yararlanma konusunda bir tercihte bulunabilmeleridir. (Korgun, 1999)

Amerika ve bazı Avrupa ülkelerindeki uygulamalarda; ortaklıklar, vadesi geldiği halde temettü ödemelerini gerçekleştirmemiş oldukları haricindeki hisse senetlerini geri satın alabilmektedirler. Temettü hakkı vermeyen hisse senetlerinin geri alınması durumunda bile satın almadan önce ortaklara belirli bir formüle göre hesaplanan asgari bir dağıtımda bulunulması gerekir. Böyle bir hüküm gerilmesinin sebebi ortaklık yönetiminin temettü dağıtmama yoluna giderek fiyatları düşürmeye çalışmasının önlenmesidir. (İskender, 1997)

Halka açık anonim ortaklıkların kendi hisse senetlerini geri satın almaları, ülkemiz hukukunda, TTK'nun 329. maddesindeki hüküm nedeniyle, belli başlı istisnalar dışında yasaklanmıştır. Bu yasağın amacı; şirketin kendi paylarını temellük ederek veya rehin alarak şirket varlığını bunlar karşılığında sarfedip, şirketten alacaklı duruma girecek olan üçüncü şahısların durumlarını tehlikeye düşürmesini engellemek olarak belirtilmiştir. Ortaklığın kendi hisse senetlerini iktisap etmesinin, hisse senedinin gerçek değerini etkileyebilecek işlemlere (manipülatif amaçlı işlemler) imkan vermesi ve bu yolla hissedarların zarara uğratılmalarını engellemek de yasak konulmasının diğer bir amacıdır.

2.5. Temettü Dağıtım Yükümlülüğü ile İlgili Yasal Mevzuat

Halka açık anonim ortaklıkların temettü dağıtım yükümlülüğü ve temettü avansı dağıtımına ilişkin esaslar 13.11.2001 tarih ve 24582 sayılı Resmi Gazete'de yayınlanan Seri:IV, No:27 sayılı "Sermaye Piyasası Kanununa Tabi Olan Halka Açık Anonim Ortaklıkların Temettü ve Temettü Avansı Dağıtımında Uyacakları Esaslar Hakkında Tebliğ" ile düzenlenmiştir.

2.5.1. Hisse Senetleri Borsada İşlem Görmeyen Ortaklıklarda Birinci Temettü Oranı ve Temettü Dağıtımı

Ortaklıkların esas sözleşmelerinde birinci temettü oranının gösterilmesi zorunludur. Ortaklıkların birinci temettü tutarı, hesap dönemi kârından kanunlara göre ayrılması gereken yedek akçeler ile vergi, fon ve mali ödemeler ve varsa

geçmiş yıl zararları düşüldükten sonra kalan dağıtılabilir kârın %20'sinden az olamaz.

Hisse senetleri borsada işlem görmeyen anonim ortaklıkların birinci temettüyü nakden dağıtmaları esastır. Ancak, bu ortaklıklardan 27/12/1994 tarihli ve 22154 sayılı Resmi Gazete'de yayımlanan Seri:IV, No:9 sayılı İhraççıların Muafiyet Şartlarına ve Kurul Kaydından Çıkarılmalarına İlişkin Esaslar Tebliğinin 3 üncü maddesinin (a) bendinde yer alan bağımsız denetim muafiyeti kapsamına girmeyenler, birinci temettüyü nakden ve/veya hisse senedi biçiminde dağıtabilirler.

2.5.2. Hisse Senetleri Borsada İşlem Gören Ortaklıklarda Birinci Temettü Oranı ve Temettü Dağıtımı

Ortaklıkların esas sözleşmelerinde birinci temettü oranının gösterilmesi zorunludur. Ortaklıkların birinci temettü tutarı, hesap dönemi kârından kanunlara göre ayrılması gereken yedek akçeler ile vergi, fon ve mali ödemeler ve varsa geçmiş yıl zararları düşüldükten sonra kalan dağıtılabilir kârın %20'sinden az olamaz.

Yatırım ortaklıklarının dağıtılabilir kâr tutarının hesaplanmasında gerçekleşmemiş sermaye kazançları (değer artışları) dikkate alınmaz.

Hisse senetleri borsada işlem gören anonim ortaklıklar, genel kurullarının alacağı karara bağlı olarak temettüyü;

Tamamen nakden dağıtma,

Tamamen hisse senedi olarak dağıtma,

Belli oranda nakit belli oranda hisse senedi olarak dağıtarak kalanını ortaklık bünyesinde bırakma,

Nakit ya da hisse senedi olarak dağıtmadan ortaklık bünyesinde bırakma,

konusunda serbesttir.

Kurul, bu ortaklıklara genel kurul gündemleri ilan edilinceye kadar, bir önceki dönemin kârından ayrılacak birinci temettüyü nakden dağıtma zorunluluğu getirebilir.

Ancak, bir önceki döneme ilişkin birinci temettü dağıtımını gerçekleştirmeden sermaye artırımını yapan ve artırımını temsil eden hisse senetleri Borsada eski ve yeni olarak iki ayrı sırada işlem gören ortaklıklardan, dönem sonunda elde ettikleri kârdan temettü dağıtmak isteyenler birinci temettüyü nakden dağıtmak zorundadırlar.

Şirket yönetim kurulunun genel kurula teklif edeceği kâr payı dağıtımını yapıp yapılmamasına ve yapılacaksa kâr payı dağıtım oranına ilişkin önerisi, yeni pay alma sirkülerinin ilan edilmesinden önce, Borsa Günlük Bülteni aracılığıyla 6/7/1993 tarihli ve 21629 mükerrer sayılı Resmi Gazete’de yayımlanan Seri:VIII, No:20 sayılı Özel Durumların Kamuya Açıklanmasına İlişkin Esaslar Tebliğindeki esaslar çerçevesinde kamuya duyurulur.

Şirket genel kurullarının birinci temettünün dağıtılmamasına karar vermeleri durumunda, bu tutar hesaplanıp ayrıldıktan sonra olağanüstü yedek akçelere eklenir.

Hisse senetleri Borsada işlem gören ortaklıkların, temettü ödemeleri ortakların çoğunluğunun kolaylıkla ulaşabileceği, biri ortaklık merkezi olmak üzere en az üç merkezde ve Takasbank’ta yapılır.

Hisse senetleri Borsada işlem gören ortaklıklar temettü dağıtım işlemlerini, Takasbank tarafından beyan edilen miktar ve nominal değeri esas alarak, Takasbank’ın beyanını müteakip 3 iş günü içinde söz konusu ödemelere ilişkin kupon teslimini beklemeksizin sonuçlandırır. Takasbank söz konusu kuponları ihraççı adına saklamaya alır ve işlemi takip eden yılın sonuna kadar ihraççıya teslim eder. Takasbank beyan ile birlikte ödemelere esas teşkil edecek temettü kuponlarının belge numaralarını ihtiva eden bilgileri manyetik ortamda ihraççı ortaklıklara verir. Takasbank verdiği bu bilgilerle sorumludur.

2.5.3. Temettü Dağıtımında Esaslar

Hisse senetlerine ilişkin temettü, kıstelyevm esası uygulanmaksızın hesap dönemi sonu itibarıyla mevcut payların tümüne, bunların ihraç ve iktisap tarihleri dikkate alınmaksızın dağıtılır.

Esas sermaye sistemindeki ortaklıklarca ihraç edilen hisse senetleri sermaye artırımının tescil edildiği hesap dönemi itibarıyla temettüye hak kazanır.

Kayıtlı sermaye sistemindeki ortaklıklarca ihraç edilen hisse senetleri, yeni pay alma hakkına ilişkin sirkülerin yayımlandığı hesap dönemi itibarıyla temettüye hak kazanır. Bu ortaklıkların nakdi sermaye artırımını nedeniyle ihraç edecekleri hisse senetlerinin satış süresi içinde hesap dönemi sona ererse, hesap döneminin son gününü takip eden tarihten başlamak üzere, hisse senetleri geçmiş hesap dönemlerine ilişkin kâr payı kuponları iptal edilerek satılır.

2.5.4. Temettü Dağıtım Zamanı

Temettü dağıtımı, ortaklıklarca hesap dönemini izleyen 5 inci ayın sonuna kadar tamamlanmak zorundadır.

Temettü ödemesinin tamamlanması için;

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

Hisse senedi olarak dağıtılacaksa, temettüsünün sermayeye ilavesi nedeniyle ihraç edilecek hisse senetlerinin Kurulca 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 senedi dağıtımının yapıldığı adreslere başvuran ortaklara teslim hazırlanması,

Esas sermaye sistemindeki ortaklıklarda ise sermaye artırımının tescilinin hesap dönemini izleyen 5 inci ayın sonuna kadar tamamlanarak teslim hazırlanması,

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

Hisse senetleri Borsada işlem gören ortaklıkların Sermaye Piyasası Kurulu'na, temettünün sermayeye ilave edilmesi nedeni ile ihraç edilecek hisse

senetlerinin kayda alınması talebiyle yapacakları başvuruların, hesap dönemini izleyen 4 üncü ayın sonuna kadar yapılması zorunludur.

Temettü dağıtımına başlanılmasından sonra temettüsünü almak için temettü dağıtım adreslerine başvuran ortaklara, zaman aşımı süresi içinde başvurmaları durumunda, temettü ödemesi yapılması şarttır.

2.5.5. Yönetim Kurulu Üyeleri, Memur, Müstahdem ve İşçilere, Katılma, Kurucu ve Adi İntifa Senedi Sahiplerine, Çeşitli Amaçlarla Kurulmuş Olan Vakıflara ve Bu Gibi Kişi ve/veya Kurumlara Kâr Payı Dağıtımı

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 kurumlara kâr payı dağıtılabilmesi ve çeşitli amaçlarla kurulmuş olan vakıflara ve bu gibi kişi ve/veya kurumlara bağışta bulunulabilmesi için ortaklık esas sözleşmesinde hüküm bulunması gerekir.

Halka açık anonim ortaklıkların çeşitli amaçlarla kurulmuş olan vakıflara ve bu gibi kişi ve/veya kurumlara bağışta bulunmaları veya kârdan pay ayırmaları durumunda, 29/1/1989 tarihli ve 20064 sayılı Resmi Gazete'de yayımlanan Seri:XI, No:1 sayılı Sermaye Piyasasında Mali Tablo ve Raporlara İlişkin İlke ve Kurallar Hakkında Tebliğde yer alan önemlilik kavramı dikkate alınarak;

- a) Bu ödemelerin, Kanununun 15 inci maddesinin son fıkrası kapsamına girebilecek sonucu doğurmaması,
- b) Yıl içinde yapılanlar dahil bağışların, genel kurulda ortakların bilgisine sunulması,
- c) Seri:VIII, No:20 sayılı Özel Durumların Kamuya Açıklanmasına İlişkin Esaslar Tebliği çerçevesinde gerekli özel durum açıklamalarının yapılması ve Borsa Günlük Bülteninde ilan edilmesi,

zorunludur.

2.5.6. Temettü Dağıtımında İmtiyaz

Temettü dağıtımında imtiyaz, dağıtılabılır kârın, birinci temettü dağıtıldıktan sonraki kısmı için tanınabilir. OYHS sahipleri diğér ortaklarla birlikte payları oranında birinci temettüyü aldıktan sonra kalan kârdan, pay başına düşen birinci temettünün bu senetlerin imtiyazına ilişkin olarak esas sözleşmede belirtilen oranında kâr payı alırlar.

Yasa hükmü ile ayrılması gereken yedek akçeler ayrılmadıkça, esas sözleşmede pay sahipleri için belirlenen birinci temettü ve OYHS sahipleri için belirlenen kâr payı nakden ve/veya hisse senedi biçiminde dağıtılmadıkça; başka yedek akçe ayrılmasına, ertesi yıla kâr aktarılmasına ve temettü dağıtımında imtiyazlı pay sahiplerine, katılma, kurucu ve adi intifa senedi sahiplerine, yönetim kurulu üyeleri ile memur, müstahdem ve işçilere, çeşitli amaçlarla kurulmuş olan vakıflara ve bu gibi kişi ve/veya kurumlara kâr payı dağıtılmasına karar verilemez. Ayrıca kârdan ikinci temettü dağıtılması halinde OYHS'lerinin, diğér paylar gibi sermaye payları oranında eşit yararlanma hakları vardır.

2.5.7. İkinci Tertip Yedek Akçenin Hesaplanması

Pay sahipleri ile kâra iştirak eden diğér kişilere dağıtılan kârın, ödenmiş veya çıkarılmış sermayenin %5'i düşüldükten sonra kalan kısmının onda biri TTK'nın 466 ncı maddesinin ikinci fıkrasının (3) numaralı bendi uyarınca ikinci tertip yedek akçe olarak ayrılır.

2.5.8. Birinci Temettü Tutarının Eksik Dağıtılmasında Sorumluluk

Ortaklıkların birinci temettü tutarını Tebliğ'de belirtilen orana göre eksik olarak dağıtmaları durumunda, Sermaye Piyasası Kurulu bu ortaklıklara eksik dağıtılan temettü tutarını temettü dağıtım zamanı esas alınarak Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası'nın kısa vadeli avanslar için uyguladığı faiz oranı üzerinden hesaplanacak faiz tutarı ile birlikte nakden veya olağanüstü yedek akçelerin sermayeye ilave edilmesi suretiyle hisse senedi şeklinde dağıtılması zorunluluğunu getirebilir. Eksik temettü dağıtımından zarar görenlerin, yasal koşullar oluştuğu

takdirde, eksik temettü dağıtımından dolayı yönetim kurulu üyelerinin hukuki sorumluluğu için yasal yollara başvurma hakları saklıdır.

2.5.9. Temettü Avansı

2.5.9.1. Temettü Avansı Dağıtım Kararları

Ortaklıklar, sermaye piyasası mevzuatına uygun olarak düzenlenmiş ve bağımsız sınırlı denetlemeden geçmiş 3, 6 ve 9 aylık dönemler itibarıyla hazırladıkları ara mali tablolarında yer alan kârları üzerinden nakit temettü avansı dağıtabilirler. Kurul, temettü avansı dağıtacak ortaklıkların ara mali tablolarının bağımsız özel denetlemeye tabi tutulmasını isteyebilir.

Temettü avansı dağıtmak isteyen ortaklıkların esas sözleşmelerinde hüküm bulunması ve genel kurul kararıyla ilgili yıla sınırlı olmak üzere yönetim kuruluna yetki vermeleri zorunludur. Anılan genel kurul toplantısında, dağıtılacak temettü avansının, ilgili hesap dönemi sonunda yeterli kâr oluşmaması veya zarar oluşması durumlarında, bir önceki yıla ait bilançoda yer alan olağanüstü yedek akçelerden mahsup edileceği hususunun da karara bağlanması gerekmektedir. Yönetim kuruluna genel kurul tarafından temettü avansı dağıtımını için yetki verildiği takdirde, yönetim kurulu tarafından, ilgili hesap döneminde her 3 aylık dönemi izleyen 6 hafta içerisinde, temettü avansı dağıtma veya dağıtmama konusunda bir karar alınması zorunludur. Söz konusu yönetim kurulu kararı Seri:VIII, No:20 sayılı Özel Durumların Kamuya Açıklanmasına İlişkin Esaslar Tebliği kapsamında kamuya açıklanır.

Temettü avansı dağıtımına karar verilmesinde ve avansın ödenmesinde; TTK'nın bilanço ve gelir tablosunun kabulüne ve kârın dağıtılmasına ilişkin hükümlerinden SPKn'nun 15 inci maddesine aykırı olanları uygulanmaz.

Dağıtılacak temettü avansı tutarının hesaplanması, imtiyazlı pay sahiplerine, OYHS sahiplerine ve ortaklar dışında kârdan pay alacak kişi ve/veya kurumlara temettü avansı dağıtılamaması, ilan ve bildirim esasları, temettü avansı dağıtım zamanı ve temettü avansı ödemeleri gibi temettü avansına ilişkin ayrıntılı düzenlemeler Seri:IV, No:27 sayılı Tebliğ'de yer almaktadır.

2.5.9.2. Tahsil Edilmeyen Kâr Payı ve Temettü Avansı Bedellerinin Zaman Aşımına Uğraması

Ortaklar ve kâra katılan diğer kimseler tarafından tahsil edilmeyen kâr payı bedelleri ile ortaklar tarafından tahsil edilmeyen temettü avansı bedelleri dağıtım tarihinden itibaren beş yılda zaman aşımına uğrar. Zaman aşımına uğrayan temettü ve temettü avansı bedelleri hakkında 2308 sayılı Şirketlerin Müruru Zamana Uğrayan Kupon Tahvilat ve Hisse Senedi Bedellerinin Hazineye İntikali Hakkında Kanun hükümleri uygulanır.

2.5.10. Halka Açık Anonim Ortaklıkların Yükümlülüklerinden Muafiyet Şartları

Seri: IV, No: 9 "İhraççıların Muafiyet Şartlarına ve Kurul Kaydından Çıkarılmalarına İlişkin Esaslar Tebliği uyarınca Kurul'ca belirlenen standartlara uygun olarak hazırlanmış, son yıllık mali tablolarına göre;

Aktif toplamı 2.150.000.000.000 TL'ni aşmayan halka açık anonim ortaklıklarda, Kurul düzenlemelerine göre hesaplanan dağıtılabilir birinci temettü tutarının, ödenmiş sermayenin %10'undan daha düşük olması,

Aktif toplamı 2.150.000.000.000 TL. ve üstünde olan halka açık anonim ortaklıklarda, Kurul düzenlemelerine göre hesaplanan dağıtılabilir birinci temettü tutarının, ödenmiş sermayenin %5'inden daha düşük olması,

hallerinde, ortaklığın başvurusunun Sermaye Piyasası Kurulu'nca uygun görülmesi kaydıyla, ilgili hesap dönemleri için birinci temettü dağıtılamaz.

Ancak, bu hükme göre dağıtılmayan temettü, daha sonraki dönemlerde yapılacak muafiyet hesaplamalarında temettü kalemi olarak dikkate alınır

2.6. Temettü Politikasının Önemi

Firmalar, optimal sermaye yapılarını (optimal borç/özsermaye oranını) saptadıktan sonra, özsermayenin ne kadarının yeni sermaye artışı yoluyla, ne kadarının kârların dağıtılmayarak firma bünyesinde bırakılmasıyla (otofinansman) sağlanacağı konusunda karar vermelidirler. Firmanın temettü politikası, elde edilen

net kârın, ortaklıklar ve dağıtılmamış kârlar (yedek akçeler) arasında dağılımını belirler. (Akgüç, 1985; 612)

Firmanın temettü politikasının yatırım kararı mı, finanslama kararı mı olduğu konusuna gelince;

Nakit temettü ödemesi, şirket bünyesinde alıkonacak kâr tutarını azaltır. Bu nedenle temettü politikası bir finanslama kararıdır. Bazı yazarlara göre firma açısından konuya bakıldığında, temettü dağıtımı firmada alıkonacak kâr miktarını azaltıyorsa da firma sermaye artışı yoluyla gerekli fonları sağlayarak, temettü dağıtımının doğurduğu fon azalışını giderebilir. Temettü dağıtımı, hisse sahiplerinin nakit mevcudunu artırır, kârların bünyede bırakılması da hisse senetlerinin piyasa değerini yükseltir. Ancak bu görüşler, vergilerin olmadığı, sermaye artışı için ihraç giderlerinin yapılmadığı, firmaların sınırsız sermaye olanağına sahip olduğu, hisse sahiplerinin gelecekte elde edecekleri kâr paylarını sabit oranla iskonto etmeleri durumunda geçerlidir.

Günümüzde bu koşulların geçersizliği nedeniyle, temettü politikası firmaların piyasa değerini dolayısıyla hisse sahiplerinin servetlerini farklı olarak etkiler. Firma gereken fonları sermaye piyasasından sağlayamıyorsa, yüksek oranda temettü dağıtımı firma bünyesinde daha az kâr alıkonmasına, dolayısıyla büyüme hızının yavaşlamasına neden olur. Firma sermaye artışı yoluyla kaynak sağlamış olsa bile, hisse sahipleri ödeyecekleri gelir vergisi ve sermaye artışının gerektireceği diğer giderler nedeniyle kârın bünyede bırakılmasını tercih edebilirler. Ancak bazı hisse sahipleri de temettü dağıtılmasını daha garantili bulabilirler.

Gelirden sağlanan fonların kullanımı ve sonucunda ulaşılan temettü politikası bir finanslama kararıdır. Firma iç verimlilikleri, kendi sermaye maliyetinden yüksek olan yatırım projelerine sahip oldukça dağıtılmayan kârları kullanarak bu projeleri finanseleyecek ve öz sermaye temelini destekleyecektir.

Eğer firma, kabul edilebilir yatırım projelerini finansladıktan sonra yine de dağıtılabılır bir kâr kalıyorsa, bu kâr sonra nakit temettü biçiminde hissedarlara dağıtılacaktır. Tersî durumda temettü ödenmeyecektir. Kabul edilebilir yatırım fırsatlarının değeri, dağıtılmayan kârlar tutarı artı dağıtılmayan bu kârların birincil

derece menkul değerler toplamından fazla ise, bu durumda firma aradaki farkı yeni hisse senetleri çıkarmak suretiyle finaslmalıdır.

Temettü politikasını kesinlikle bir finanslama kararı olarak ele aldığımızda, nakit temettü ödemeleri geçici bir artış olarak kabul edilir. Temettü ödeme miktarı, firmanın elde edebileceği kabul edilebilir yatırım fırsatlarının miktarındaki dalgalanmalara bağlı olarak dönemden döneme dalgalanmalar gösterecektir. Bu tür yatırım fırsatlarının sayısı çoksa temettü ödemesi yüzdesi muhtemel sıfır olacaktır. Diğer taraftan firma kârlı yatırım fırsatları bulmakta güçlük çekiyorsa, temettü ödemeleri yüzde yüz olacaktır. Bu iki aşırı uç arasında kalan durumlar için ödeme sıfır ile bir arasında bir kesir olacaktır. (Horne, 1978, 266)

Firmanın sermaye piyasasından kaynak sağlama olanağı yoksa, kâr dağıtımı firmanın yapacağı yatırımlarının tutarını azaltır veya yatırımlardan vazgeçme durumu ortaya çıkabilir. Burada kısa vadede kâr dağıtımı ile firmanın büyüme amaçları arasında çelişti ortaya çıkar. Firma sermaye piyasalarından kaynak sağlıyorsa kâr dağıtımı finansman kararıdır. Firmanın finansman gereksinmesini, kârın bünyede alıkonarak veya sermaye artışı yoluyla karşılama seçeneklerinden de söz edilebilir.

Net kârın, hangi oranlarda, hangi ölçüler içerisinde dağıtılarak temettü/dağıtılmamış kârlar arasında bölüneceği firma yönetiminin alacağı en önemli karardır. Çünkü kâr dağıtımı, bazı yazarlara göre firmanın büyüme hızını, firmanın piyasa değerini, ortakların servetlerini etkileyen bir nitelik taşımaktadır.

Temettü ödeme oranı (dağıtılan kâr/net kâr), ekonominin durgun, kârlı yatırım fırsatlarının az, elverişli şartlarla yabancı kaynak bulma olanağının fazla olduğu dönemlerde yüksek; yatırım talebinin yüksek, yabancı kaynak bulma olanağının az olduğu dönemlerde ise düşük bir seyir izlemektedir. (Akgüç,1985; 614)

Sorun, temettünün sadece kullanılmayan fonları dağıtmaya yarayan bir araç olmaktan öte bir şey olup olmadığıdır. Eğer hisse senedi değerini gerçekten etkiliyorsa, temettü politikası, sadece yatırım fırsatları tarafından pasif bir değişken olmaktan daha fazla bir öneme sahip olacaktır.

Firma kendi hissedarının servetini temettü oranını değiştirerek etkileyebilir ve optimal temettü politikasına ulaşabilir.

Temettü değerlemede gerekli ise yatırımcıların sermaye kazançlarına karşın cari temettü ödemeleri için net tercihleri, optimal temettü oranını saptarken, hisse senedi satışı ile kârların dağıtılmaması arasındaki maliyet farkları karşılaştırılmalıdır. (Horne, 1978; 288-289)

2.7. Hisse Senedi Yatırımcılarının Temettü ile ilgili Sermaye Piyasası Kurulu'na Sıkça Gelen Sorular ve Kurulun Cevapları

- *Sermaye Piyasası Kurulu kaydında bulunan şirketlerin, temettü dağıtım dağıtmamaları konusunda serbestileri var mıdır?*

Halka açık ortaklıkların esas sözleşmelerinde birinci temettü oranının gösterilmesi zorunludur. Kurulumuz düzenlemeleri çerçevesinde, Kurulumuz kaydında bulunan ve hisse senetleri Borsa'da işlem görmeyen anonim ortaklıkların hesap dönemi kârından kanunlara göre ayrılması gereken yedek akçeler ile vergi, fon ve mali ödemeler ve varsa geçmiş yıl zararları düşüldükten sonra kalan dağıtılabilir kârın %20'sinden az olmamak üzere temettü dağıtım zorunluluğu bulunmaktadır.

Hisse senetleri Borsa'da işlem gören anonim ortaklıkların da 2003 yılı faaliyetlerinden elde edilen karları üzerinden, yukarıda belirtilen şekilde hesaplanan dağıtılabilir karın en az %20'si oranında kar dağıtımları zorunludur.

Halka açık ortaklıkların kar dağıtım esasları Seri:IV, No:27 Tebliği'nde ayrıntılı olarak düzenlenmiştir.

- *Anonim şirketler hisse senetlerini satarken, satın alan kişilere aldıkları hisse senetleri karşılığında belli bir kâr payı ödemesi garantisi verebilirler mi?*

Anonim şirketlerin ortaklarına dağıtacakları kâr payları hesap dönemi kârından kanunlara göre ayrılması gereken yedek akçeler ile vergi, fon ve mali

ödemeler ve varsa geçmiş yıl zararları düşüldükten sonra kalan tutar üzerinden belirlenebilmektedir.

Şirketlerin faaliyetlerinin kâr veya zararla sonuçlanabileceği göz önüne alındığında, herhangi bir şirketin ortaklarına önceden belirlenen oranlarda kâr payı ödeyeceğini garanti etme imkanı yoktur.

Diğer taraftan Kurul kaydında bulunan şirketlerin ilgili dönem sonunda faaliyetlerini kâr ile sonuçlandırması durumunda da, hesap dönemi kârından kanunlara göre ayrılması gereken yedek akçeler ile vergi, fon ve mali ödemeler ve varsa geçmiş yıl zararları düşüldükten sonra kalan dağıtılabilir kârın %20'sinden az olamamak üzere temettü dağıtma zorunlulukları bulunmaktadır.

Bunun yanında sadece Kurul kaydında bulunan ortaklıklar için ara dönem mali tabloları üzerinden kâr dağıtımı (temettü avansı) ilgili Tebliğ'de belirlenen şartları sağlamaları durumunda mümkün bulunmaktadır.

Kurul kaydında bulunan ortaklıkların kâr ve temettü avansı dağıtım esasları Seri:IV, No:27 Tebliği'nde ayrıntılı olarak düzenlenmiştir.

ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

MENKUL KIYMET PİYASALARINDA ETKİNLİK

Muhasebe sisteminde finansal tablolar yoluyla yatırımcıların kullanımına sunulan bilgilerin, hisse senedi fiyatlarının oluşumuna yaptığı katkının derecesi başta Amerika olmak üzere dünyanın her yerinde çağdaş muhasebe araştırmalarının konusu olmuştur. Araştırmacıların bir diğer ilgilendikleri konu ise açıklamaların fiyatlar üzerindeki etkisinden öte fiyatlar yoluyla ilan edilen bu raporlara verilen tepkinin hızıdır. Bu iki temel konu birleştiğinde, yani yayımlanan rapora, raporun içeriği doğrultusunda verilen tepkinin düzeyi ile hızı dikkate alındığında, ortaya çıkan araştırmaların bir Etkin Piyasalar Hipotezi Testi olduğunu söylemek mümkün olmaktadır.

Muhasebe raporlarından çıkarılabilecek en önemli bilgi hiç kuşkusuz kâr rakamları ve bu rakamları oluşturan kâr unsurlarıdır. Kârlar ile hisse senedi getirileri arasındaki ilişkilerin incelenmesine dünyada uzun yıllar önce başlanmışken İstanbul Menkul Kıymetler Borsası'nın 1986 yılında kurulduğu için çok genç bir borsa olması sebebiyle bu çalışmalar ülkemizde yeni yeni başlamıştır.

3.1. Etkin Piyasalar Hipotezi

Muhasebe bilgilerinin hisse senedi fiyatı üzerindeki etkilerini, denge fiyatını değiştirme potansiyelini kavrayabilmek için Etkin Piyasalar Hipotezini (EPH) anlamak gereklidir.

Rekabetçi piyasalarda herhangi bir malın veya hizmetin fiyatı ortamdaki mevcut halka açık verilere ve bilgilere dayanarak o malı alıp satanların aralarında vardıkları uzlaşmayı yansıtır. Piyasaya yeni bir veri veya bilgi geldiğinde bu bilgi piyasada alıcılar ve satıcılar tarafından analiz edilip yorumlanır ve bu sayede o mal için yeni piyasa fiyatı oluşur. Bu yeni denge fiyatı, piyasaya derlenecek ve yorumlanacak taze bir bilgi gelene kadar varlığını sürdürür. Bu çalışmadaki "mal", "hisse senedi"; "piyasa", "hisse senedi piyasası"; "işlem yapanlar" ise "hisse senedi alıp satan gerçek ya da tüzel kişiler" olarak değerlendirilmelidir. Temel ilgi alanımız

da hisse senedi fiyatlarındaki dengenin yeni bilgi girişiyle beraber ne şekilde değiştiğidir.

Yeni bilgi girişiyle hisse senedi denge fiyatındaki değişiklikleri açıklamaya çalışan pek çok hipotez vardır. Menkul kıymetlerin piyasa denge fiyatının halka açık tüm bilgileri yansıttığını söyleyen hipotez ETKİN PİYASALAR HİPOTEZİ (EPH) olarak bilinir. Fama 1991 yılındaki çalışmasında sermaye piyasalarının etkinliği için gerek ve yeter koşulları aşağıdaki gibi sıralamıştır:

1. Menkul kıymet işlemlerinde işlem maliyeti yoktur.
2. Tüm mevcut bilgiler piyasa işlem yapanlarının kullanımına kısıtsız ve maliyetsiz açıktır.
3. Herkes tüm menkul kıymetlerin şimdiki ve gelecekteki fiyatlarının belirlenmesi için mevcut verinin aynı yönde kullanımı konusunda hemfikirdir.

Yukarıdaki özelliklere sahip piyasalarda menkul kıymetin halihazırdaki fiyatının mevcut tüm bilgi içeriğini “tam olarak yansıttığı” muhakkaktır. Bir başka tanıma göre ise tam etkin bir piyasa, bütün menkul kıymetleri fiyatlarının o menkul kıymetlere yapılan yatırıma tam olarak yansıtan piyasa demektir. (Sharpe, 1986) Ancak gerçek piyasalarda ne bütün veriler maliyetsizce kullanıma açıktır ne de tüm yatırımcılar bilginin aynı şekilde kullanılacağı konusunda hemfikirdir. Bu koşullar altında oluşacak piyasanın da etkin olmayan bir piyasa olacağı kesindir.

Bu durumda:

1. Menkul kıymetlerin yeni bilgiye anında, tam ve doğru olarak tepki verdiği,
2. Menkul kıymet fiyatlarının rassal olarak değiştiği,
3. Piyasa kurallarının üstün kazanç sağlamayı engellediği,
4. Profesyonel yatırımcıların bağımsız olarak veya gruplar halinde üstün kazanç elde etmesinin mümkün olmadığı

piyasalar “etkin piyasa” olarak adlandırılırlar.

Gerçek piyasaların bu özellikleri taşıyıp taşımadıkları geçmiş zamanlardan beri yoğun deneysel araştırmaların konusu olmuştur. Mevcut piyasalar incelendiğinde *etkin olmayan* piyasaların çok fazla olduğu görülmektedir. Ancak menkul kıymetler piyasası diğerlerinden farklı olarak etkinlik göstermektedir. Bunun çeşitli nedenleri vardır.

3.2. Menkul Kıymet Piyasalarının Etkinliğine Sebep Olan Faktörler

3.2.1. Etkin Olmasının Sebepleri

Etkin Piyasalar Hipotezi menkul kıymetler piyasası dışındaki tüm piyasalarda uygulanabilecek geniş bir kavram olmasına rağmen menkul kıymetler piyasasının sahip olduğu belirgin karakteristik özellikler sebebiyle bu piyasanın diğerlerinden daha etkin olduğu söylenebilir. Bunun sebepleri aşağıdaki gibi özetlenebilir:

1. Hisse senetleri organize olmuş bir piyasada işlem görürler. Organize piyasalarda alım-satım emirleri anında değerlendirilir ve bu sebeple çok kısa sürede ortaya çıkan yeni bilgiyi içeren yeni talebin fiyatta yarattığı değişiklik anında gözlenebilir.
2. Menkul kıymetler piyasasında daha fazla kâr için birbiriyle rekabet halinde olan çok miktarda işlem yapan mevcuttur. Bireysel yatırımcılar ve kuruluşlar piyasa koşullarından daha çok faydalanıp çıkarlarını maksimize etmek için ortamdaki mevcut tüm bilgiyi kullanmak isterler. İşlem yapanlar arasındaki bu rekabet menkul kıymetler piyasasındaki araçların tüm bilgiyi anında yansıtmasını sağlar. Bu proses sırasında piyasanın etkinliğini azaltacak bazı gelişmeler de yaşanabilir. Bu etkisizlikten yararlanıp az da olsa üstün kazanç elde edebileceğini düşünen yatırımcıların varlığı bilginin kullanımını hızlandıracağından etkinliğin de bir ölçüde artmasını sağlar.
3. Menkul kıymetler piyasasında bilginin yayılımı için yasal ve etik baskılar mevcuttur. Şirketler hakkındaki bilginin temel kaynağı kurumların açıkladığı ara dönem ve yıllık muhasebe verileridir. Bu bilgileri içeren raporların basılması ve dağıtılması üst piyasa düzenleyicilerinin üst düzey denetimindedir.

Etkin piyasaların varlığı, bu tip piyasaların kıt kaynakların dağılımını optimal hale getireceği için toplum refahını artırma bakımından istenen bir durumdur. Menkul kıymetlerin fiyatları mevcut ve erişilebilir bilgiye dayanarak birbirine göre doğru ve adaletli olarak belirlendiğinde, kıt kaynakların etkin ve optimal dağılımı gerçekleşmiş olacağından refah artışı da mümkün olur. Bunun ötesinde, etkin bir piyasada hiçbir gerçek ya da tüzel yatırımcı diğerine göre daha dezavantajlı değildir, çünkü kimsenin sahip olmadığı bilgiye sahip olanlar haricinde, bilgiye normal yollardan ulaşanlar diğerlerine üstünlük sağlayamazlar. Bu üstün özelliklerinden dolayı menkul kıymetler piyasası diğerlerine göre daha etkindir denilebilir. Ancak yine de piyasada etkinsizlik yaratan sebepler mevcuttur.

3.2.2. Etkin Olmamasının Sebepleri

Genel olarak piyasaların etkin olmamasına neden olan birkaç sebep de mevcuttur:

1. Her ne kadar piyasalar yayımlanan finansal raporlara önem verip onları değerlendirmeye çalışsa da bazı yatırımcılar bu raporların taşıdığı bilgi içeriğini yorumlayıp değerlendirmede yetersiz kalırlar. Bu eksik değerlendirme ve yorumlamanın sebebi olarak, piyasanın diğer profesyonel yatırımcılara göre finansal verileri analiz etme ve yorumlama konusunda görece olarak daha kısıtlı yeteneğe sahip amatör yatırımcıları da içerdiği gerçeği gösterilebilir.
2. Verinin ve bilginin elde edilmesi maliyetli olabilir. Hatta halka açık verilerin tüm yatırımcılar tarafından erişilebilir olmaması sebebiyle menkul kıymet fiyatları yeni bilgi içeriğini tam olarak yansıtmayabilir.
3. Hisse senedi piyasası işlemleri de piyasanın etkinliğini kaybetmesine sebep olabilir. Eğer tüm yatırımcıların hisse senedi piyasasına anında erişimi mümkün değilse bu yatırımcıların piyasa fiyatına verecekleri tepki yatırımcılar piyasaya ulaşana kadar gecikecek, bu da etkinsizliğe yol açacaktır.
4. Piyasada spekülasyon kâr elde etmek amacıyla olan kişilerin varlığı da piyasa etkinliğini engelleyebilir. Bu gibi profesyonel yatırımcılar mevcut veriye tam olarak ulaşabilecek olmalarına rağmen ulaştıkları bu verileri kendi çıkarları için bilginin içeriği yönünde değil de aksi yönde kullanarak kısa vadede spekülasyon kazanç elde etmeye çalışabilirler. Bu da etkinsizliğe yol açar.

Yukarıda bahsedilen potansiyel etkinliği engelleyici sebepler az ya da çok bütün piyasalarda yer alırken İMKB gibi gelişmekte olan piyasalarda varlıklarını fazlasıyla göstermektedirler. Ancak İMKB'nin etkin olmayan bir piyasa olduğu sonucuna tanıma bakarak varırken dikkatli olmamız gerekir. Bunun yerine araştırma yaparken fiyat oluşum prosesi sırasında etkinsizliğe yol açması mümkün olan potansiyel kaynakların etkilerini dikkate almalıyız.

3.3. Piyasa Etkinlik Dereceleri

3.3.1. Zayıf Formda Piyasa Etkinliği

Bu formda, kullanılan bilgi kümesi sadece hisse senedinin geçmiş fiyat ve getiri değerleridir. Bu teoriye göre “ hisse senedi fiyat hareketleriyle ilgili geçmiş veriler, yatırımcıya sürekli olarak bir portföyü yönetirken al-ve-tut stratejisi uyguladığında üstün getiri sağlaması için yeterince faydalı bilgiler sunmaz”. (Malkiel 1985)

Etkin piyasalar modelinin ilk kullanıldığı zamanlarda, menkul kıymetin halihazırdaki fiyatının mevcut ve ulaşılabilir tüm bilgi setini “tam olarak” yansıttığı şeklindeki ifade, ardışık fiyat değişimlerinin bağımsız olduğu ve bu değişimlerin birbirine benzer dağılım gösterdiği hatta hisse senedi fiyatındaki değişimlerin “rassal yürüyüşlerden” ibaret olduğu izlenimi yaratmaktaydı.

Hisse senedi fiyatlarında rassal değişimler olduğunu söylemek hisse senedi fiyat değişimlerinin nedensiz olduğu anlamına gelmemelidir. Fiyatlar firmanın kâr etme potansiyelinde meydana gelen değişimlerden ya da alternatif yatırım araçlarının getirilerinde oluşan değişimlerden etkilenerek farklılaşabilir. Spesifik bir menkul kıymetle ilgili veriler yatırımcılar tarafından her zaman gözden geçirilir ve bu da menkul kıymetin fiyatında değişikliğe yol açar. “Rassal yürüyüş hipotezi basitçe der ki: herhangi bir zamanda, boyutta ya da yönde bir sonraki fiyat değişimi o anda varolan bilgiyle ilgili olarak rassaldır” (Dykman ve Morse, 1986; 6)

Fiyatlardaki değişim serisiyle ilgili geçmiş verilerin gelecek fiyat için tahminde bulunmada yetersiz olduğu ve bu amaç için kullanılamayacağı bulgusu, zayıf formda etkin piyasalar hipotezinin geçerli olduğunun bir kanıtı ve göstergesidir. Bu bulgunun

bir diğer sonucu da yatırım stratejileri uygularken grafikler, çizimler gibi teknik analiz yöntemlerinin kullanılmasının yanlış sonuçlara yönlendirebileceği gerçeğidir.

70'li yıllardan önce diğer modellere göre üstünlüğünü hissettiren rassal hareketlenme hipotezi 1970 yılından sonra eleştirilerin hedef noktası olmuştur. 1970 yılından sonra yapılan çalışmaların temelde söyledikleri, hisse senedi getirilerinin geçmiş getirilerle ilgili veriler, kâr payı dağıtım verileri ve firmayla ilgili çeşitli yapısal veriler kullanılarak tahmin edilebilir olduğudur.

Fama, etkin sermaye piyasası modelini yeniden değerlendirdiği 1991 yılındaki çalışmasında menkul kıymetin getirisini tahmin etmek için kullanılan testlere dikkat çekmektedir. Bu testlerden ilk grubu günlük, haftalık ve aylık getirilerin geçmiş getiri verileri kullanılarak tahmin edilmesiyle ilgilidir. Bu testler günlük, haftalık ve aylık getiriler arasındaki otokorelasyonu tahmin etmektedir.

3.3.2. Yarı Kuvvetli Formda Piyasa Etkinliği

Yarı kuvvetli formda piyasa etkinliği, fiyatların mevcut durumunun halka açık olan tüm verileri yansıttığını ileri sürmektedir. Menkul kıymetlerin piyasa fiyatları, anında ve sapmasız bir şekilde gelen halka açık bilginin (sermeye artırım duyurusu, finansal raporların açıklanması, şirketlerle ilgili araştırma ve tahmin raporlarının açıklanması. vb.) yönüne göre adapte olur. Hisse senedi piyasasında analiz yapan kişiler halka açık bu bilgileri yorumlamada ve bilgi içeriği doğrultusunda hareket etmede oldukça başarılıdırlar. Hatta bu kişiler yeni bilgi girişine o kadar çabuk ve doğru tepki gösterirler ki bu ortamda hiçbir yatırımcı için normalin üzerinde kazanç elde etmek mümkün olmamaktadır. Lorie ve Hamilton bu konuyu aşığıdaki anekdotla vurgulamışlardır.

“Bu çok ilginç bir paradokstur. Etkin piyasalar hipotezinin geçerli olabilmesi için pek çok yatırımcının bu hipoteze inanmaması gerekir. Eğer yatırımcılar üstün kazanç elde etmek isterlerse hisse senetleri işlem gören şirketler hakkında rekabetçi bir tarzda bilgi edinmeye çalışır, mevcut veriyi etraflıca ve hızlıca analiz ederlerse piyasa fiyatı, şirket hakkında ortamda bilinen her şeyi yansıtacak hale gelir. Fiyatın tüm bilinenleri yansıttığı ortamda da üstün kazanç elde etmenin mümkün olmayacağı göz önüne alındığında ortaya çıkan paradoks görülmektedir. Eğer

bilgileri fiyata yansıtmak için yapılan çabalardan vazgeçilirse de bu sefer piyasa etkinliğinin kaybolacağı söylenebilir.” (Lorie ve Hamilton, 1980; 122)

Piyasa etkinliğinin bu formu bazılarının düşündüğünün aksine hisse senedi fiyatlarının amaçsızca hareket ettiğini ve temel bilgilerdeki değişikliklere duyarsız olduğunu ifade etmez. Aksine, piyasanın kimsenin çabuk al-sat kararlarıyla kazanç elde edemeyecek kadar etkin olduğunu belirtir. Hisse senetlerinin temel analizi konusunda guru olan Benjamin Graham'ın 1976 yılında ölmeden önce Financial Analyst Journal'daki yorumu şöyle olmuştur:

“...artık üstün kazanç fırsatları elde etmek için özenli teknik analiz uygulamalarına kendimi adamayacağım. Bu tip teknik analizler, Graham ve Dodd ilk defa araştırmalarını yayınladığında, bundan 40 sene evvel, kazanç elde ettiren gayretler olabilirdi ama artık durum değişti.. (Bugün) harcanacak olan yoğun çabaların bu çabaları harcarken katlanılan maliyeti karşılayıp üstün kazanç getireceği konusunda şüphelerim var... Artık ben de “etkin piyasalar” okulunun tarafındayım...” (Graham, 1976; 93)

Yarı kuvvetli formdaki piyasa etkinliği muhasebe bilgilerinin halka yayınlanıyor olması sebebiyle muhasebe uzmanları için önemli hale gelmiştir. Bu çalışmanın konusu olarak bu formdaki piyasa etkinliği ile ilgilenilmektedir ve Türkiye'deki yatırımcıların halka açıklanan finansal verilere (özellikle kâr dağıtım açıklamalarına) nasıl tepki verdikleri incelenecektir.

3.3.3. Kuvvetli Formda Piyasa Etkinliği

“Piyasa etkinliğinin kuvvetli formuyla ilgili testler hiç kimsenin, bazı bilgilere bireysel erişimi olduğu için, daha fazla alım satım kârı beklentisi içinde olamayacağı şeklinde mevcut ya da açıklanmamış tüm bilginin fiyatlarda tam olarak yansıtılmasıyla ilgilenir.” (Fama, 1970; 409)

Diğer bir deyişle kuvvetli form, sadece halka açık bilgilerin değil şirket hakkında olabilecek açıklanmış ya da açıklanmamış tüm verilerin hisse senedi fiyatına yansıdığını ifade eder. Çok özel bilgilere sahip olanlar, yönetim kurulu

üyeleri, firma sahipleri ya da yöneticiler bu formda piyasa etkinliğinin bulunduğu bir ortamda sahip oldukları bilgileri kullanarak normal üstü kazanç elde edemezler.

Bu formdaki bir piyasa etkinliğini uç nokta olarak tanımlamamız mümkündür. Gerçek hayatta içeriden bilgi edinen (insider trader) kişilerin iyi kazançlar elde ettikleri gerçeği bilindiğinden reel piyasaların bu tanıma uymadıkları aşikârdır. Rassal yürüyüş teorisine göre içeriden bilgi edinen kişilerin bu bilgiye sahip olmayan diğer yatırımcıların sırtından üstün kârlar elde etmeleri mümkün olmaktadır. Fama'nın yaptığı tanım son yıllarda eleştirilmiş, üstün kazanç elde eden kişinin bilgiyi çok iyi kullandığından mı yoksa bilginin tek ulaşıcısı olduğundan mı bu kazancı elde ettiği anlaşılamadığından piyasa etkinliğini üstün kazancın varlığı ya da yokluğuna bağlamak doğru olmayabilir şeklinde yorumlar gelmiştir (Bodie, Kane ve Marcus, 1996)

Piyasa etkinliğinin bu formunun test edilmesi diğerlerine göre daha güçtür, çünkü özel bilginin var olup olmadığı, halka açık bilginin varlığı kadar açıkça gözlemlenemeyebilir. Bu tür piyasa etkinliğinin varlığını test etmek için Amerikalı araştırmacılar SEC'in yayınladığı "Resmi İçerden Ticaret Özeti"ni kullanarak alım-satım stratejilerinin kârlılığını incelemişlerdir. Bu raporda firmalarda çalışan görevlilerin, yöneticilerin ve belli bir oranın üzerinde hisseye sahip hissedarların senetlerle ilgili yaptıkları işlemler not edilmiştir. Eğer bu kişiler üstün kazanç elde etmişlerse o zaman etkin bir piyasanın varlığından söz etmek mümkün olmamaktadır.

3.4. Kazanç Açıklamalarıyla İlgili Diğer Araştırmalar

Kazanç açıklamalarıyla ilgili araştırmaların, bu açıklamaların faydalı bilgi taşıyıp taşımadığının ötesindeki boyutu, açıklamaların zamanlamasının (beklenenden erken ya da geç kazanç açıklamaları) menkul kıymet fiyatı üzerinde bir etkisi olup olmadığıdır.

Chambers ve Penman (1984) kazanç raporu ilanlarının (hem dönemsel hem yıllık) zamanlamasıyla ilan zamanlarında, hisse senedi fiyat davranışları arasındaki ilişkiyi gösteren tanımlayıcı kanıtlar elde etmiştir. Bu çalışmada zamanlılık iki şekilde tanımlanmıştır:

1. Raporlama gecikmesine göre zamanlılık. Raporlama gecikmesi, mali yılın son günü ile raporun ilan edildiği gün arasında kalan süre olarak tanımlanmıştır. Şirketler gecikme sürelerine göre yedi grupta sınıflandırılmış ve hisse senedi piyasasının bu yedi ayrı gruba verdiği tepkiler araştırılmıştır. Sonuçlar farklı gecikme gruplarının beklenmeyen getirilerinden hiçbirinin anlamlı olarak sıfırdan farklı olmadığını göstermektedir. Bu bulgu, piyasa etkinliği hipotezinin hiç kimse şirketlerin özel raporlama davranışlarından elde edilecek bilgilerle anormal kazanç elde edemez varsayımını da destekler niteliktedir.
2. Zamanlılık geçen yılın aynı mali dönemi baz alınarak bu yıl raporlamada beklenen gecikme süresine göre ölçülür. Bu kritere göre şirketler gecikme sürelerinin beklenenden fazla (geç) ya da az (erken) olmasına göre dokuz gruba ayrılmıştır. Raporlar beklenenden önce yayımlandığında; zamanında ya da beklenenden geç yayınlanan raporlara göre daha büyük fiyat tepkileri gözlemlenmiştir. Bu gözlemin ardında yatan temel sebep erken yayımlanan raporların yatırımcılar tarafından iyi haber olarak algılanmış olduğu gerçeğidir. Beklenen zamandan daha geç yayınlanan raporlar ise kötü haber olarak algılanmakta ve bu da fiyatlara yansımaktadır.

Atiase (1985) da Chambers gibi hisse senedi fiyatlarıyla raporlama zamanı arasındaki ilişkiyi çalışmasına firma büyüklüğü değişkenini de ekleyerek incelemiştir. Hisse senedi piyasasının tepkisi, hisse senedi getirisinin değişkenliği ile ölçülmüştür (Kazanç ilanlarının yapıldığı zamandaki getiri değişkenliği ilan olmayan zamandaki değişkenlik derecesinden büyük ise bu, kazanç ilanını içeren bilginin yatırımcının yatırım kararını değiştirmede etkili olduğunu göstermektedir). Bulgular ilan yapıldığı haftadaki değişkenliğin firma büyüklüğü ile ters orantılı olduğu hipotezini desteklemekte ve ilan yapıldığı haftadaki değişkenlikle raporlama gecikmesi arasında anlamlı bir ilişki olmadığını söylemektedir. Bu ikinci bulgu, Chambers ve Penman'ın ulaştığı sonuçlarla da tutarlıdır.

Yine Chamber ve Penman'ın sonuçlarıyla tutarlı olarak Whittred (1980), Givoly ve Palmon (1982), Kross (1981) da erken ilanların daha yüksek, geç ilanların daha düşük olan anormal getirilerle sonuçlanacağını ve yüksek fiyat değişkenliğinin geç, düşük fiyat değişkenliğinin ise erken ilanlara bağlı olduğunu bulmuşlardır. Kross ve Schroeder ise firma büyüklüğü ile kazanç tahmin hatalarının işareti ve

büyükliğini kontrol altında tutarak raporun zamanlama etkisini incelemiştir. Bulguları, yukarıda değinilen ve kazanç tahmin hatalarının işareti ve büyüklüğünü kontrol etmeyen çalışmalardan çıkan sonuçlarla örtüşmektedir. Erken (geç) kazanç ilanı yapan firmaların hisselerinin anormal getirileri anlamlı olarak geç (erken) kazanç ilanı yapan firmalardan yüksek (düşük) olmuştur.

Raporlama gecikmesi konusu dışında yapılan ilginç bir araştırma da Jennings ve Starks'ın 1985 yılındaki çalışmasıdır. Bu araştırmacılar piyasa tabanlı muhasebe araştırmalarının ilgi alanı olan iki konuyu birleştirmişlerdir: Sermaye piyasası etkinliği ve bilgi içeriği. Bunu yaparken de farklı bilgi içeriğine sahip verilerin açıklanmasından sonra fiyatların bu bilgiye hangi hızda uyum sağladığını gözlemlemişlerdir. Bilgi içeriğinin görece derecesi, finansal analistlerin mali yıl sonu kazanç tahminlerini geçici raporlara göre revize etmesiyle kendini gösteren yatırımcının inanış değişiminin büyüklüğü ile ölçülür. Bir kazanç açıklamasının yüksek ya da düşük seviyede bilgi taşıdığına, geçici açıklama sonucunda analistlerin yaptıkları tahminlerin ortalamasındaki ve/veya varyansındaki değişimlere bakılarak karar verilir. Eğer analist tahminlerinin ortalamasındaki ve/veya varyansındaki mutlak yüzde değişim medyadaki değişimden fazla ise raporun yüksek derecede bilgi taşıdığı sonucuna ulaşılabilir. Tabii ki bunun tersi de doğrudur. Lamant (1998) ise kâr payı dağıtımını açıklamalarındaki gecikmenin kâr raporlarındaki değişimlerden hisse sendi fiyat değiştirme açısından daha etkili olduğunu bulmuştur.

Araştırmadan çıkarılan bulgulara göre hisse senedi fiyatları üç aylık kazanç açıklamalarının taşıdığı farklı bilgilendirme düzeyine göre farklı tepkiler verirler. Fiyatların bilgiye uyarlanma zamanı yoğun bilgi içeriğine sahip raporun resmi olarak açıklanacağı vakitten bir iki saat önce başlar ve açıklamadan sonraki yedi-sekiz saatlik süreyi de kapsar. Öte yandan düşük seviyede bilgi taşıyan raporlara olan tepkiler ise rapor açıklandıktan sonra iki saat içinde gelmeye başlar ve yaklaşık altı ile sekiz saat arası sürer. Her ne kadar fiyatların uyarlanma süreçleri arasında bilgi içeriğinin yoğunluğuna göre farklılıklar göze çarpsa da bu farklılık fazla değildir ve denilebilir ki piyasa yüksek seviyede bilgi taşıyan habere bile makul derecede zamanlamalı tepki gösterir.

DÖRDÜNCÜ BÖLÜM

ŞİRKETLERİN TEMETTÜ AÇIKLAMALARININ HİSSE SENEDİ FİYATLARINA YANSIMASI ÜZERİNE ARAŞTIRMA

4.1. Araştırma Yöntemi ve Kullanılan Veriler

Araştırma yönteminden ve verilerinden bahsedilecek olan bu kısımda araştırmanın yöntemi, uygulamaya konu olan örneklemin seçim kriterleri, verilerin kaynakları ve çalışma boyunca yararlanılan yardımcı araçlar tanıtılacaktır.

Araştırmanın ilk safhasında İstanbul Menkul Kıymetler Borsası'na kote ve Ulusal Pazar'da işlem görmekte olan 295 şirketin 1999-2000-2001 yıllarında yapmış oldukları temettü ödemelerinin miktar ve tarihlerine ait veriler toplanmış ve derlenmiştir. Mevcut 295 şirket arasında tespit ettiğimiz düzenli olarak temettü ödemesinde bulunan 44 şirketin 1999 ve 2000 yıllarında yapmış oldukları temettü ödemelerinin miktar ve tarihlerine ait veriler toplanmış ve önceki verilere eklenerek tekrar düzenlenmiştir. Böylece son 5 yılda düzenli olarak temettü ödemesinde bulunan 29 şirkete ulaşılmıştır.

İkinci safhada bu 29 şirkete ek olarak son 3 yılda hiç temettü ödemesinde bulunmayan şirketlerden 10 tanesi ve düzensiz olarak temettü ödemesinde bulunan şirketlerden de 10 tanesi rasgele seçilmiş olup toplam 49 şirketten meydana gelen 3 grupluk örnekleminiz oluşturulmuştur. Daha sonra bu 49 şirketin 01.01.1999 ve 31.12.2003 tarihlerindeki İMKB kapanış fiyatlarına ait veriler toplanmış ve derlenmiştir. 49 şirketin 1999 – 2003 yılları arasında yatırımcıların mevcut bilgileri ne yönde değerlendirdikleri veya ne derece dikkate aldıklarının yorumlanması ve bu açıklamaların doğrultusunda borsada işlem görmekte olan hisse senetlerinin fiyatlarına ne yönde yansıdığına saptanması amacı ile İstanbul Menkul Kıymetler Borsası'nda oluşmuş olan piyasa fiyatları arasındaki yüzdesele getirileri hesaplanmıştır.

Son safhada ise şirketlerin temettü dağıtımları ile hisse senetlerinin borsa fiyatları arasındaki ilişkiler ve şirketlerin birbirleri ile ilişkilerine bağlı inceleme sonucu

yorumlanmıştır. Ayrıca yorumu yaparken analizin dışında gerek ekonomik, gerek politik ve siyasi gelişmelere de değinilmiş, ÷lkemizdeki uygulamalar irdelenmiştir.



4.2. 2001-2002-2003 Yıllarında Tüm Şirketlere Ait Temettü Dağıtım Verileri

BÜTÜN HİSSELER	2001		2002		2003	
	TEMETTÜ (TL)	TARİH	TEMETTÜ (TL)	TARİH	TEMETTÜ (TL)	TARİH
1 ABANA	529.1	19.03.2001				
2 ACIBD	1,500.0	02.04.2001			166.7	30.05.2003
3 ADANA	655.0	31.05.2001	1,219.9	31.05.2002	945.0	30.04.2003
4 ADBG	465.8	31.05.2001	867.5	31.05.2002	672.0	30.04.2003
5 ADEL			334.4	31.05.2002	521.9	30.05.2003
6 ADNAC	64.7	31.05.2001	120.5	31.05.2002	93.3	30.04.2003
7 AEFES	200.7	31.05.2001			200.0	30.05.2003
8 AFYON	1,000.0	31.05.2001				
9 AGIDA	118.3	02.07.2001	70.1	31.05.2002	100.0	30.05.2003
10 AGYO			129.2	31.05.2002	55.1	09.05.2003
11 AKALT						
12 AKBNK	52.5	29.03.2001			52.9	27.03.2003
13 AKCNS	30.0	02.04.2001	70.0	30.04.2002	173.1	31.03.2003
14 AKENR					156.0	29.05.2003
15 AKGRT	400.0	29.03.2001	420.0	31.05.2002	210.8	10.04.2003
16 AKIPD						
17 AKSA	255.6	10.12.2001	500.0	31.05.2002	500.0	26.05.2003
18 AKSUE	527.5	26.03.2001	527.5	08.04.2002	527.5	30.05.2003
19 AKYO						
20 ALARK			150.0	30.05.2002	200.0	30.05.2003
21 ALCAR			2,000.0	30.05.2002	2,220.0	30.05.2003
22 ALCTL						
23 ALGYO			200.0	30.05.2002	200.0	30.05.2003
24 ALKA			90.0	30.05.2002	165.3	30.05.2003
25 ALKIM	315.3	09.04.2001	933.9	01.04.2002	358.4	21.03.2003
26 ALNTF						
27 ALTIN						
28 ALYAG	95.0	28.02.2001				
29 ANACH	50.0	31.05.2001			220.0	30.05.2003
30 ANHYT	166.0	30.03.2001			107.7	24.03.2003
31 ANSGR	45.0	30.03.2001			120.8	24.03.2003
32 ARAT						
33 ARCLK	200.0	31.05.2001			500.0	28.05.2003
34 ARENA					325.0	29.05.2003
35 ARFYO						
36 ARSAN						
37 ASELS	100.0	31.05.2001			254.0	30.05.2003
38 ASLAN						
39 ASUZU						
40 ATAYO			1,000.0	24.04.2002		
41 ATEKS						
42 ATLAS			849.0	31.05.2002		
43 ATSYO						
44 AVRSY						
45 AYCES	29.8	15.05.2001	69.7	28.05.2002	147.5	30.05.2003
46 AYEN	3,999.0	02.05.2001	3,098.9	31.05.2002		
47 AYGAZ	205.1	30.05.2001	300.0	08.04.2002		
48 BAGFS	740.7	29.05.2001	1,058.2	30.05.2002	1,618.0	30.05.2003
49 BAKAB						
50 BANVT	50.0	31.05.2001				
51 BEKO						
52 BERDN						
53 BFREN	37,565.3	30.04.2001				
54 BISAS						
55 BJKAS			1,000.0	25.10.2002		
56 BOLUC	125.7	31.05.2001	419.9	31.05.2002	389.3	30.04.2003
57 BOSSA	120.0	12.04.2001	701.0	15.04.2002	200.0	08.04.2003
58 BRISA	1,972.5	09.04.2001	2,767.0	12.04.2002	5,279.0	24.03.2003
59 BRMEN						
60 BROVA						
61 BRSAN	315.2	31.05.2001	871.0	31.05.2002	451.5	30.05.2003
62 BRYAT						
63 BSOKE			270.0	27.03.2002	120.0	28.03.2003
64 BSPRO	386.5	31.05.2001				
65 BTCIM	70.9	29.05.2001	240.0	28.03.2002	102.8	28.03.2003
66 BUCIM			684.6	15.04.2002	523.7	07.04.2003
67 BUMYO						
68 BURCE						

BUTUN HISSELER	2001		2002		2003		
	TEMETTÜ (TL)	TARİH	TEMETTÜ (TL)	TARİH	TEMETTÜ (TL)	TARİH	
69	CARSI						
70	CBSBO						
71	CELHA						
72	CEMTS						
73	CEYLN						
74	CIMSA	390.0	09.04.2001	1,279.8	03.04.2002	489.0	14.04.2003
75	CLEBI	2,330.1	03.09.2001	5,844.6	21.05.2002		
76	CMBTN	119.4	30.05.2001				
77	CMENT	126.5	10.04.2001				
78	CMLOJ						
79	COMUN	66.1	19.12.2001	52.9	27.05.2002		
80	CUKEL					201,029.2	20.05.2003
81	CYTAS						
82	DARDL						
83	DENCM						
84	DENTA	184.0	10.05.2001	620.0	11.03.2002		
85	DERIM						
86	DEVA						
87	DISBA						
88	DITAS	500.0	28.05.2001				
89	DMSAS						
90	DNZYO						
91	DOBUR					270.0	19.03.2003
92	DOGUB						
93	DOHOL						
94	DOKTS						
95	DUROF						
96	DYHOL						
97	DYOBY	79.0	25.05.2001				
98	ECBYO						
99	ECILC						
100	ECYAP						
101	ECZYT					223.5	30.05.2003
102	EDIP			100.0	31.05.2002	100.0	30.05.2003
103	EFES						
104	EGEEN			500.0	31.05.2002		
105	EGGUB	340.0	30.05.2001				
106	EGPRO						
107	EGSER						
108	EGYO						
109	EMKEL						
110	EMNIS						
111	ENKAI	410.4	31.05.2001	400.0	31.05.2002	350.0	28.05.2003
112	EPLAS						
113	ERBOS			300.0	06.05.2002	146.1	30.05.2003
114	EREGL						
115	ERSU						
116	ESCOM						
117	ESEMS						
118	EVREN			737.0	31.05.2002		
119	FENIS						
120	FFKRL						
121	FINBN						
122	FMHZP	3,440.0	31.01.2001	9,800.0	31.01.2002	25,800.0	31.01.2003
123	FNSYO					50.0	21.05.2003
124	FRIGO						
125	FROTO						
126	FVORI						
127	GARAN						
128	GARFA						
129	GDKYO						
130	GEDIZ						
131	GENTS			205.0	27.05.2002		
132	GEREL						
133	GIMA						
134	GLBYO						
135	GLMDE						
136	GOLDS						

BUTIR HISSELER	2001		2002		2003		
	TEMETTO (TL)	TARİH	TEMETTO (TL)	TARİH	TEMETTO (TL)	TARİH	
137	GOLTS	500.0	31.05.2001	350.0	31.05.2002	832.7	30.05.2003
138	GOODY						
139	GRGYO						
140	GRNYO					3,549.8	10.04.2003
141	GSDHO						
142	GSRAY			14,471.0	28.08.2002		
143	GUBRF	210.0	30.05.2001			172.6	30.05.2003
144	GUSGR					127.3	07.05.2003
145	HEKTS						
146	HURGZ						
147	HZNDR						
148	IDAS						
149	IHEVA						
150	IHGYO						
151	IHLAS						
152	INTEM						
153	IPMAT						
154	ISAMB						
155	ISATR	358,688.0	15.05.2001				
156	ISBTR	17,934.4	15.05.2001				
157	ISCTR	166.5	28.05.2001				
158	ISGEN						
159	ISGYO						
160	ISKUR						
161	ISYAT			200.0	27.05.2002	200.0	26.05.2003
162	IZMDC						
163	IZOCM	400.0	31.05.2001	333.3	31.05.2002	250.0	21.04.2003
164	KAPLM						
165	KARSN						
166	KARTN	1,550.0	28.05.2001	1,510.8	31.05.2002	5,150.0	02.04.2003
167	KAVPA	275.0	24.04.2001	157.6	22.04.2002		
168	KCHOL	100.0	07.05.2001				
169	KENT						
170	KEPEZ	44,990.0	16.04.2001	143.0	15.04.2002	171,230.0	20.05.2003
171	KERVY						
172	KIPA	100.0	31.05.2001	211.6	31.05.2002	211.6	10.04.2003
173	KLBMÖ						
174	KLMSN						
175	KNFRT						
176	KONYA	100.0	31.05.2001			450.0	30.05.2003
177	KORDS	307.0	11.04.2001	360.0	26.04.2002	615.9	04.04.2003
178	KOTKS						
179	KOZAD						
180	KRDMA						
181	KRDMB						
182	KRDMD						
183	KRSTL						
184	KRTEK	300.0	15.05.2001	200.0	15.05.2002	150.0	23.05.2003
185	KUTPO						
186	LINK	581.6	26.03.2001				
187	LIOYS						
188	LOGO						
189	LUKSK						
190	MAALT			250.0	20.05.2002	250.0	18.04.2003
191	MAKTK						
192	MARET	300.0	25.05.2001				
193	MEGES						
194	MEMSA						
195	MERKO						
196	METAS						
197	METUR					2,287.0	22.05.2003
198	MIGRS	500.0	31.05.2001	500.0	06.05.2002	100.0	30.04.2003
199	MILYT						
200	MIPAZ						
201	MMART						
202	MNDRS						
203	MRDIN	1,277.0	31.05.2001	1,706.3	31.05.2002	863.7	30.04.2003
204	MRSHL	1,792.0	31.05.2001	751.0	31.05.2002	944.0	30.05.2003

BUTUN HISSELER	2001		2002		2003	
	TEMETTO (TL)	TARİH	TEMETTO (TL)	TARİH	TEMETTO (TL)	TARİH
205						
206	MUTLU	100.0	30.03.2001	160.0	29.03.2002	
207	MYZYO					
208	MZHLD					
209	NETAS	700.0	09.05.2001	1,040.6	13.05.2002	1,220.0
210	NIGDE	1,418.4	20.04.2001	2,568.0	08.04.2002	4,262.3
211	NTHOL					15.04.2003
212	NTTUR					
213	NUGYO					
214	NUHCM	300.0	31.05.2001	619.6	15.04.2002	230.0
215	OKANT					15.04.2003
216	OLMKS	250.0	16.04.2001	200.0	15.04.2002	394.0
217	OTKAR	761.9	15.05.2001	687.8	31.05.2002	579.1
218	OZFIN			294.6	15.03.2002	05.05.2003
219	PARSN					
220	PASTA	200.0	31.05.2001	200.0	06.05.2002	303.0
221	PENGD					11.04.2003
222	PETKM					
223	PETUN	895.6	31.05.2001			
224	PIMAS					
225	PINSU	950.0	24.05.2001			
226	PKENT					
227	PNSUT	844.4	31.05.2001	159.9	29.05.2002	
228	PRKAB	350.0	24.04.2001			
229	PRKTE					
230	PRTAS					
231	PTOFS	1,250.0	20.07.2001			
232	RAKSE					
233	RAYSG					
234	RKSEV					
235	SAHOL				50.0	10.04.2003
236	SANKO			708.0	10.09.2002	
237	SARKY	410.0	28.05.2001	500.0	31.05.2002	450.0
238	SASA	790.0	16.04.2001			30.05.2003
239	SELGD					
240	SERVE					
241	SISE					
242	SKBNK					
243	SKPLC					
244	SKTAS					
245	SNPAM					
246	SODA	200.0	31.05.2001	390.0	31.05.2002	100.0
247	SONME					30.05.2003
248	SYBYO			330.0	28.03.2002	
249	TACYO	2,400.0	31.05.2001	1,550.0	08.04.2002	
250	TATKS	200.0	31.05.2001	416.0	06.05.2002	422.5
251	TBORG	253.5	07.05.2001			21.04.2003
252	TCELL					
253	TEBNK				292.2	04.04.2003
254	TEKFK					
255	TEKST					
256	TEKTU					
257	THYAO					
258	TIRE	144.0	28.05.2001	173.1	31.05.2002	151.7
259	TKBNK	51.0	02.07.2001	150.1	31.05.2002	30.05.2003
260	TNSAS					
261	TOASO					
262	TOPFN				488.6	08.05.2003
263	TPFAC				227.0	08.05.2003
264	TRCAS					
265	TRKCM	220.0	31.05.2001	430.0	31.05.2002	320.0
266	TRNSK					30.05.2003
267	TSKB					
268	TUDDF				100.0	18.04.2003
269	TUKAS					
270	TUPRS	2,913.0	01.05.2001	556.7	05.04.2002	598.8
271	UCAK	196,540.5	21.05.2001	499,588.0	28.05.2002	3,263.0
272	UKIM					31.03.2003

BÜTÜN HİSSELER	2001		2002		2003	
	TEMETTÜ (TL)	TARİH	TEMETTÜ (TL)	TARİH	TEMETTÜ (TL)	TARİH
273	UNTAR					
274	UNYEC					
275	USAK					
276	UZEL					
277	VAKFN					
278	VAKKO					
279	VANET					
280	VARYO					
281	VESTL					
282	VKFRS		550.0	28.03.2002		
283	VKFYT					
284	VKGYO					
285	VKING					
286	YATAS	50.0	31.05.2001			
287	YAZIC	150.0	31.05.2001	300.0	31.05.2002	300.0
288	YKBNK					
289	YKFIN					
290	YKGYO					
291	YKRYO	900.0	31.05.2001	1,400.0	30.04.2002	
292	YKSGR					
293	YTFYO					
294	YUNSA	672.0	01.05.2001	577.8	12.04.2002	415.1
295	ZOREN					15.04.2003

Ulusal Endekse Dahil Şirket Sayısı : 295

2001-2002-2003 yıllarında;

- Düzenli Temettü Dağıtan Şirket Sayısı : 44
- Düzensiz Temettü Dağıtan Şirket Sayısı : 83
- Hiç Temettü Dağıtmayan Şirket Sayısı : 168

Halka açık anonim ortaklıkların Temettü Politikaları ve bunların hisse senetleri piyasa fiyatlarına yansımalarının incelendiği bu analiz yapılırken İstanbul Menkul Kıymetler Borsası'nda Ulusal Endeks kapsamında işlem gören 295 şirket arasından son üç yıl düzenli olarak temettü veren sadece 44 halka açık şirket olduğu saptanmıştır. Hiç temettü dağıtmayanlar şirket sayısı 168 olmuştur.

4.3. Son Üç Yılda Düzenli Temettü Dağıtan Şirketlere Ait 1999-2000 Yıllarındaki Temettü Dağıtım Verileri

KODU	FİRMA ADI	1999		2000		
		TEMETTÜ (TL)	TARİH	TEMETTÜ (TL)	TARİH	
1	ADANA	Adana Çimento (A)	887.9	31.05.1999	1,300.9	31.05.2000
2	ADBGR	Adana Çimento (B)	631.4	31.05.1999	925.1	31.05.2000
3	ADNAC	Adana Çimento (C)	87.7	31.05.1999	128.5	31.05.2000
4	AGIDA	Anadolu Gıda	500.0	28.05.1999	94.9	01.08.2000
5	AKNS	Akçansa	450.0	05.04.1999	254.9	04.04.2000
6	AKGRT	Aksigorta	575.0	20.05.1999	205.0	30.03.2000
7	AKSA	Aksa			250.0	31.05.2000
8	AKSUE	Aksu Enerji			1,200.0	20.03.2000
9	ALKIM	Alkim Kimya				
10	AYCES	Alüminyum Çeşme				
11	BAGFS	Bagfaş	500.0	31.05.1999	500.0	29.05.2000
12	BOLUC	Bolu Çimento	175.6	31.05.1999		
13	BOSSA	Bossa	290.0	30.04.1999	157.0	28.04.2000
14	BRISA	Brisa	780.0	05.04.1999	886.1	10.04.2000
15	BRSAN	Boruşan Boru	1,000.0	31.05.1999	1,031.5	31.05.2001
16	BTCIM	Bati Çimento	200.0	25.05.1999	156.4	30.05.2000
17	CIMSA	Çimsa			310.0	28.04.2000
18	ENKAI	Enka İnşaat	500.0	31.05.1999	400.0	31.05.2000
19	FMIZP	F-M İzmit Plaston	225.0	01.03.1999		
20	GOLTS	Götaş Çimento	410.0	31.05.1999	560.0	31.05.2000
21	IZOCM	Izocam	300.0	31.05.1999	250.0	26.05.2000
22	KARTN	Kartonsan	200.0	31.05.1999	600.0	31.05.2000
23	KEPEZ	Kepez Elektrik	13,470.5	08.03.1999		
24	KIPA	Kipa	925.0	31.05.1999	150.0	31.05.2000
25	KORDS	Kordsa Sabancı Dupon	500.0	07.04.1999	245.0	05.04.2000
26	KRTEK	Karsu Tekstil	100.0	20.05.1999	200.0	22.05.2000
27	MIGRS	Migros	3,000.0	31.05.1999	1,500.0	25.05.2000
28	MIRDIN	Mardin Çimento	1,005.0	31.05.1999	1,325.8	31.05.2000
29	MRSHL	Marshall	210.0	28.05.1999	1,444.0	29.05.2000
30	NETAS	Netaş Telekom	135.0	20.05.1999	425.0	09.05.2000
31	NIGDE	Oysa Çimento	2,645.0	30.04.1999	139.0	28.04.2000
32	NUHCM	Nuh Çimento				
33	OLMKS	Olmuxsa				
34	OTKAR	Otokar	500.0	31.05.1999	636.5	15.05.2000
35	PASTA	Pastavilla				
36	ŞARKY	Sarkuysan	500.0	24.05.1999	550.0	22.05.2000
37	SODA	Soda Sanayii				
38	TATKS	1 at Konserve			75.0	31.05.2000
39	TIRE	Tire Kutsan	100.0	15.09.1999	74.0	30.05.2000
40	TRKCM	Trakya Cam			110.0	31.05.2000
41	TUPRS	Tüpraş	442.6	05.04.1999	2,337.0	07.03.2000
42	UCAK	Uçak	113,282.0	03.05.1999	131,373.0	01.05.2000
43	YAZIC	Yazıcılar Holding				
44	TUNSA	Tunsa	270.0	28.05.1999	190.0	28.04.2000

2001-2002-2003 Yıllarında Düzenli Temettü Dağıtan Şirketler : 44

Son bir genellene yaparsak;

- 1999-2003 Yıllarında Düzenli Temettü Dağıtan Şirket Sayısı : 29
- 1999-2003 Yıllarında Düzensiz Temettü Dağıtan Şirket Sayısı : 98
- 1999-2003 Yıllarında Hiç Temettü Dağıtmayan Şirket Sayısı : 168

Son üç yıldır düzenli temettü dağıtan şirketlerin 1999 ve 2000 yıllarında temettü dağıtıp dağıtmadıklarına baktığımızda ise son beş yıldır düzenli olarak her yıl temettü dağıtan şirketlerin sadece 29 olduğu görülmektedir.

4.4. Son Beş Yıldır Düzenli Temettü Dağıtan Şirketlere Ait Veriler

BÜTÜN YATIRILANLAR		1999		2000		2001		2002		2003		
KODU	ADI	TEMETTÜ (TL)	TARİH	TEMETTÜ (TL)	TARİH	TEMETTÜ (TL)	TARİH	TEMETTÜ (TL)	TARİH	TEMETTÜ (TL)	TARİH	
8	ADANA	Adana Çimento	887,9	31.05.1999	1.300,9	31.05.2000	865,0	31.05.2001	1.219,9	31.05.2002	945,0	30.04.2003
2	ADBGR	Adana Çimento	631,4	31.05.1999	826,1	31.05.2000	468,8	31.05.2001	887,5	31.05.2002	672,0	30.04.2003
3	ADNAC	Adana Çimento	87,7	31.05.1999	128,5	31.05.2000	64,7	31.05.2001	120,5	31.05.2002	93,3	30.04.2003
4	AGIDA	Anadolu Gıda	500,0	28.05.1999	94,9	01.08.2000	118,3	02.07.2001	70,1	31.05.2002	100,0	30.05.2003
6	AKÇNS	Akçansa	450,0	05.04.1999	254,9	04.04.2000	30,0	02.04.2001	70,0	30.04.2002	173,1	31.03.2003
6	AKGRT	Aksigorta	575,0	20.05.1999	205,0	30.03.2000	400,0	29.03.2001	420,0	31.05.2002	210,8	10.04.2003
7	BAGFS	Bağfaş	500,0	31.05.1999	500,0	28.05.2000	740,7	29.05.2001	1.058,2	30.05.2002	1.618,0	30.05.2003
8	BOSSA	Bossa	290,0	30.04.1999	157,0	28.04.2000	126,0	12.04.2001	701,0	15.04.2002	260,0	08.04.2003
9	BRISA	Brisa	780,0	05.04.1999	896,1	10.04.2000	1.972,5	09.04.2001	2.767,0	12.04.2002	5.279,0	24.03.2003
10	BRSAN	Borusan Boru	1.000,0	31.05.1999	1.031,5	31.05.2001	315,2	31.05.2001	871,0	31.05.2002	451,5	30.05.2003
11	BTCM	Bati Çimento	200,0	25.05.1999	156,4	30.05.2000	70,9	29.05.2001	240,0	28.03.2002	102,8	28.03.2003
12	ENKAİ	Enka İnşaat	500,0	31.05.1999	400,0	31.05.2000	410,4	31.05.2001	400,0	31.05.2002	350,0	28.05.2003
13	GOLTS	Göлтаş Çimento	410,0	31.05.1999	580,0	31.05.2000	500,0	31.05.2001	380,0	31.05.2002	832,7	30.05.2003
14	İZOCM	İzocem	300,0	31.05.1999	250,0	26.05.2000	400,0	31.05.2001	333,3	31.05.2002	250,0	21.04.2003
16	KARTN	Kartonsan	200,0	31.05.1999	600,0	31.05.2000	1.550,0	28.05.2001	1.510,8	31.05.2002	5.150,0	02.04.2003
16	KİPA	Kıpa	925,0	31.05.1999	160,0	31.05.2000	100,0	31.05.2001	211,6	31.05.2002	211,6	10.04.2003
17	KORDS	Kordasa Sabancı	500,0	07.04.1999	245,0	05.04.2000	307,0	11.04.2001	380,0	28.04.2002	615,9	04.04.2003
16	KRTEK	Karsu Tekstil	100,0	20.05.1999	200,0	22.05.2000	300,0	15.05.2001	200,0	15.05.2002	150,0	23.05.2003
19	MİGRS	Migros	3.000,0	31.05.1999	1.500,0	26.05.2000	500,0	31.05.2001	500,0	08.05.2002	100,0	30.04.2003
20	MİRDİN	Mardin Çimento	1.005,0	31.05.1999	1.325,8	31.05.2000	1.277,0	31.05.2001	1.708,3	31.05.2002	883,7	30.04.2003
21	MİRSHL	Marshall	210,0	28.05.1999	1.444,0	28.05.2000	1.782,0	31.05.2001	761,0	31.05.2002	944,0	30.05.2003
22	NETAS	Netaş Telekom	135,0	20.05.1999	425,0	09.05.2000	700,0	09.05.2001	1.040,6	13.05.2002	1.220,0	21.05.2003
23	OYSAC	Oysa Çimento	2.845,0	30.04.1999	139,0	28.04.2000	1.418,4	20.04.2001	2.568,0	08.04.2002	4.262,3	15.04.2003
24	OTKAR	Otokar	500,0	31.05.1999	636,5	15.05.2000	781,9	15.05.2001	687,8	31.05.2002	579,1	05.05.2003
25	SARKY	Sarkıysan	500,0	24.05.1999	550,0	22.05.2000	410,0	28.05.2001	500,0	31.05.2002	450,0	30.05.2003
26	TİRE	Tire Kütan	100,0	15.09.1999	74,0	30.05.2000	144,0	28.05.2001	173,1	31.05.2002	151,7	30.05.2003
27	TÜPRAŞ	Tüpraş	442,6	05.04.1999	2.337,0	07.03.2000	2.913,0	01.05.2001	556,7	05.04.2002	598,8	11.04.2003
28	UÇAK	Uçak	113.282,0	03.05.1999	131.373,0	01.05.2000	186.540,5	21.05.2001	496.588,0	28.05.2002	3.263,0	31.03.2003
28	YUNGA	Yünsa	2/10,0	28.05.1999	180,0	28.04.2000	6/2,0	01.05.2001	5/1,8	12.04.2002	415,1	15.04.2003
Yüksek Dövizli Yatırımların Ortalama Yıllık Karlılıkları (%)		100,320,0		148,048,0		210,048,0		320,420,0		30,230,0		
			U.13		U.46		U.41		U.94			

Düzenli temettü veren şirketlerle ilgili kısa bir değerlendirme yapacak olursak; çimento sektöründe faaliyet gösterenlerin ön plana çıktığını görmekteyiz. Adana Çimento, Akçansa, Batı Çimento, Göлтаş, Mardin Çimento, Oysa Niğde Çimento son beş yılda yatırımcısına düzenli olarak temettü ödemektedirler. Çimento şirketlerinin ihracattaki başarılarını, yatırımcılarına düzenli temettü ödeyerek ortakları ile de paylaştıkları görülmektedir. Holdingler içinde sadece Enka'nın düzenli olarak temettü ödediği görülmektedir. Irak savaşından sonra o bölgedeki yeniden yapılanmadan pay alma beklentisi ile piyasa fiyatında büyük yükseliş yaşayan Enka, İMKB'de işlem gören 16 holding ve yatırım şirketi içinde yatırımcısına düzenli olarak temettü dağıtan tek holding olarak karşımıza çıkmaktadır. Sabancı Holding ise kendisi olmasa da holdingin iştirakleri olan Akçansa, Aksigorta, Bossa, Brisa, Kordasa, Oysa Niğde Çimento ile düzenli temettü ödeyenler arasında görülmektedir. Kamudan ise sadece özelleştirme kapsamında olan Tüpraş listemize girebilmiştir.

4.5. Analize Konu Örneklemdaki Şirketlerin İMKB Kapanış Fiyatları ve Getiri Ortalamalarına Ait Analizler

KODU	HISSE ADI	Borsa Fiyatları			
		01.01.1999	31.12.2003	% DEG.	
1	ADANA	Adana Çimento (A)	432	5,246	1,114
2	ADBQR	Adana Çimento (B)	278	1,736	522
3	ADNAC	Adana Çimento (C)	103	982	853
4	AGIDA	Anadolu Gıda	169	2,629	1,456
5	AKCNS	Akçansa	514	3,900	659
6	AKGRT	Aksigorta	289	4,555	1,476
7	BAGFS	Bagfaş	6,833	23,000	237
8	BOSSA	Bossa	144	1,540	969
9	BRISA	Brisa	4,793	53,500	1,016
10	BRSAN	Borusan Boru	292	4,960	1,599
11	BTCIM	Batr Çimento	336	2,114	529
12	ENKAI	Enka İnşaat	1,380	36,229	2,525
13	GOLTS	Götaş Çimento	1,465	6,759	361
14	IZOCM	Izocam	175	1,956	1,018
15	KARTN	Kartonsan	8,003	88,526	929
16	KIPA	Kipa	1,620	17,555	984
17	KORDS	Kordsa Sabancı Dupont	409	2,320	467
18	KRTEK	Karsu Tekstil	103	729	608
19	MIGRS	Migros	2,223	7,886	255
20	MRDIN	Mardin Çimento	288	6,300	2,103
21	MRSHL	Marshall	3,829	19,169	401
22	NETAS	Netaş Telekom	5,250	39,500	652
23	OYSAC	Oysa Çimento	937	8,750	834
24	OTKAR	Otokar	698	3,825	448
25	SARKY	Sarkuysan	227	1,309	477
26	TIRE	Tire Kutsan	234	1,714	632
27	TUPRS	Tüpraş	2,721	20,293	646
28	UCAK	Uçak	1,558	18,193	1,068
29	YUNSA	Yünsa	203	1,660	718
5 yıllık getiri ortalaması (%)					861
Yıllık Ortalama (%)					176

KODU	HISSE ADI	Borsa Fiyatları			
		01.01.1999	31.12.2003	% DEG.	
1	AKALT	Akalt Tekstil	783	5100	551
2	ARCLK	Arçelik	543	7800	1,336
3	ISCTR	İş Bankası ©	599	4876	714
4	BFREN	Bosch Fren	4350	37269	757
5	SAHOL	Sabancı Holding	503	5366	967
6	TBORG	Tuborg	419	5026	1,100
7	TUDDF	Türk Demir Döküm	399	3100	677
8	EGEEN	Ege Endüstri	2244	6400	185
9	TATKS	Tat Konserve	540	2260	319
10	TRKCM	Trakya Cam	140	2875	1,954
5 yıllık getiri ortalaması (%)					866
Yıllık Ortalama (%)					171

KODU	HISSE ADI	Borsa Fiyatları			
		01.01.1999	31.12.2003	% DEG.	
1	EFES	Efes Holding	1727	3800	120
2	ALNTF	Alternatif Bank	155	670	332
3	BEKO	Beko	305	5069	1,562
4	CELHA	Çelik Halat	601	2030	238
5	DENCM	Denizli Cam	513	2475	382
6	DOHOL	Doğan Holding	289	2137	639
7	EREGL	Ereğil Demir Çelik	245	4067	1,660
8	HURGZ	Hürriyet	189	2868	1,417
9	THYAO	Türk Hava Yolları	2459	7750	215
10	VKGYO	Vakıf Gayrimenkul Y.O.	776	2400	209
5 yıllık getiri ortalaması (%)					688
Yıllık Ortalama (%)					134

Son 5 yılda;

(X) Düzenli Temettü veren bir şirketin yıllık getirisi 176
 (Y) Düzensiz Temettü veren bir şirketin yıllık getirisi 171
 (Z) Temettü vermeyen bir şirketin yıllık getirisi 134

%'sel Getiri Farkları
 X / Y 0.03
 Y / X 0.28
 X / Z 0.31

Düzenli temettü ödeyen şirketler ile düzensiz olarak bazı yıllarda ödeme yapan şirketler ve yatırımcısına hiç ödeme yapmayan şirketlere borsadaki performansları açısından baktığımızda ise analizimizin sonucuna göre;

Son 5 yılda;

(X) Düzenli Temettü veren bir şirketin yıllık getirisi	176
(Y) Düzensiz Temettü veren bir şirketin yıllık getirisi	171
(Z) Temettü vermeyen bir şirketin yıllık getirisi	134

%'sel Getiri Farkları

X / Y	0.03
Y / Z	0.28
X / Z	0.31

İlk iki gruba baktığımızda son beş yılda yatırımcılarına sermaye kazancı olarak yaptıkları getirilerinin çok da farklı olmadığı görülmektedir. Ancak hiç ödeme yapmayan grup ile karşılaştığımızda %31 gibi getiri kaybı görülmektedir ki enflasyonun hızla aşağı çekildiği neredeyse tek haneli olduğu bu dönemde hisse senedi yatırımcıları için dikkate değer bir kayıp (kardan zarar) olarak karşımıza çıkmaktadır.

Borsayı yatırım aracı olarak görüp birikimlerini uzun vadeli olarak burada değerlendiren yatırımcılar, ortağı oldukları şirketin kâr payından yararlanmayı ümit ederek tasarruflarını değerlendirmektedirler. Ancak şirketlerin son beş yıllık verilerine baktığımızda temettü verimliliklerinin çok düşük olmasının yanında Ulusal pazarda işlem gören şirketlerin sadece yüzde 10'unun düzenli olarak temettü dağıttığını görüyoruz. Bu da bize halka açılmış olan şirketlerin iyi yönetilmediğini, performanslarını geliştirip kârlılıklarını ve dağıttıkları kâr paylarını arttırmadıklarını dolayısıyla yatırımcı haklarına özen gösterilmediğini düşündürmekte ve böyle bir ortam da sermaye piyasalarının reel getiri sağlamasını daha da zorlaştırmaktadır.

Borsa yatırımcısı iki yoldan kazanç sağlayabilmektedir. Bunlardan birincisi, şirketlerin yıl sonunda kâr etmeleri ile ortaklarına kâr payı dağıtımını yapması, ikincisi ise, borsadaki değer artışları ile hisse senedi fiyatlarının yükselmesidir. Bu kadar düşük oranda temettü dağıtılan ve şirket özvarlıklarının reel gelişmediği bir borsada fiyat oluşumunda ağırlık doğal olarak spekülasyona kaymaktadır. Temettü verimi borsanın açıldığı yıllarda yüzde 10-20 arasında değişmekteyken son yıllarda yüzde

1-2'ye düşmüş yani yaklaşık yüzde 90 oranında azalmıştır. Durum böyle olunca da gerçek yatırımcının yerini oyuncular almıştır ve gerçekleşen işlemlerin yaklaşık yüzde seksenini de manipülatif işlemler oluşturmaya başlamıştır.

Temettü dağıtım oranı hisse senedinin nominal değerinin bir yüzdesi olarak ifade edildiği için nominal olarak yüksek görülmekte, ancak ödenen temettü reel anlamda çok düşük kalmaktadır. Ülkemizde hisse senedine yatırım amaçları içinde temettü geliri ikinci plana atılmış olduğundan, ayrıcalıklı temettü dağıtımına dayanan Oydan Yoksun Hisse Senetleri henüz uygulanmaya başlanmamıştır. Hisse senedi temettü geliri elde etmek amacıyla yatırım yapılması hisse senetlerinin daha uzun süre elde tutulmasını sağlar. Diğer taraftan sermaye kazancı ön planda tutulduğunda, bir hisse senedi seansı içinde bile hisse senetlerinin defalarca alımı/satımı söz konusu olmaktadır. Bu da hisse senetlerini kısa vadeli yatırım aracına dönüştürmektedir.



SONUÇ

İMKB de halka açık olan şirketlerin genelde temettü vermekten kaçındığı kârlılıklarını şirket bünyesinde tutmak gibi bir alışkanlığa sahip olduklarını görmekteyiz. Yurt dışı piyasalarda tasarruf sahiplerinin hisse senedi fiyatındaki değişikliklerden kaynaklanacak kazanç ya da zararlar ikinci plana atılarak asıl hedeflerinin kâr payı getirisi yüksek olan hisseleri seçme alışkanlıklarını Türkiye piyasasında hisse senedine yatırım yapan yatırımcılara kazandırmak şirketlerin bu tutumundan dolayı son derece güç görünmektedir.

Hisse senetlerinin fiyatlarına etki eden sebepler; şirketin kârlılığı, dağıtacağı temettü ve arttıracacağı sermaye oranları ile ne kadar bağlantılı ise, ülke şartları ve yurt dışı piyasalarının da en az yukarıdaki sebepler kadar etkisi olduğunu biliyoruz. Türkiye gibi uluslararası piyasalar içinde yatırım açısından risk oranı yüksek bir ülkede fiyat hareketlerinin şirket faaliyetlerinden çok siyasi ve ekonomik gelişmelerle olağan dışı seyrini gözönüne alırsak aslında bu yapılan analizin tam olarak sağlıklı işleyen bir piyasa verilerinden oluşmadığı söylenebilir.

Analizin yapıldığı dönem içinde Türkiye; 99'da Marmara Depremi gibi bir felaketi yaşadı, ardından olağan dışı düşen faiz oranları karşısında borsa olağan dışı yükselerek tarihi zirvesini gerçekleştirdi. Akabinde Kasım 2000, Şubat 2001 olmak üzere yaşanan iki büyük kriz, kur politikasında serbestliğe geçiş, dövizin anormal yükselişi önce mali sektörün çöküşünü ardından da diğer sektörlerin aldığı darbeleri getirdi. Hükümet krizleri, erken seçim, son olarak da Körfez savaşı ve ABD ilişkilerinde yaşanan krizler derken ülke ekonomisi çok büyük zararlar gördü. Bu yaşananlardan da tabii olarak halka açık olsun olmasın küçük büyük bütün firmalar zarar gördü. Doğal olarak da bilançolarda hedefler tutmadı, kârlar beklentiyi karşılamadığı gibi büyük zararlar söz konusu oldu. Şirketler bütçelerinin altında kalan kârlarını dağıtmayıp, krizden korunabilmek için ya şirkette tuttular yada sermayelerine ekleme yoluna gittiler. Böyle bir ortamda hisse senedi yatırımcısı da yaptığı yatırımdan temettü getirisi gibi kazanç beklemekten çok, sermayesini koruma güdüsüyle hareket etmiş olabilirler.

Türkiye'de muhafazakar aile şirketleri yapısının olması, yaratılan değerlerin toplumla paylaşılmaması göz önünde bulundurularak Sermaye Piyasası Kurulu,

hem halka açıklık oranlarının yükseltilmesi kararını aldı, hem de temettü dağıtılmasını zorunlu kılacak düzenlemeler getirdi. Ekonomik krizlerin, şirketlerin mali yapılarını bozması neticesinde temettü dağıtımına getirdikleri sınırlamayı ekonomik krizden çıkıldığı düşüncesi ile temettü dağıtımını tekrar gündeme getirdiler.

Türkiye'de halka açıklık oranlarının oldukça düşük seviyelerde olması, yatırımcıların azınlık hakkı olarak daha fazla risk üstlenmelerine neden olmaktadır. Bu durum yatırımcıların korunması için daha özel düzenlemeleri gerektirmektedir. Halka açıklık oranı yüksek olan ülkelerden örnek olarak Microsoft'un hissedarlarına dağıtmak zorunda kaldığı 32 milyar dolarlık temettüyü gösterilebiliriz.

Sermaye piyasasının gelişmesinde en büyük sorumluluk halka açılan şirketlere düşmektedir. Sermaye piyasalarından bugüne kadar birincil ve ikincil halka arzlar, ortak satışı ve bedelli sermaye arttırmaları yoluyla 25 milyar dolar fon çeken halka açık şirketlerin performans göstergelerinin ve temettü dağıtımlarının yeterli olmadığı görülmektedir. Sermaye piyasalarına yatırımcı ilgisi, halka açık şirketlerin gösterdikleri performans ve dağıttıkları temettülere paralel gelişeceğini düşünmekteyim. Bu konuda halka açık şirketlerde yatırımcı haklarının korunmasına ve düzenli temettü dağıtılmasına yönelik düzenlemelerin de büyük önem arz etmektedir.

Dünya piyasalarında ve özellikle ABD'de 2000 yılındaki krizden sonra piyasaların canlandırılması amacı ile temettü ön plana çıkarıldı. Bu konuda ABD büyük vergi teşvikleri getirdi.

Dünya da gelişmekte olan ülkelere baktığımızda ortalama temettü verimlerinin bu ülkelerdeki ortalama enflasyon oranının üzerinde olduğu görülmektedir. Bu ülkelerin temettü verimine göre reel getirisi yaklaşık yüzde 0.5'in üzerindedir. İstanbul Menkul Kıymetler Borsası'nın ise 2003 verilerine göre yüzde 1'lik temettü oranı ve yüzde 18.4'lük enflasyon oranına göre reel temettü verimi yüzde (-)14.75 olmuştur. Bu sonuç bize, İMKB'nin gelişmekte olan ülkelerdeki temettü dağıtımlarının çok uzağında olduğunu göstermektedir. Gelişmiş ülke borsalarına baktığımızda ise reel ortalama temettü verim oranlarının yüzde 1-2 seviyelerinde olduğunu görüyoruz.

Türkiye'de ekonomik düzelme ve tek haneli enflasyon hedeflerine yaklaşılması ile birlikte 2003 yıl sonu bilançolarında başlayan enflasyona göre düzeltme işlemi sonrasında kâr payı dağıtım esasları da Sermaye Piyasası Kurulu tarafından yeniden düzenlendi ve şirketlere dağıtılabilir kâr üzerinden minimum %20 oranında temettü dağıtma zorunluluğu getirildi.

Genel ekonomik, siyasi, politik ve uluslararası gelişmelerde yaşanan olumlu hava 2003'te tüm ekonomiye olduğu gibi borsaya da olumlu olarak yansıdı. Bu olumluluğu takiben temettü dağıtımının kanunen zorunlu hale gelmesi ve oranının artırılmasına ek olarak enflasyon muhasebesine geçilmesi ile ilgili çalışmalar devam ederken bunlara ek olarak şirketlerin 2003 yılında son yılların en kârlı dönemini yaşaması, yılın son beş ayında halka açık şirketlerin hisse senetlerinin borsadaki fiyatlarının ortalama yüzde 96 artmasına neden oldu. Bu yükselişte yatırımcıların; 2004 yılında, yüksek temettü getirisi beklentisinin payı büyüktü. Ancak yatırımcıları yakından ilgilendiren temettü dağıtımı ve enflasyon muhasebesine geçiş ile ilgili yasalar tam olarak yatırımcıların beklentilerini karşılayamadı.

2004 yılında yüksek temettü beklentisi ile hisse senedi alan yatırımcılar; şirketlerin 2003 kârlarını geçmiş zararlarını kapatmakta kullanma zorunluluklarından dolayı yine temettülerini alamadılar. Çünkü yeni düzenlemeye göre; geçmiş yıl zararları kapatılmadan kâr dağıtılamamaktaydı. Ayrıca yeni kanuna göre sermayenin korunması ilkesi nedeniyle dönem kârı kullanılmadan yedek akçeler kullanılamamaktaydı. Böylece hisse senedi yatırımcıların temettü beklentileri yine gerçekleşmeyerek önümüzdeki yıla kalmış oldu.

Bütün bu gelişmelerin sunucunda en azından halka açık şirketlerin yönetim kademeleri düzenli bir temettü politikasının şirketlerine olan güveni artırdığını, kurumsallaşma hedeflerinin bir parçası olduğunu ve dolayısı ile şirketlerinin kredibilitelerini yükselttiğini net bir şekilde görüp öğrenmiş bulunmaktadırlar. Son gelişmeler doğrultusunda konunun önemine varan Doğan Yayın Holding, bağlı ortaklık ve iştiraklerinin finansal yapılarını göz önünde bulundurarak uzun süreli bir nakit temettü dağıtım politikası izleme kararı alarak diğer şirketlere örnek bir uygulamaya geçmiş bulunmaktadır. Hisseleri borsada işlem gören Hürriyet, Milliyet Gazetecilik ve Doğan Burda Rizzoli'nin 2003 döneminden başlamak üzere,

dağıtılabilir net kârlarının yüzde 50'si ile yüzde 100'ü arasında kalan tutarın dağıtılması yönünde şirket genel kurullarında oy kullanılacaktır. Kâr dağıtım oranı, bağlı ortaklık ve iştiraklerin finansal yapılarına göre belirlenecek olup kâr dağıtım politikasının, ekonomide olağanüstü gelişme olmadıkça sürdürülmesine karar vermişlerdir.

Sonuç olarak; yaptığımız analizde şirketlerin temettü politikalarının, borsada işlem gören hisse senetlerinin fiyatlarına olumlu olarak yansımalarının yanında şirketin sektör ve ekonomi içinde de değerini arttırdığını, hem sermaye piyasasının sağlıklı çalışması hem de ekonomi çarkının önemli öğelerinden biri olan sermaye sahipleri yani yatırımcılar açısından da olmazsa olmaz bir politika olduğu anlatılmış bulunmaktadır.



KAYNAKÇA

Akgüç, Öztin. (1985). *Finansal Yönetim*, İ.Ü. İşletme Fakültesi, Muhasebe Enstitüsü Yayınları, İstanbul

Ben-Horim, Moshe. (1987). *Essentials of Corporate Finance*, Allyn and Bacon Inc., Boston.

Black, Fischer ve M. Scholes. (1974). The Effects Of Dividend Yield And Dividend Policy On Common Stock Prices And Returns, *Journal Of Financial Economics*, Sayı:1, s. 1-22

Black, Fischer. (1976). The Dividend Puzzle, *Journal Of Portfolio Management*, Sayı:2, s:5-8

Bodie, Zvi, Alex Kane ve Alan J. Mercus. (1996). *Investments*, McGraw-Hill Company, Boston

Bolak, Mehmet. (1994). *Sermaye Piyasası Menkul Kıymetler ve Portföy Analizi*

Brigham, F. Eugene. (1986). *Fundamentals Of Financial Management*, The Dryden Press, Chicago.

Dyckman, Thomas R. ve Dale Morse, (1986). *Efficient Capital Markets and Accounting: A Critical Analysis*, Prentice-Hall

Fama, Eugene F. (1970), Efficient Capital Markets: A review of Theoretical and Empirical Work, *The Journal of Finance*, May

Finnerty, D. John. (1986). *Corporate Financial Analysis*, McGraw- Hill Book Company, New York

Graham, Benjamin. (1976). Size Effect in the Market Valuation of Fundamental Factors", *Financial Analysis Journal*, March-April 1976,

Haholu, Bülent Murat, (2000). *Anonim Ortaklıkların Kendi Hisselerini Satın Alması*

İvgen, Hünkar. (1990). *Şirket Değerini Etkileyen Faktörler*

Keown, J. Arthur .(1996). *Basic Financial Management*, Prentice- Hall Inc.

Korgun, Aynur. (1999). *Bir Temettü Politikası Olarak Temettü Avansı; Teorisi ve Türkiye'ye İlişkin Uygulama Önerileri*, Sermaye Piyasası Kurulu Araştırma Raporu

Lorie, Hamilton. (1980). *The Stock Market: Theories and Evidence*

Malkiel, Borden. (1985) *A Random Walk Down Wall Street*, W.W. Norton and Company INC, New York

Scott, F. David; O. Bowlin ve J. Martin. (1990). *Guide To Financial Analysis*. McGraw-Hill, New York

Sermaye Piyasası Kanunu, 22.md.,11.md., 14.md./A, seri:1, no:1

Sermaye Piyasası Kanunu, Seri:IV, No:9,27 , Seri:I No:26 sayılı Tebliğler

Süzek, Müge.(1990). *Çok Ortaklı Şirketlerde Temettü Politikası ve Türkiye Uygulamaları*, Yüksek Lisans Tezi, Dokuz Eylül Üniversitesi, İzmir

Tekinalp, Ünal . (1977). *Anonim Ortaklıklarda Karın Dağıtım Konusuna İlişkin Bazı Sorunlar (III – IV)*, İktisat Maliye,

Topaç, Erhan. (2003). *Dünya Bankası Sermaye Piyasası Raporu Değerlendirme ve Öneriler*

Türk Ticaret Kanunu, md. 469, 455, 329, 341, 348, 349, 366, 367, 373, 362, 363

Türkiye Sermaye Piyasası Aracı Kurumlar Birliği. (2003). *Menkul Kıymetler ve Diğer Sermaye Piyasası Araçları*, Sermaye Piyasası Faaliyetleri İleri Düzey Lisans Eğitim Notları.

Van Horne, C. James. (1986). *Financial Management and Policy*, Prentice- Hall International Limited, Stanford

Yeniçeri, Özcan. (1987). *İşletmelerde Menkul Kıymet Yönetimi*

Yüksel, Metin. (1990). *Temettü Politikaları; Teori ve Türkiye Uygulaması*, Sermaye Piyasası Kurulu Yeterlik Etüdü, Ankara

Zümbülcü, Noyan. (2001). *Firmaların kâr açıklamalarıyla hisse senedi fiyatları arasında bir ilişki olup olmadığının incelenmesi*, Araştırma Yazısı

