

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

144794

TEMETTÜ DAĞITIM ŞEKİLLERİNİN FİRMA DEĞERİNE ETKİSİ
VE
İMKB 100 ENDEKSİNDEKİ FİRMALAR ÜZERİNE BİR İNCELEME

YÜKSEK LİSANS TEZİ

144794

HAZIRLAYAN
NUR BELKAYALI

TEZ DANIŞMANI
Doç. Dr. BEYHAN MARŞAP

ANKARA
2004

Sosyal Bilimler Enstitüsü Müdürlüğü'ne

Nur BELKAYALI' ya ait "Temettü Dağıtım Şekillerinin Firma Değerine Etkisi ve İMKB 100 Endeksindeki Firmalar Üzerine Bir İnceleme" adlı çalışma, jürimiz tarafından İşletme Anabilim, Finansman Bilim Dalında YÜKSEK LİSANS TEZİ olarak kabul edilmiştir.

Başkan

.....

Prof. Dr. Metin Kamil ERCAN

Üye

.....

Doç. Dr. Beyhan MARŞAP (Danışman)

Üye

.....

Yrd. Doç. Dr. Kürşat YALÇINER

ÖNSÖZ

Günümüzde firma değerinin maksimizasyonu işletmenin amacı haline geldiği için, firma değeri ve firma değerini etkileyen unsurlar büyük bir önem taşımaya başlamıştır.

Firma değerini etkileyen unsurların arasında sayılan temettü politikalarının kesin etkisi tam olarak tespit edilememiştir. Konuyla ilgili çeşitli modeller oluşturulmuş ve hiç biri firma değerine etkisini yada etkisizliğini tam olarak açıklayamamıştır.

Temettü politikalarının bir parçası olan temettü dağıtım şekillerinin de firma değerine etkisi konusunda çeşitli araştırmalar yapılmıştır. Yapılan çalışmalarda ortak bir sonuca varılamamış olması ilgi çekicidir.

Bu bağlamda, Türkiye açısından bir değerlendirme yapmak için İMKB100 Endeksine dahil olan firmaların temettü dağıtım şekillerinin firma değerine etkisi/etkisizliği bu tezde incelenmiştir.

İMKB 100 Endeksindeki firmaların temettü dağıtım şekillerinin firma değerine etkisi olup olmadığının tespiti, yatırımcılara yol gösterici bir nitelik taşıyacaktır. Çıkan sonuca göre yatırımcılar yatırım kararlarını hangi nokta da vereceklerini tespit edebilecekler, dağıtılan temettünün yatırımcılara toplam getirisi hesaplanarak, temettü dağıtım şekilleri arasında bir tercih yapılması sağlanabilecektir.

Çalışmamın her safhasında yakın ilgi ve önerileri ile beni yönlendiren danışman hocam, Sayın Doç. Dr. Beyhan MARŞAP'a, tezin literatür taraması ve uygulama aşamasındaki yardımlarından dolayı, Sayın Araş.Gör. Derviş

BOZTOSUN'a, uygulama aşamasında SPSS programının kullanımında ve hesaplamalardaki yardımlarından dolayı, Sayın Araş.Gör. Eşref Savaş BAŞÇI'ya ve bana sonsuz destekleri için değerli aileme teşekkürlerimi sunarım.



İÇİNDEKİLER

ÖNSÖZ.....	i
İÇİNDEKİLER.....	iii
KISALTMALAR.....	vii
GRAFİKLER DİZİNİ	viii
ŞEKİLLER DİZİNİ.....	ix
TABLolar DİZİNİ.....	x
GİRİŞ	1
BİRİNCİ BÖLÜM	4
FİRMA DEĞERİNİN KAPSAMI	4
1.1. Firmanın Amacı.....	5
1.2. Firma Değerinin Önemi	8
1.3. Firma Değerinin Ölçümü ve Kullanılan Yöntemler	13
1.3.1. Defter Değeri.....	14
1.3.2. Yeniden Tesis Etme Yaklaşımı	15
1.3.3. Piyasa Değeri/Defter Değeri	15
1.3.4. Fiyat/Kazanç Oranı Yöntemi	15
1.3.5. Temettü Verimi Yöntemi.....	17
1.3.6. İndirgenmiş Nakit Akımları Yöntemi	19
1.4. Firma Değerleme Yaklaşımları.....	20
1.4.1. Kar Payı Yaklaşımı.....	22
1.4.2. Gelir Yaklaşımı.....	24
1.4.3. Yatırım Fırsatları Yaklaşımı.....	25
1.5. Firma Değerini Etkileyen Faktörler	27
1.6. Finansal Yönetimin Temel Politikaları	33
İKİNCİ BÖLÜM.....	37
TEMETTÜ KAVRAMI VE TEMETTÜ DAĞITIM POLİTİKALARI	37
2.1. Temettü Dağıtımı	37
2.2. Temettü Dağıtım Politikasının Önemi	41

2.3. Şirketlerin Temettü Politikalarının Oluşumunu Etkileyen	
Unsurlar	43
2.3.1. Yasal Unsurlar.....	45
2.3.2. Finansal Unsurlar	48
2.3.3. Diğer Unsurlar	52
2.4. Şirketlerce Oluşturulan Temettü Dağıtım Politikaları	54
2.4.1. Sabit Miktarda Temettü Dağıtımı.....	58
2.4.2. Sabit Oranda Temettü Dağıtımı	58
2.4.3. Düzenli Olarak Düşük Miktarda Düzenli Temettü Dağıtımı	
ve Eklmeler.....	59
2.4.4. Temettü Avansı Ödemeleri	60
2.5. Temettü Politikalarının Firma Değerlemesi Açısından	
İncelenmesi	60
2.5.1. Temettü Politikasının Etkili Olmadığı Görüşü.....	61
2.5.2. Temettü Politikasının Etkili Olduğu Görüşü.....	68
2.5.3. Temettü Politikasının Firma Değeri Üzerine Etkisi	
Konusunda Yapılmış Çalışmalar	76
ÜÇÜNCÜ BÖLÜM	81
ŞİRKETLERCE OLUŞTURULAN TEMETTÜ ÖDEME ŞEKİLLERİ	
VE TÜRKİYE'DE TEMETTÜ DAĞITIMINA İLİŞKİN	
YASAL KURALLAR	81
3.1. Temettü Ödeme Şekilleri.....	81
3.1.1. Nakit Olarak Yapılan Temettü Ödemeleri.....	82
3.1.1.1. Türkiye'de nakit temettü ödemelerine ilişkin yapılan	
çalışmalar.....	84
3.1.1.2. Yurtdışında nakit temettü ödemelerine ilişkin	
yapılan çalışmalar	87
3.1.2. Hisse Senedi Şeklinde Yapılan Temettü Ödemeleri.....	88
3.1.2.1. Türkiye'de hisse senedi şeklinde temettü ödemelerine	
ilişkin yapılan çalışmalar	91
3.1.2.2. Yurtdışında hisse senedi şeklinde temettü ödemelerine	
ilişkin yapılan çalışmalar	93

3.1.3. Hisse Senetlerinin Nominal Değerinin Azaltılması ve Sayısının Artırılması Yoluyla Temettü Dağıtımı (Stock Split).....	96
3.1.3.1. Türkiye’de hisse bölünmesine ilişkin yapılan çalışmalar.....	101
3.1.3.2. Yurtdışında hisse bölünmesine ilişkin yapılan çalışmalar ...	104
3.1.4. Şirketlerin Kendi Hisse Senetlerini Almaları	108
3.1.4.1. Türkiye’de şirketlerin kendi hisse senetlerini almalarına ilişkin yapılan çalışmalar	109
3.1.4.2. Yurtdışında şirketlerin kendi hisse senetlerini almalarına ilişkin yapılan çalışmalar	110
3.1.5. Melez Temettü	116
3.1.6. Seçmeli Temettü Dağıtımı (Optional Dividend)	116
3.1.7. Bono Temettü (Scrip Dividend)	117
3.1.8. Ayni Olarak Temettü Ödenmesi (Property Dividend)	118
3.1.9. Tasfiyeden Temettü (Liquidating Dividend)	118
3.1.10. İntifa Senedi Temettü	118
3.2. Türkiye’de Temettü Dağıtımına İlişkin Yasal Kurallar.....	119
3.2.1. Türk Ticaret Kanununa Göre Temettü Dağıtımı	119
3.2.2. Sermaye Piyasası Kanununa Göre Temettü Dağıtımı	126
3.2.3. Kar Dağıtımında Vergi ve Diğer Yasal Yükümlülükler	131
DÖRDÜNCÜ BÖLÜM.....	133
İ.M.K.B.’Sİ 100 ENDEKSİNDEKİ FİRMALARIN TEMETTÜ DAĞITIM ŞEKİLLERİNİN FİRMA DEĞERİNE ETKİSİ ÜZERİNE BİR İNCELEME	133
4.1. İMKB 100 Endeksi Hakkında Genel Bilgi	133
4.2. İstatistiksel Analiz ve Bulgular	138
4.2.1. Kullanılan Verilerin Özellikleri.....	138
4.2.2. Yöntem.....	143
4.2.2.1. Anormal getirinin hesaplanması (AbR)	143
4.2.2.2. Kümülatif getirinin hesaplanması(CAR)	144
4.2.2.3. Hipotezlerin kontrolü	144
4.2.3. Hipotezler	148
4.2.4. Analiz Sonuçları	149

4.2.4.1. Nakit temettü.....	152
4.2.4.2. Hisse senedi şeklinde temettü	156
4.2.4.3. Bedelli sermaye artırımını.....	160
4.2.4.4. Bedelsiz sermaye artırımını	165
4.2.4.5. Melez temettü	171
SONUÇ VE ÖNERİLER.....	177
KAYNAKLAR	187
EKLER.....	195
EK 1 : 2003-1997 Yıllarında İMKB 100 Endeksine Dahil Olan Firmalar.....	196
EK 2: İMKB 100 Endeksine Dahil Olan Firmaların 1997-2003 Döneminde Temettü Dağıtım Şekilleri ve Tarihleri.....	202
EK 3 İMKB 100 Endeksi Firmalarının Zaman Kesitine Bağımlı Olarak Hesaplanan Değerleri	214
EK 3.1. İMKB 100 endeksi firmalarının zaman kesitine bağımlı olarak hesaplanan ABR ve t değerleri Tablosu	214
EK 3.2. İMKB 100 endeksi firmalarının zaman kesitine bağımlı olarak hesaplanan CAR ve t değerleri Tablosu	217
EK 3.3. Zaman kesitine bağımlı olarak nakit temettü dağıtımı için hesaplanan CAR/Olay günü grafiği	218
EK 3.4. Zaman kesitine bağımlı olarak hisse senedi şeklinde temettü dağıtımı için hesaplanan CAR/Olay günü grafiği	219
EK 3.5. Zaman kesitine bağımlı olarak bedelli sermaye artırımını için hesaplanan CAR/Olay günü grafiği	220
EK 3.6. Zaman kesitine bağımlı olarak bedelsiz sermaye artırımını için hesaplanan CAR/Olay günü grafiği	221
EK 3.7. Zaman kesitine bağımlı olarak melez temettü dağıtımı için hesaplanan CAR/Olay günü grafiği	222

KISALTMALAR

A.B.D.:Amerika Birleşik Devletleri
ABR: Abnormal Return(Normal üstü getiri)
CAR: Cumulative Abnormal Return(Kümülatif getiri)
GSMH: Gayri Safi Milli Hasıla
H.S.:Hisse Senedi
İMKB: İstanbul Menkul Kıymetler Borsası
KVK: Kurumlar Vergisi Kanunu
M-M: Mertom Miller ve Franco Modigliani
SPK: Sermaye Piyasası Kurulu
SPKn: Sermaye Piyasası Kanunu
SPSS: Statistical Package for the Social Sciences
TTK: Türk Ticaret Kanunu

GRAFİKLER DİZİNİ

Grafik 1.1 Hisse Senetleri Piyasası Fiyat/Kazanç Oranı Ortalaması (ABD\$) Grafiği.....	17
Grafik 1.2 Hisse Senetleri Piyasası Temettü Verimi Oranı Ortalaması Grafiği.....	18
Grafik 2.1 Firma Büyüme Aşamaları ile Temettü Arasındaki İlişki	50
Grafik 2.2 M-M Modeli (Kar Payı İlgisizliği)	64
Grafik 2.3 Gordon – Lintner Modeli (Eldeki Kuş).....	73
Grafik 4.1 Nakit temettü dağıtım dönemindeki Ortalama Kümülatif Getiri(CAR) Grafiği	153
Grafik 4.2 Hisse Senedi şeklinde temettü dağıtım dönemindeki Ortalama Kümülatif Getiri Grafiği	157
Grafik 4.3 Bedelli Sermaye Artırım dönemindeki Ortalama Kümülatif Getiri Grafiği	161
Grafik 4.4 Bedelsiz Sermaye Artırım dönemindeki Ortalama Kümülatif Getiri Grafiği	167
Grafik 4.5 Melez Temettü Dağıtım dönemindeki Ortalama Kümülatif Getiri Grafiği	173

ŞEKİLLER DİZİNİ

Şekil 1.1 Firma Değerini Maksimize Eden Kararlar.....	7
Şekil 2.1 Halka Açık Şirketlerde Temettü Kararlarını ve Firma Değerini Etkileyen Faktörlerin Mevcut Yapısı ve Yöneticilerin Durumu.	44



TABLOLAR DİZİNİ

Tablo 1.1 Hisse Senetleri Piyasası Fiyat/Kazanç Oranı Ortalaması (ABD\$)	16
Tablo 1.2 Hisse Senetleri Piyasası Temettü Verimi Oranı Ortalaması (%) ..	18
Tablo 3.1 Temettü ödeme şekillerine göre pay sahibinin kazancı.....	98
Tablo 3.2 Avrupa, Afrika ve Orta Doğu Borsalarının Karşılaştırması	100
Tablo 3.3 T.T.K.'na tabi şirketlerde dağıtılacak temettü	121
Tablo 3.4 SPK' na tabi halka açık şirketlerde dağıtılacak temettü	127
Tablo 4.1 2003 Yılında İMKB Endekslerinde İşlem Gören Şirketlerin Değerleme Oranları	136
Tablo 4.2 2002 Yılında İMKB Endekslerinde İşlem Gören Şirketlerin Değerleme Oranları	137
Tablo 4.3 2003 Yılında İMKB 100 Endeksine Dahil Olan Firmalar.....	139
Tablo 4.4 Yıl/Temettü dağıtım şekli bazında İMKB 100 Endeksine dahil olan firmaların temettü dağıtım sayısı	142
Tablo 4.5 Firmaların Temettü Dağıtım Şekillerine Göre -60;+30 Dönemine Ait t Değerleri ve Anlamlılık Düzeyi Tablosu	150
Tablo 4.6 Nakit Temettü Dağıtımında Firma ve Olay Sayısı Tablosu	152
Tablo 4.7 Nakit temettü dağıtım döneminde kümülatif getiriler	155
Tablo 4.8 Hisse Senedi Şeklinde Temettü Dağıtımında Firma ve Olay Sayısı Tablosu	156
Tablo 4.9 Hisse senedi şeklinde temettü dağıtım döneminde kümülatif getiriler	159
Tablo 4.10 Bedelli Sermaye Artırımının Firma ve Olay Sayısı Tablosu	160
Tablo 4.11 Bedelli sermaye artırımını döneminde ki kümülatif getiriler.....	163
Tablo 4.12 Bedelsiz Sermaye Artırımının Firma ve Olay Sayısı Tablosu ..	165
Tablo 4.13 Bedelsiz sermaye artırımını döneminde ki kümülatif getiriler	170
Tablo 4.14 Melez Temettü Dağıtımının Firma ve Olay Sayısı Tablosu.....	171
Tablo 4.15 Melez temettü dağıtımını döneminde ki kümülatif getiriler	175

GİRİŞ

Gelişen ekonomik koşulların bir gereği olarak, firmaların dışa açılmaları neticesinde kapalı aile şirketlerinden halka açık şirketlere doğru yöneliş meydana gelmiş ve firmalar çoğunlukla halka açılarak finansman ihtiyaçlarını karşılama yoluna gitmişlerdir. Firmaların bu yola başvurmaları, temettü politikalarının işletme politikası içindeki önemini artırmıştır.

Anonim şirketlerde her yıl önemli karar aşamalarından birisi temettü dağıtım politikasının belirlenmesidir. Çünkü verilecek karar anonim şirketin finansal yapısını , yeni yatırım kararlarını, ortakların servetlerini ve hepsinden önemlisi şirketin piyasa değerini etkileyecektir. Temettü politikalarının bir parçası olan temettü dağıtım şekillerinin de firma değeri üzerine etkisi günümüzde sıkça tartışılan bir konudur.

Türkiye'de 1980' li yılların başında meydana gelen banker iflasları, sermaye piyasasının gelişimini olumsuz yönde etkilemiş ve yatırımcıların sermaye piyasasına olan güvenini azaltmıştır. SPK' da yapılan değişiklikler halka açık anonim şirket kavramını gündeme getirmiş ve bu şirketlerin uymak zorunda oldukları kurallar belirlenmiştir. Bu kurallardan birisi ve en önemlisi temettü dağıtım zorunluluğudur. Ancak firmalar nakit yada hisse senedi şeklinde temettü dağıtım konusunda serbesttir.

Temettü dağıtım şekillerinin firma değerine etkisinin olup olmadığının bulunması, eğer etkisi varsa, hangi dağıtım şeklinde hissedarların beklentilerini maksimize ettiğinin bulunması, hangi temettü şeklinde ne zaman yatırım kararının alınacağına tespiti ve özellikle konunun İMKB 100 Endeksine dahil olan firmalar açısından değerlendirilmesi bu tezin amacını oluşturmaktadır.

Çalışmanın kapsamı, temettü dağıtım şekillerinin tespiti, hangi durumlarda tercih edildiğinin belirlenmesi ve firma değeri üzerine etkisinin olup olmadığının incelenmesinden oluşmaktadır. Temettü dağıtım şekillerinin firma değerine etkisinin olup olmadığını anlamak için uygulama bölümünde İMKB 100 Endeksindeki firmaların verileri 1997-2003 dönemi için incelenecektir. Ayrıca konuyla ilgili daha ayrıntılı bilgiye ulaşmak için hem Türkiye’de hem de yurtdışında konuyla ilgili yapılmış çalışmalar incelenerek, çıkan sonuçlar karşılaştırılacaktır.

Çalışmanın metodu, ilk önce temettü dağıtım şekilleri konusunun teorik olarak ele alınmasından, konuyla ilgili çalışmaların hem Türkiye hem de Dünya örnekleri açısından incelenmesinden ve konunun Türkiye’de yasal açıdan teorik bilgilerle ortaya konulmasından oluşmaktadır.

Çalışmanın uygulama kısmında, Brown ve Warner’ın piyasa modeli kullanılarak çalışmanın sonucuna ulaşmaya çalışılacaktır. Hisse senetleri İstanbul Menkul Kıymetler Borsası 100 Endeksinde işlem gören şirketlerin 1997- 2003 yılları arasındaki verileri kullanılacaktır.

Araştırmada kullanılacak şirketlerin ve kullandıkları temettü dağıtım şekillerinin tespit edilmesinin amacı, ülkemizde izlenen temettü dağıtım şekillerinin hisse senedi değerini ne ölçüde yönlendirdiğini ve hisse senedi değerleriyle temettü dağıtım şekilleri arasında bir ilişkinin olup olmadığını belirlemektir.

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

Çalışma dört bölümden oluşmaktadır. Birinci bölümde firma değerinin kapsamı başlığı altında firmanın amacı, firma değerinin önemi, firma değerinin ölçümü ve kullanılan yöntemler, firma değerini etkileyen unsurlar ve finansal yönetimin temel politikalarına yer verilecektir.

İkinci bölümde temettü dağıtım politikaları ve bunları etkileyen faktörler sıralanarak firmaların izledikleri temettü dağıtım politikasının hisse senedi değerine etkileri incelenecektir.

Üçüncü bölümde temettü ödeme şekilleri üzerinde durulacaktır. Temettü ödeme şekilleri ayrı ayrı hem Türkiye açısından hem de yurt dışında yapılmış çalışmalar açısından incelenecektir. Ayrıca bu bölümde Türkiye’de temettü dağıtım şekilleriyle ilgili yasal unsurlara da yer verilecektir.

Dördüncü ve son bölümde ise, temettü dağıtım şekillerinin firma değerine etkisini ortaya koymak amacıyla İstanbul Menkul Kıymetler Borsası 100 Endeksine dahil olan firmalar üzerinde inceleme yapılacaktır. Bu amaçla, yapılacak t testi analizinde, uygulama kapsamına alınan firmaların 1997-2003 dönemine ilişkin verileri incelenerek temettü dağıtım şekilleri ile firma değeri arasındaki ilişki ortaya çıkarılmaya çalışılacaktır. Brown ve Warner’ın piyasa modeli kullanılarak hesaplamalar yapılacak, oluşturulan hipotezler çıkan sonuçlara göre test edilecektir. 5 temettü dağıtım şekline ilişkin veriler incelenecektir. Her bir dağıtım şekli için ayrı hesaplamalar yapılacaktır.

Tezin son bölümünde ise inceleme sonucu çıkan sonuçlar değerlendirilecek ve daha önce bu konuyla ilgili yapılmış inceleme sonuçlarıyla karşılaştırılacaktır. Çıkan sonuçlar ışığında temettü dağıtım şekillerine göre Türkiye’de yatırım yapan yatırımcılara çeşitli önerilerde bulunulacaktır.

BİRİNCİ BÖLÜM

FİRMA DEĞERİNİN KAPSAMI

Finans yöneticisi finansmana ilişkin kararlar alıp. görevlerini yerine getirirken belirli bir finansal amacı göz önünde tutmak zorundadır. Buna göre amaç. firmanın piyasa değerini, (anonim şirketlerde hisse senetlerinin piyasa değerini) dolayısıyla firma sahiplerinin servetlerini en yüksek düzeye çıkarma şeklinde belirlenebilir.

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

Firmanın net şimdiki değerinin maksimum kılınması amacının sağlanması, firmanın sahip olduğu varlıkların her birinin etkin kullanılıp, belirtilen amaca en fazla katkıyı verecek şekilde yönetilmeleriyle mümkündür.¹

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

¹ Ahmet AKSOY: İşletme Sermayesi Yönetimi. Gazi Büro Kitapevi, Ankara, 1993, 6.

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

Firma değerinin maksimum kılınması işletmenin amacı haline geldiği için, firma değeri ve firma değerinin hesaplanması yöntemleri de büyük bir önem taşımaya başlamıştır. Bu amaçla bu bölümde bu konular açıklanmaya çalışılacaktır.

1.1. Firmanın Amacı

1900'lü yılların başından itibaren firma karının maksimum kılınması olarak ifade edilen firma amacı bu yüzyılın ikinci yarısından itibaren bir çok tartışmaya konu olmuştur. Kar kavramı tek başına bir anlam ifade etmemektedir. Maksimize edilmeye çalışılan karın, kısa yada uzun vadeli kar mı veya karlılık oranı yada kar tutarı mı olduğu konusunda ortak bir sonuca varılamamış olup, karın daha çok subjektif bir anlam taşıdığı ifade edilmektedir. Ayrıca değişik zaman aralıklarında kar sağlayan yatırım projeleri arasındaki seçimde ortaya çıkan belirsizlik ve yatırımlardan beklenen nakit akışlarının dikkate alınmaması da kar maksimizasyonuna getirilen başlıca eleştirileri oluşturmaktadır. Karın en yüksek düzeye çıkarılması iyi tanımlanmış bir şirket amacını ortaya koymamaktadır.²

Firma amacının, firma karının maksimum kılınması olarak kabul edildiği dönemde firmanın genel olarak üç amacından bahsedilebilir:

² Richard A BREALEY, STEWARD, Myers C., MARCUS, Alan J.: *İşletme Finansının Temelleri*. Birinci Basım, Çev.:Ünal BOZKURT, Türkan ARIKAN, Hatice DOĞUKANLI, Literatür Yayın. İstanbul, Ekim 1997, 12.

1. Firma çıkarlarına uygun amaçlar
2. Hissedarların çıkarlarına uygun amaçlar
3. Sosyal amaçlar

Firma çıkarlarına uygun amaçlarda, firma kendisini büyütmek, sektöründe ilerlemek, rakiplerine karşı rekabet üstünlüğü elde etmek isteyecektir. Tüm bunlar firmanın kaynak ihtiyacını artıracaktır.

Firma yukarıdaki amaçlara ulaşmayı arzularken, hissedarlar da daha fazla kar payı elde etmek, daha fazla kendilerine kazanç sağlamak isteyeceklerdir. Dolayısıyla, firma kendi lehinde kaynak isterken hissedarlar da kendi çıkarları doğrultusunda firmadan gelir beklemektedirler. Bu iki amaç zıt yönde çekişirken bir üçüncü amaç olan sosyal amaç da üçüncü yöne doğru çekecektir. Firmanın içinde bulunduğu çevre, firmadan sosyal içerikli katkılar bekleyecektir. Örneğin firmadan okullar yapmasını, yol yapımına katkıda bulunmasını, cami, çeşme vb. yapmasını isteyecektir. Bunların hepsi firmadan dışarıya kaynak transferidir, ideolojik amaç olarak da adlandırılan bu beklentileri firmaların tamamen karşılaması mümkün olmayacağı gibi kayıtsız kalması da mümkün olmayacaktır. Çünkü firma çevresi ile iyi geçinmek durumundadır.

Bu üç genel amaç bir ortak amaç altında toplanmak istenmiş ve firmanın amacı "Firma Karının Maksimum Kılınması" olarak ifade edilmiştir. Robert Anthony "The Trouble With Profit Maximization" isimli Harvard Business Review dergisinin 1960 Aralık sayısında yazdığı makalede firma amacının kar maksimizasyonu olmayacağını savunmuştur.³

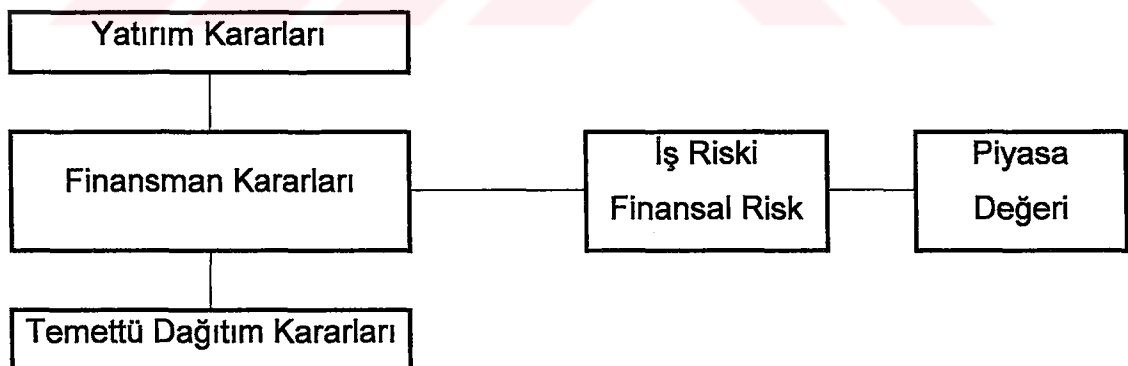
Hisse başına karın maksimizasyonu amacının genel kabul görmemesinin bir diğer nedeni ise, hisse senedinin piyasa fiyatı üzerine kar dağıtım politikasının etkilerini de ihmal etmesidir. Çünkü, amaç yalnızca

³ Richard A BREALEY: a.g.e., 445.

hisse başına düşen karın maksimizasyonu olsaydı, o zaman işletmenin hiç kar payı ödememesi gerekecekti. Halbuki, ilerideki bölümlerde de görüleceği üzere, kar payı ödemelerinin hisse senedinin piyasa değerini, diğer bir ifadeyle, hisse senedinin fiyatını etkileyeceği kabul edilirse, işletme için hisse başına düşen karın maksimizasyonu amacı, tek başına yeterli bir amaç olamayacaktır⁴.

Son yüzyıl içerisinde her alanda olduğu gibi, finans fonksiyonunda da çok önemli gelişmeler kaydedilmiştir. Finansman, fon temin etme olanaklarını arama şeklinde tarif edilen geleneksel görüşü bir kenara bırakarak varlıkların yönetimi, kaynakların kullanımı, firmanın bütün olarak değerlendirilmesi fonksiyonlarını kapsamı içine alan bilimsel bir niteliğe bürünmüş ve işletmenin piyasa değerini maksimum kılma amacına yönelmiştir.⁵

Yatırım, finansman ve temettü dağıtım kararlarının bir fonksiyonu olarak meydana gelen firma piyasa değerini Şekil 1.1'deki gibi şematize edilebiliriz:⁶.



Şekil 1.1 Firma Değerini Maksimize Eden Kararlar

⁴ Metin TÜRKO: Değerleme Açısından Kar Dağıtım Politikası. Atatürk Üniversitesi Basımevi, Erzurum, 1985, 3.

⁵ James Van HORNE: Financial Management and Policy. Prentice Hall Englewood Cliffs New Jersey, 1992, 2.

⁶ Van HORNE: a.g.e., 26.

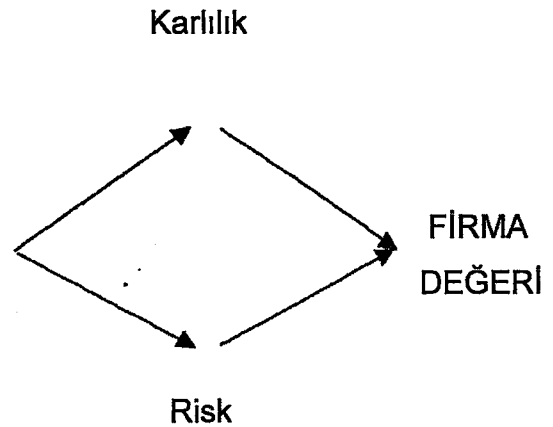
Yatırım kararlarının, finans yöneticisinin almak zorunda olduğu önemli kararlar olduğu konusunda genellikle görüş birliği olmasına karşılık; finansal kararlar ile kar dağıtım kararlarının, firmanın değeri üzerindeki etkileri konusunda henüz kesin olarak ortak bir görüşe ulaşılamamıştır. Tam bir görüş birliği olmamakla birlikte, finansal kararların da firmanın değerini etkilediği, firmalar için optimal bir sermaye yapısı olduğu, firmaların finansal yapılarını değiştirerek, daha teknik bir ifade ile finansal kaldıraç etkisini sağgörü ile kullanarak, değerleri yükseltebilecekleri, daha yaygın biçimde benimsenmektedir.

1.2. Firma Değerinin Önemi

Bir firmanın değeri, söz konusu firmanın gelecekte sağlayacağı gelir akışı ile bu gelir akışının elde edilmesindeki risk derecesine bağlıdır. Finansmana ilişkin kararlar, bir yandan firmanın gelecekteki gelir akışının büyüklüğünü etkilediği gibi, diğer yandan firmanın risk derecesini de etkilemektedir. Günümüzde finansal kararların odak noktasını, firmanın piyasa değerini etkileyen karar ve faaliyetler oluşturmaktadır. Firma ile ilgili kararların, saptanan politikaların firmanın değerini nasıl etkilediği şematik olarak şöyle gösterilebilir:⁷

Kararlar:

1. Firmanın faaliyette bulunacağı endüstri kolu
2. Firmanın büyüklüğü
3. Firmanın faaliyetinde kullandığı makine ve gereçlerin nitelikleri
4. Firmanın kullandığı teknoloji
5. İşletmelerin kuruluş yeri
6. Firmanın sermaye yapısı
7. Firmanın likidite durumu
8. Firmanın dikey bütünleşme derecesi
9. Firmanın gerçekleştireceği yatırım projeleri vb.



⁷ Öztin AKGÜÇ:a.g.e., 9.

Yukarıdaki şemada birkaç örneği verilen konularda alınan kararlar, firmanın karlılığı ve risk derecesi gibi iki etmeni etkilemekte ve bu iki etmen de firmanın piyasa değerini belirlemektedir.

Sermayenin geniş bir yatırımcı kitlesine dağılmadığı ekonomilerde halka açık bilgilere talep fazla olmamaktadır. Bu durum ise sermaye piyasasının daha etkin olmasına ve sermayenin daha verimli alanlara hızla hareket etmesine engel olmaktadır. Sermayenin yaygın olmaması, ayrıca, firma değerini artırıcı önlemler alma veya çaba gösterme konusunda, firma yöneticileri üzerinde çok fazla zorlayıcı bir unsur olmamaktadır. Böylece, yönetimin başarısının en önemli ölçüsü olan firmanın piyasa değeri, yatırımcılar tarafından önemsiz bir göstergemiş gibi algılanmaktadır. Sermayenin yaygın olmamasının diğer bir olumsuz sonucu da, firmaların hisse senetlerinin piyasadaki satın alınarak ele geçirilme imkanının olmaması nedeniyle, piyasanın firmalar üzerinde değer yaratma konusunda oluşturduğu baskının ortadan kalkmasıdır.

Firma değerinin tespiti finansmanın pek çok alanında önemli bir yere sahiptir. Bu alanların başlıcaları işletme finansmanı, birleşmeler, satın almalar ve portföy yönetimidir.

İşletme finansmanında amaç firma değerinin maksimizasyonu ise, o zaman finansal kararlar, firma stratejisi ve firma değeri arasındaki ilişkilerin açıkça ortaya konulmasını gerektirmektedir.

Farklı firmaların tek bir firma adı altında birleşmelerinde veya herhangi bir firmayı satın almada, firma değerinin tespiti hayati bir öneme sahiptir. Firma değerinin tespitini sadece borsada işlem gören firmalar ile sınırlamamak gerekir. Özellikle gelişmekte olan ülkelerde, borsada işlem gören hisse senetlerinin az sayıda olması nedeniyle, şirket satın almalarının ve birleşmelerin büyük bir kısmı borsa dışındaki şirketlerde olmaktadır.

Eğer bir şirket satın alınacaksa, ne kadar tutarın teklif edileceği, eğer, eldeki şirket satılacaksa ne kadar tutarın talep edileceği veya şirketler birleştirilecekse her bir şirketin toplam içerisindeki payının ne kadar olacağı; ayrıca, birleşme öncesi tespit edilen firma değerleri toplamının, firmalar birleştikten sonra ne kadar olacağı, birleşmenin ortaya bir sinerji etkisi çıkarabilme durumu gibi soruların cevabını bulabilmek için firma değerlerini doğru bir şekilde hesaplamak gerekmektedir.

Sermaye piyasasının gelişmiş olduğu ülkelerde halka açıklık oranlarının yüksek olması nedeniyle, piyasadaki hisse senetlerini satın alarak bir şirketin yönetimini ele geçirmek mümkündür. Bu ülkelerde sermaye piyasasının etkinliği daha yüksek olduğu için firmaların piyasada oluşan değerleri de genelde olması gereken değerlere yakındır. Piyasada oluşan değerler doğal olarak firmaların mevcut performansına, yönetimine ve gelecekte firmalardan beklenen performansa göre oluşmaktadır.

Temel analizcilerin ileri sürdükleri esas görüş, bir firmanın finansal verileri ile (büyüme etkisi, risk yapısı, nakit akımları vb.) firma değeri arasında yakın bir ilişki olduğudur. Bu nedenle firma değerlemesi temel analizcilerin en çok önem verdikleri konudur. Çünkü, bu yaklaşıma göre portföy oluşturulurken, gerek nakit akımlarına gerekse fiyat katsayılarına göre (Fiyat/ Kazanç Oranı, Piyasa Değeri/ Defter Değeri vb.) bulunan firma değerlerinden, piyasaya göre düşük oranlar portföye dahil edilmektedir. Burada beklenen, zaman içerisinde firma değerinin gerçek değerine ulaşacağı ve piyasaya göre nispeten daha yüksek bir getiri elde edileceğidir.⁸

Hisse senedi değerlemesinde temel analiz olarak bilinen yaklaşım, hisse senedi fiyatını etkileyen karlılık, likidite, finansal yapı, dağıtım kanalları, yönetim becerisi, rekabet, ekonomik tahminler gibi temel olguların ve

⁸ Jack Clark FRANCIS: Investments Analysis and Management. Mc Grawhill, New York, 1976, 35.

bunların o hisse senedinin fiyatını nasıl etkilediğinin analiz edilmesiyle, hisse senedinin yatırım değerinin yada gerçek değerinin belirlenmesine dayanır. Yatırım zamanının uygunluğuna karar verebilmek için hisse senedinin gerçek değerinin belirlenmesi gerekir. Ancak gerçek değer bilindiği veya tahmin edilebildiği takdirde, yatırımın zaman bakımından uygunluğu hakkında karar verilebilir.

Teknik analiz, hisse senetleri fiyat hareketlerini açıklamaya ve öngörmeye yönelik "psikolojik" ve "matematiksel" boyutları olan bir yöntemdir. Teknik analizciler açısından firma değerlemesinin çok fazla bir önemi yoktur. Çünkü, onlar geçmiş fiyat hareketlerine ve işlem hacimlerine bakarak, gelecekteki fiyat hareketlerinin belirli ölçülerde de olsa tahmin edilebilir olduğuna inanırlar. Burada teknik analizcilerin, biraz zorlama da olsa, faydalanabilecekleri husus; bulunan firma değerlerinin teknik analizde destek ve direnç noktaları olarak kullanılabileceğidir. Eğer, temel analizciler, firmanın piyasadaki değeri gerçek değerini geçtiğinde satıyorlarsa veya gerçek değerinin altına düştüğünde alıyorlarsa, bu durumdan teknik analizcilerin destek ve direnç noktaları olarak yararlanabilmeleri mümkündür.

Sermaye piyasasında etkinliğin ve güvenin sağlanmasındaki en önemli hususların başında, firma değerinin tespitinin doğru bir şekilde yapılması ve böylece bulunan değer gerçeği yansıtmayı gelmektedir. Halka arzlarda fiyat, aracı kuruluş ve şirket arasında imzalanan aracılık sözleşmesiyle belirlenmekte ve mevzuat gereği Sermaye Piyasası Kurulu'nun halka arzlarda belirlenen fiyata müdahale etme imkanı çok sınırlı olmaktadır. Bu durum, gerek hisse senetlerini halka arz eden aracı kurumlara, gerekse bu hisse senetlerini satın almak isteyen yatırımcıları aydınlatan diğer kurumlara büyük bir sorumluluk yüklemektedir.

Mevcut durumda, Türkiye'de halka arz işlemi gerçekleştikten sonra bazı hisse senedi fiyatlarında görülen aşırı düşüşler ve artışlar, fiyat tespitinde kullanılan yöntemlerin doğruluğu veya yöntemler doğru olsa bile

gelecek hakkında aşırı iyimser veya kötümser öngörüler yapıldığı konusunda endişelere neden olmaktadır. Bu sonuç ise fiyat tespitlerinin çok daha ciddi bir şekilde yapılması gereğini göstermektedir.

Firma değerinin tespiti sadece halka arz sırasında değil, borsada işlem gören firmaların hisse senetlerini satın alma kararını verirken de gereklidir. Piyasada oluşan fiyatın firmanın gerçek değerini ne ölçüde yansıttığının bilinebilmesi için firma değerinin doğru hesaplanması gerekmektedir. Aksi takdirde, alınan risk beklenenden çok daha büyük olabilir. Firma değerinin belirlenmesi, hisse senetleri borsada işlem görmeyen firmalar için de çok önemlidir. Özellikle, özelleştirme kapsamındaki kuruluşların değerlerinin doğru belirlenmesi, bu konuda oluşan yasal itiraz yollarını azaltacak ve özelleştirme sürecini hızlandıracaktır. Hisse senetleri borsada işlem görmeyen ve özelleştirme kapsamında olmayan firmalar için de firma değerinin tespiti aynı derecede önem arz etmektedir.

Firma değerinin yönetilmesi, firma değerinin gerçekçi olarak tespit edilmesi kadar önemli olan bir diğer konudur. Firmaların ortakları birikimlerini firmaya yatırırken en önemli amaçları; aldıkları riske göre en yüksek getiriyi elde etmektir. Bu ise, firma değerinin etkin bir şekilde yönetilmesiyle ve bu etkin yönetimin doğal sonucu olarak firma değerinin hissedarlar açısından maksimum olmasıyla mümkündür. Firma değerinin sağlıklı bir şekilde nasıl bulunulacağının yanı sıra, daha iyi karar verebilmek için firma değerinin bir araç olarak nasıl kullanılacağı da ayrı bir öneme sahiptir. Günümüz yöneticileri firmalarının değerini ölçebilmeli ve yönetebilmelidirler.

Firma değerini artırmayı ve maksimize etmeyi amaçlayan yönetim biçimleri (Value Based Management) gelişmiş ülkelerde önemli ölçüde benimsenmektedir. Bu yönetimin etkin bir şekilde uygulanabilmesi için, değer yaratan unsurların açıkça ortaya konulması, değer yaratmak için stratejilerin

geliştirilmesi, uygulama planlarının hazırlanması ve performansın sürekli olarak ölçülmesi gerekmektedir.⁹

Bir firmanın değeri, faaliyetleri ile ilgili alınmış olan kararlarla, uygulamalarla, sermaye yapısıyla, birleşmelerle ve hatta mevzuatla yakından ilişkilidir. Sonuç itibarıyla, firmanın nakit akımlarını ve sermaye maliyetini etkileyen her faktörün, firma değerini belirlemede, farklı düzeylerde de olsa bir etkisi bulunmaktadır.

1.3. Firma Değerinin Ölçümü ve Kullanılan Yöntemler

Her varlık mutlaka bir değere sahiptir. Ancak, bu değer belirlenmesi sırasında kullanılan bilgiler ve yöntemler farklıdır. Örneğin, arsa, bina gibi reel varlıkların değerlemesi hisse senedi ve tahvil gibi finansal varlıkların değerlemesinden oldukça farklı olduğu gibi, hisse senedi değerlemesi ile tahvil değerlemesi arasında da farklı bilgi ve yöntemler kullanılmaktadır. Bu farklılıklara rağmen, değişik varlıkları değerlerken ortaya çıkan en önemli benzerlik, kaçınılmaz bir belirsizliğin var olmasıdır. Bu belirsizlik genellikle değerlendirilen varlığın niteliğinden kaynaklanırken, değerlendirme modeli de bu belirsizliği artırabilmektedir.

Hisse senedi değerlemesinde kullanılan yöntemleri, indirgenmiş nakit akımlarının kullanıldığı yöntemler ve muhasebe temeline dayalı fiyat katsayılarının kullanıldığı yöntemler olarak iki ana gruba ayırmak mümkündür.

Hisse senedi değerlemesinde kullanılan bu yöntemlerin birbirlerine göre kuvvetli ve zayıf yönleri bulunmaktadır. Bu nedenle uygulamada bu

⁹ Levy HAIM., MARSHALL Samat: Principles of Financial Management. Prentice Hall, Englewood Cliffs, New Jersey, 1988, 414.

yöntemlerin genellikle birlikte kullanıldığı görülmektedir. Ancak, indirgenmiş nakit akımları yöntemleri, çok tahmin yapmayı ve proje değerlendirme temeline dayalı profesyonel bir bilgi düzeyini gerektirse de, firma değerini en doğru şekilde tespit eden yöntemlerdir. İndirgenmiş nakit akımları yönteminin değerlemede ağırlıklı olarak kabul görmesinin bir nedeni de arkasında yatan finans teorisinin son derece sağlam olmasıdır. İndirgenmiş nakit akımlarına göre bulunan firma değeri ile firmanın piyasa değeri arasında son derece güçlü bir korelasyon mevcuttur. Diğer yöntemlere göre bulunan firma değeri kısa vadelidir.

Bu bölümde kısaca günümüzde firma değerlemede sıklıkla kullanılan yöntemlerden bahsedeceğiz.

1.3.1. Defter Değeri

Defter değeri yaklaşımında, değer tespiti yapılacak zamana ilişkin olarak düzenlenecek bilançoadaki öz kaynak toplamı, firmanın ortaklar açısından değerini ifade etmekte, bu tutarın toplam hisse senedi sayısına bölünmesi ise her bir hisse senedinin defter değerini vermektedir. Bu yaklaşım, işletmenin varlıklarından hareket etmektedir. Ancak değerlendirme açısından önemli olan varlıkların gelecekteki kazanma gücüdür.

$$\text{H.S. Defter Değeri} = \frac{(\text{Toplam Varlıklar} - \text{Toplam Borçlar})}{\text{Hisse Senedi Sayısı}}$$

Ancak bu değer tam olarak firmanın gerçek değerini göstermemektedir. Çünkü Türkiye’de enflasyon oranı oldukça yüksektir. Bu amaçla bilanço kalemlerini enflasyon etkisinden arındırarak bu hesaplama yapılmalıdır.

1.3.2. Yeniden Tesis Etme Yaklaşımı

Yeniden tesis etme yaklaşımı, değeri belirlenmek istenen işletme yeniden kurulursa ne kadara mal olacağını belirlemekte, bu tutardan borçların cari değeri çıkartılarak firma değerine ulaşılmaktadır. Yeniden tesis değerinin temel mantığı "bugün alınırsa kaçta alınır?" yaklaşımıdır.

Bu yaklaşım, bir işletmenin blok halinde satılmasında yada yarım kalmış bir tesisin söz konusu olduğunda pazarlığa esas oluşturabilmektedir.

1.3.3. Piyasa Değeri/Defter Değeri

Piyasa değeri / defter değeri oranı hisse senedi fiyatının hisse başına defter değerine oranıdır. Hisse başına defter değeri, öz kaynağın defter değerini dolaşımdaki hisse senedi sayısına bölünerek bulunur. Öz kaynağın defter değeri, ödenmiş sermaye artı dağıtılmayan karlara eşittir. Ve aşağıdaki gibi formüle edilir:

$$\text{Piyasa / Defter değeri oranı} = \frac{\text{Hissenin piyasa değeri}}{\text{Hissenin defter değeri}}$$

Piyasa / Defter değeri oranı, sermaye piyasası gelişmiş ülkelerde piyasada alınıp satılmayan bir hisse senedinin olması gereken fiyatının tespiti amacıyla kullanılır. Bu yöntemin zayıflığı değerlemeyi bir noktadaki bilançoya bağlayıp, şirketin devamlılığını ve gelecekteki kazanç potansiyelini göz ardı etmesidir. Yeniden değerlemeler bilançoyu oldukça etkilemekte, ayrıca kullanılan oran firmanın özelliklerini yansıtabilmektedir.

1.3.4. Fiyat/Kazanç Oranı Yöntemi

Hisse senedi değerlemesinde, belki de basitliği nedeniyle, en çok kullanılan yöntemdir. Bu yöntem, hisse başına net kar ile, hisse senedi fiyatı

arasında uygun bir çarpan bulunması gerektiğinden hareket eder. Söz konusu çarpan katsayısı, işletmenin her 1 TL' lik vergi sonrası hisse başına karına karşılık yatırımcıların kaç TL ödemeye razı olduklarını gösterir. Özellikle büyüme potansiyelleri yüksek, geleceği parlak gözükten işletmelerin hisse başına düşen karına yatırımcılar daha fazla ödemeyi kabul eder ve oran yüksek olur. Fiyat/kazanç oranı yatırımcıların şirkete biçtiği saygınlığın ortak bir ölçüsüdür.

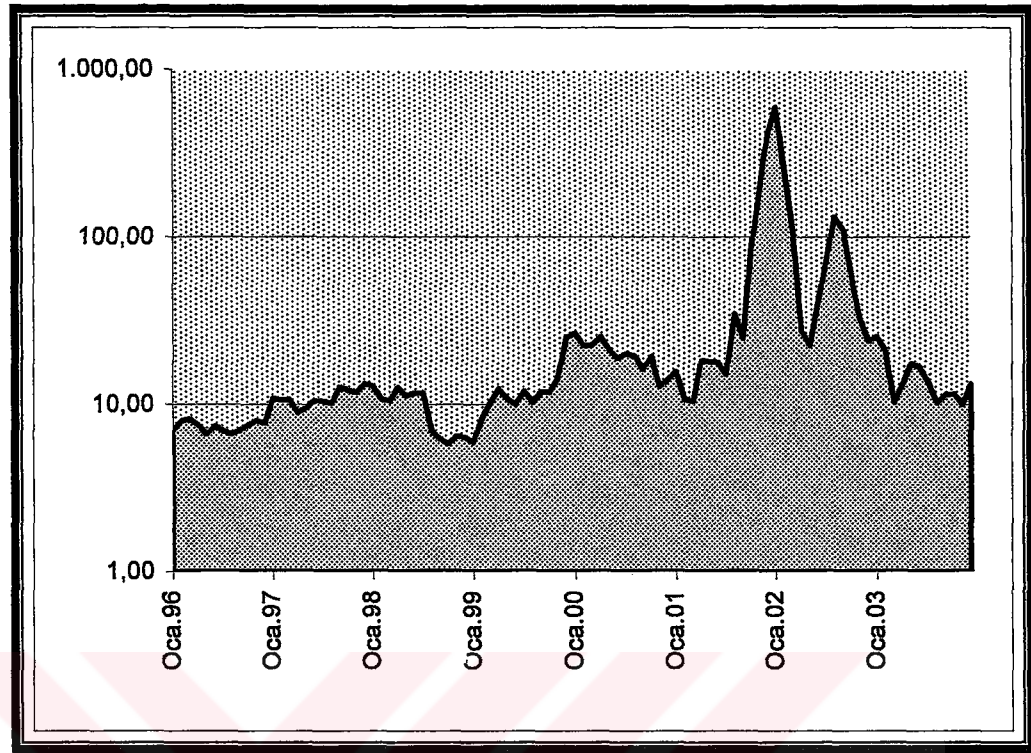
$$\text{Fiyat/kazanç oranı} = \frac{\text{Hisse senedi fiyatı}}{\text{Hisse başına kar}}$$

İMKB' nda işlem gören firmaların 1996-2003 yıllarındaki Fiyat/Kazanç oranı ortalaması tablosu Tablo1.1'de verilmiştir. Ayrıca yıllar boyunca firma fiyat kazanç oranlarında meydana gelen değişimler Grafik 1.1'de özetlenmektedir.

Tablo 1.1 Hisse Senetleri Piyasası Fiyat/Kazanç Oranı Ortalaması (ABD\$)¹⁰

Hisse Senetleri Piyasası Fiyat/Kazanç Oranı Ortalaması (ABD\$)												
Yıl	Ocak	Şubat	Mart	Nisan	Mayıs	Haziran	Temmuz	Ağustos	Eylül	Ekim	Kasım	Aralık
1996	6,95	7,95	8,16	7,47	6,62	7,41	6,95	6,63	6,99	7,50	7,95	7,72
1997	10,88	10,58	10,68	8,92	9,51	10,52	10,44	10,12	12,70	12,13	11,73	13,28
1998	12,83	10,78	10,42	12,65	11,22	11,67	11,70	6,93	6,28	5,80	6,46	6,36
1999	5,91	8,29	10,26	12,38	10,72	9,98	11,91	10,21	11,84	11,82	14,21	24,95
2000	26,48	22,24	22,59	25,26	21,00	18,89	20,01	19,29	16,21	19,21	12,78	14,05
2001	15,65	10,61	10,42	18,17	17,91	17,74	15,13	34,76	24,80	87,62	—	411,64
2002	591,91	253,77	100,57	27,46	22,45	—	—	131,26	110,16	57,83	32,70	23,78
2003	25,35	20,83	10,31	13,14	17,44	16,73	13,64	10,22	11,46	11,52	9,98	13,19

¹⁰ www.imkb.gov.tr/İMKB Şirketler Yıllığı 2003, 114.



Grafik 1.1 Hisse Senetleri Piyasası Fiyat/Kazanç Oranı Ortalaması (ABD\$)
Grafığı

1.3.5. Temettü Verimi Yöntemi

Hisse senedine sahip olanlar, özel haller dışında her yıl kardan pay alırlar. Temettü ister yılda bir defa, ister bir kaç defa dağıtılsın, dağıtılan temettü payından gelir vergisi kesintisi yapılmasına göre vergi öncesi kar payı veya vergi sonrası kar payı diye ayırım yapılabilir. Hisse senedinin kar payı getirisi basitçe, beklenen kar payının hisse senedi fiyatına oranlanmasıdır.

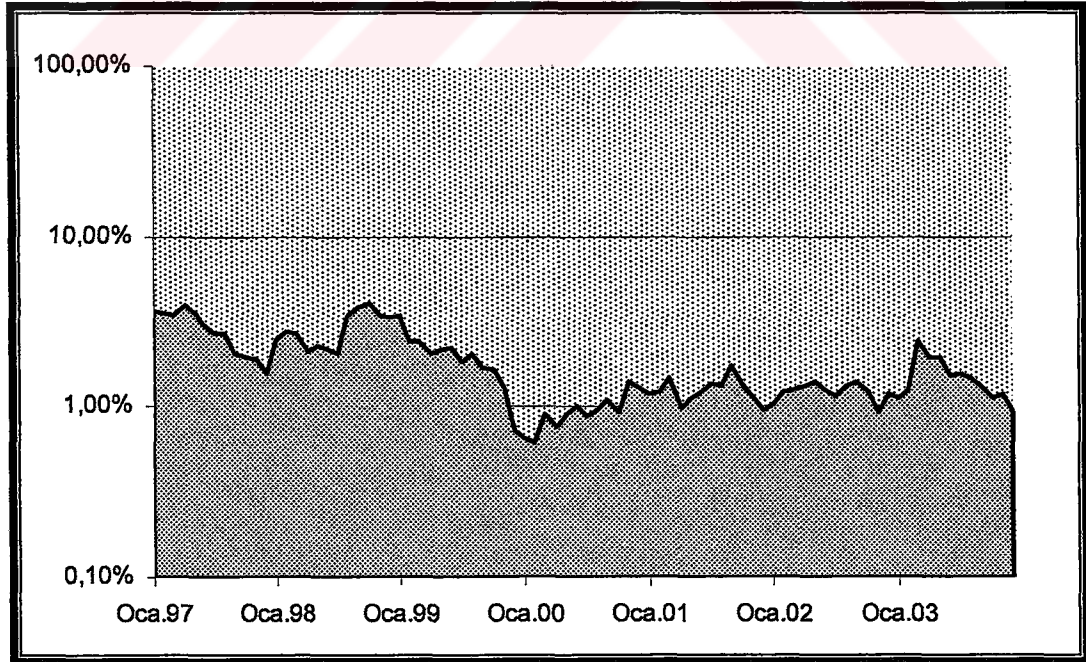
$$\text{Hisse senedi fiyatı} = \frac{\text{Hisse başına kar}}{\text{Kar payı getirisi}} * 100$$

Çoğunlukla aynı sektörde faaliyet gösteren ve borsada işlem gören şirketlerin ortalama temettü verimliliği yukarıdaki formüle yerleştirilerek bir

hisse senedinin fiyatı tespit edilir. Bir hissenin fiyatı da çıkarılmış hisse adedi ile çarpılarak şirketin değeri belirlenmiş olur. Hisse başına temettü, sektör ortalamasından yola çıkarak karın ne kadarının ortaklara dağıtıldığı bulunarak belirlenir. Temettü verimliliği ise genellikle ya piyasa ortalamasına yada benzer firma oranlarına yakın olur.

Tablo 1.2 Hisse Senetleri Piyasası Temettü Verimi Oranı Ortalaması (%)¹¹

Hisse Senetleri Piyasası Temettü Verimi Oranı Ortalaması (%)												
Yıllar	Ocak	Şubat	Mart	Nisan	Mayıs	Haziran	Temmuz	Ağustos	Eylül	Ekim	Kasım	Aralık
1996	5,39	4,48	4,06	4,12	4,40	3,77	3,91	3,96	3,54	3,29	2,96	2,87
1997	3,66	3,57	3,40	3,88	3,50	3,01	2,71	2,70	2,06	1,94	1,87	1,56
1998	2,49	2,77	2,71	2,10	2,30	2,14	2,07	3,47	3,83	4,07	3,45	3,37
1999	3,47	2,44	2,42	2,06	2,14	2,20	1,83	2,05	1,71	1,65	1,30	0,72
2000	0,66	0,62	0,91	0,76	0,91	1,01	0,88	0,95	1,10	0,92	1,41	1,29
2001	1,19	1,21	1,46	0,99	1,12	1,21	1,35	1,34	1,73	1,32	1,13	0,95
2002	1,04	1,23	1,26	1,31	1,41	1,27	1,16	1,31	1,41	1,22	0,94	1,20
2003	1,13	1,25	2,41	1,92	1,96	1,53	1,57	1,47	1,33	1,11	1,19	0,94



Grafik 1.2 Hisse Senetleri Piyasası Temettü Verimi Oranı Ortalaması Grafiği

¹¹ www.imkb.gov.tr/IMKB Şirketler Yıllığı 2003, 114.

Tablo 1.2 ve Grafik 1.2’de hisse senetleri piyasası temettü verim ortalamaları 1986-2003 yılları için verilmiştir.

Temettü verimi yöntemi hisse fiyatlarının ve temettü verimlerinin piyasa ile karşılaştırılmasına imkan tanır. Ancak gelişmekte olan ve temettü dağıtmayan firmalarla borsada işlem görmeyen firmalar için bu yöntemin kullanılması sakıncalıdır.

Fiyat katsayılarını esas alan değerlendirme yöntemleri, uygulamada oldukça sık kullanılan yöntemlerdir. Bu yöntemlerin kullanılması pek çok faktörün tahmin edilmesini gerektirmediği gibi, hesaplaması da çok çabuk ve kolaydır. Ancak, bu yöntemlerin başlıca dezavantajı ise bir çok soruyu cevapsız bırakması veya göz ardı etmesidir. Ayrıca tam olarak karşılaştırılabilir firmaların bulunması da temel sorundur.

1.3.6. İndirgenmiş Nakit Akımları Yöntemi

İşletmelerin temel amaçları önceleri kar maksimizasyonu iken zamanla gelişen ekonomi içinde işletmelerin kar elde etmesinin esas amaç olamayacağını anlamışlardır. Çünkü ne için ve hangi kar sorularına sağlıklı cevap verilememiştir. İşletmeler kar maksimizasyonundan vazgeçerek asıl amaçlarının işletmenin net bugünkü değerinin ortaklar için maksimum kılmak olduğu amacını kabul etmişlerdir.

İndirgenmiş nakit akımlarını esas alan değerlendirme yöntemleri, satış hacmi ve büyümesi, faaliyetlerle ilgili giderler, işletme sermayesi ve sabit yatırım tutarı ve sermaye maliyeti gibi bir çok faktörün yıllar itibarıyla tahmin edilmesini gerektirmektedir. Ayrıca tahminlerin net bir şekilde ortaya konulması, gerçekçi olması ve birbirleriyle çelişmemesi gerekmektedir.¹²

¹² Metin Kamil ERCAN, ÜRETEN Aykan: Firma Değerinin Tespiti ve Yönetimi. Gazi Kitabevi, Ankara, 2000, 11.

Tahminlerde yapılacak hatalar firma değerinde önemli değişikliklere yol açmaktadır, bu yüzden analistlerin yaklaşımları ve nitelikleri son derece önemlidir.

Firma değeri bir işletmenin gelecekteki kazanç potansiyelinin değerlendirilmesiyle oluşur. Firma değerinin belirlenmesinde işletmenin kazanma gücünün dikkate alınması, sahip olunan varlıklar dışında, firma üzerinde etkili olan, varlıkların etkin kullanımı, işletmenin kaynak yapısı, işletme yönetiminin, organizasyon, üretim, pazarlama ve finansman anlayışı gibi faktörleri de değerlendirmeye dahil ettiği için daha anlamlı sonuçlar vermektedir.¹³

Firmaların gerçek değerlerinin belirlenmesiyle ilgili farklı yaklaşımlar söz konusudur. Bu yaklaşımlar varlıkların ve işletmenin gelecekteki kazanma gücünden hareket eder.

1.4. Firma Değerleme Yaklaşımları

Firma değerlendirilmesi, diğer menkul kıymet çeşitlerinin değerlendirilmesine kıyasla çok daha karmaşık olup, çeşitli faktörlerin bir arada ele alınıp değerlendirilmesini gerektirmektedir. Hisse senetlerinin¹⁴ sonsuz vadeli finansal varlıklar olmaları nedeniyle, fiyatları ve getirileri zaman içerisinde değişim gösterir ve piyasa koşulları bir hisse senedinin pazar fiyatının, o senedin gerçek değerinin altında veya üzerinde oluşmasına neden olur. Bu sebeple, bir hisse senedine yatırım yapılacağı zaman bu yatırımdan kayıplara uğramamak için yatırım yapılacak senedin piyasa fiyatı

¹³ Gültekin KARAŞIN: Sermaye Piyasası Analizleri. Özkan Matbaacılık Sanayi, Ankara 1987, 81.

¹⁴ Bu bölümde hisse senedinin değeri aynı zamanda firma değerini de ifade etmektedir. Firma değeri; hisse senedi değeri x hisse senedi sayısına eşittir.

ile gerçek değeri arasındaki sapmanın belirlenmesi gerekir. Burada amaç borsa değerinin, gerçek değere göre makul olup olmadığının tespittir.

Finans literatüründe bu amaçla "teknik analiz, temel analiz ve modern yaklaşım (Etkin piyasalar kuramı) olarak tanımlanan üç kuramsal modelin geliştirilmiş olduğu gözlenmektedir.

Hisse senetlerinin uzun süreli yatırım amacıyla değerlendirilmesi, diğer menkul değer türlerinin değerlendirilmesine kıyasla farklı ve çözümü daha zor analitik sorunlar taşır.

Hisse senedi değerlemesinde çeşitli yaklaşımlar vardır. Bu yaklaşımlar, nitel ve nicel olarak ayrıma tabi tutulabilir. Nicel yaklaşımlar, hisse senedi fiyatını belirleyen ölçülebilir bazı değişkenler olduğunu ve hisse senedi değerinin bu değişkenler arasındaki ilişkilerle açıklanabileceği varsayımına dayanmaktadır. Bu yaklaşımda, hisse senedinin değeri, kullanılan modelde yer alan değişkenlerin gelecekteki değerleri tahmin edilmek suretiyle belirlenmektedir. Nitel değerlendirme yaklaşımları, hisse senetlerinin geçmişteki fiyatı ile dolaşımdaki hisse senedi ilişkilerine ve piyasa psikolojisine dayanmaktadır. Bu yaklaşımlar davranışsal niteliktedir. Söz konusu yaklaşımda, işlem gören hisse senedi hacmi incelenerek, fiyat-hacim ilişkisine dayanılarak, yatırımcıların davranış biçimleri, yönleri belirlenmekte ve bu davranış biçimlerinden hisse senedinin piyasa fiyatı hakkında tahminlerde bulunulmaktadır.

Bu bölümde hisse senedi değerlemesine ilişkin nicel yaklaşımlar üzerinde durulacaktır. Bu yaklaşımlar:

- Kar payı yaklaşımı
- Gelir yaklaşımı
- Yatırım fırsatları yaklaşımı

1.4.1. Kar Payı Yaklaşımı

Bu yaklaşıma göre firma değeri firmanın gelecekte dağıtacağı temettülerin ortakların bekledikleri verimlilik oranıyla iskonto edilmesi sonucu bulunacak bugünkü değeridir.¹⁵

$$\text{Firma Değeri} = \left(\frac{T_1}{(1+k_0)} + \frac{T_2}{(1+k_0)^2} + \dots + \frac{T_n}{(1+k_0)^n} \right) \times \text{Hisse Senedi Sayısı}$$

T= n. Yıla kadar her yıl elde edilmesi beklenen kar payları,

k₀= birikim sahibinin yatırımından beklediği verim (iskonto oranı)

Yukarıdaki denklem, firmanın cari değerinin, gelecekte elde edileceği beklenen kar payları T₁, T₂, T_n ile hisse senedinin gelecekteki fiyatına ve birikim sahibinin yatırımdan beklediği getiriye bağlı olduğunu ortaya koymaktadır. Kar payı yaklaşımına göre, belirli bir anda bir hisse senedinin fiyatını belirleyen, gelecekteki kar payları ile hisse senedinin gelecekteki satış fiyatıdır. Sonuç olarak bir firmanın cari değerinin, sınırsız bir süre ile her yıl elde edileceği beklenen kar paylarının bugünkü değerleri toplamının işletmenin sahip olduğu hisse senedi sayısının çarpımına eşit olması sonucuna varılır.

$$\text{Firma Değeri} = \left(\sum_{n=1}^{\infty} \frac{T_n}{(1+k)^n} \right) \times \text{Hisse Senedi Sayısı}$$

Ortaklığın her yıl dağıtacağı kar payının değişmeyeceği, ortaklığın devamlı olduğu, iskonto oranının sabit kalacağı varsayımları halinde;

$$\text{Firma Değeri} = (T_n \left[\frac{1}{(1+k)^1} + \frac{1}{(1+k)^2} + \dots + \frac{1}{(1+k)^{\infty}} \right]) \times \text{Hisse Senedi Sayısı}$$

¹⁵ İsmet AKSÖYEK: Finansman Problemleri ve Açıklamalı Çözümleri. Gazi Kitap Evi, Ankara, 2000, 330.

Firma Değeri= $\left(\frac{T_n}{k}\right)$ x Hisse Senedi Sayısı şeklinde yazılabilir.

Eğer elde edilecek kar paylarının her yıl g gibi sabit bir hızla sınırsız süreyle artacağı bekleniyorsa;

Firma Değeri= $\left(\sum_{t=1}^{\infty} \frac{T_n (1+g)^n}{(1+k)^n}\right)$ x Hisse Senedi Sayısı şeklinde yazılabilir.

Ortaklığın kar payı dağıtımının ve kar payındaki yıllık büyüme oranının(g) sonsuza dek devam edeceği varsayımı altında firmanın cari değerini veren eşitlik;

Firma Değeri= $\left(\frac{T_n}{k-g}\right)$ x Hisse Senedi Sayısı şeklinde yazılabilir.

Yeni buluşlar, yeni mal ve hizmetler üretilmesi, teknolojik yenilikler, ilk yıllarda ortaklığın, olağanüstü kar elde etmesine olanak verebilir. Ancak izleyen yıllarda yeni rakiplerin piyasaya girmesi, rakiplerin veya yeni kuruluşların yeni teknolojileri uygulamaları, bu konularda ilk atılımı yapan firmanın tekeli karını ortadan kaldırarak, karını normal düzeye indirebilir. Normal üstü büyümenin devam edeceği süre N yıl, kar paylarında normal üstü büyüme hızı g_s , normal büyüme hızı g_n ve kar payının normal üstü büyüme dönemi sonunda ulaşacağı tutar T_n ile gösterilirse, firma değerinin bugünkü değeri;¹⁶

Firma Değeri= $\left(\sum_{n=1}^N \frac{T_0 (1+g)^n}{(1+k)^n} + \sum_{n=N+1}^{\infty} \frac{T_N (1+g_m)^n}{(1+k)^n}\right)$ x Hisse Senedi Sayısı şeklinde yazılabilir.

¹⁶ Öztin AKGÜÇ: Finansal Yönetim. 7. basım, Avcıol Matbaası, İstanbul. 1998, s.856.

Ortaklığın kar payı dağıtımına ilişkin farklı bekleyişlere göre firma değerinin bugünkü değerini veren denklemi, elde edilecek kar paylarının firma değerini belirlediği varsayımına uygun olarak, değişik şekillerde yazmak olanaklıdır.

1.4.2. Gelir Yaklaşımı

Gelir yaklaşımına göre, bir firmanın teorik değeri, gelecekte pay başına elde edilecek düzeltilmiş gelirlerin¹⁷ net bugünkü değerinin firmanın hisse senedi sayısı ile çarpımına eşittir.

Firma değerlemesinde anılan yaklaşıma göre, iskonto edilen gelecekteki gelir akışının sürekli olabilmesi için ilave yatırımlar gerekiyorsa, yıllık gelir, her yıl gereken yatırım tutarı kadar azaltılmalıdır. Bir ortaklığın pay başına beklenen yıllık gelirleri $E_1, E_2, \dots, E_t$ ve gelir akımının sürekli olabilmesi için her yıl yapılması gerekli ek yatırımın, pay başına düşen tutarı $N_1, N_2, \dots, N_t$ ise, firmanın cari değeri;¹⁸

$$\text{Firma Değeri} = \left(\frac{E_1 - N_1}{(1+k)^1} + \frac{E_2 - N_2}{(1+k)^2} + \dots + \frac{E_t - N_t}{(1+k)^t} + \dots \right) \times \text{Hisse Senedi Sayısı}$$

Burada, $E_1 - N_1, E_2 - N_2, \dots, E_t - N_t$ düzeltilmiş pay başına geliri göstermektedir. k ise birikim sahibi tarafından istenen verim veya karlılık oranıdır. Anılan yaklaşıma göre, pay başına geliri aynı olan ve gelecekte de pay başına gelirleri aynı olması beklenen iki ortaklıktan karının tümünü dağıtabilen ortaklığın teorik değeri, aynı yıllık kazanç kalıbını sağlayabilmek

¹⁷ "Düzeltilmiş Gelir" deyimi burada, öngörülen gelir akışının sürmesi için, her yıl bir miktar yatırım yapılması gerekiyorsa, bu yatırım tutarının indirilmesinden sonra kalan yıllık gelir tutarını ifade etmektedir.

¹⁸ Öztin AKGÜÇ: a.g.e., 856.

için yıllık gelirlerinin bir bölümünü bünyede alıkoyarak yatırımlara ayırmak zorunda olan ortaklığa kıyasla daha yüksektir.

1.4.3. Yatırım Fırsatları Yaklaşımı

Pay senedi değerlemesinde ortaklığın yatırım fırsatlarını dikkate alan ve E. Solomon tarafından geliştirilmiş model aslında pay başına gelir yaklaşımının bir çeşitlemesidir. Yatırım fırsatları yaklaşımında da bir ortaklığın değeri, ilgili ortaklığın kazanç gücüne göre hesaplanmaktadır. Pay başına gelir yaklaşımı, ortaklığın mevcut varlıklarının sağlayacağı gelir arasında bir ayırım yapmadığı halde, yatırım fırsatları yaklaşımı bu ayrımı getirmektedir.

Söz konusu yaklaşıma göre bir firmanın değeri, mevcut varlıklardan ve gelecekteki büyüme fırsatlarından doğar. Mevcut varlıklarının değeri, söz konusu varlıkların yaratacağı beklenen gelirlerin bugünkü değeridir. Gelecekteki yatırım fırsatlarının değeri, kısmen yapılacak yatırımların tutarına kısmen de bu yeni yatırımların faydalı ömürleri boyunca sağlayacakları karlılığın, ortakların geleceğin belirsizliğini de karşılayacak şekilde yatırımlarından istedikleri verime eşit olup olmadığına bağlıdır. Eğer yeni yatırımların karlılığı, ortaklarca istenen verime eşit veya ondan daha düşük ise, gelecekteki yatırım fırsatlarının, firma değeri üzerindeki etkisi sıfır veya negatiftir. Gelecekte yapılacak yatırımlar, ancak sağlayacakları karlılık birikim sahiplerince istenen verimi aştığı durumda, ortaklığın değerini artırır.

Yatırım fırsatları yaklaşımına göre, bir ortaklığın değeri;¹⁹

$$\text{Firma Değeri} = (V_1 + V_2) \times \text{Hisse Senedi Sayısı}$$

¹⁹ Öztin AKGÜÇ: a.g.e., 857.

V_1 , ortaklığın mevcut varlıklarının gelecekte sağlayacağı karların pay başına bugünkü değeri,

V_2 , birikim sahiplerince istenen verimden daha yüksek karlılık sağlayan yeni yatırımların pay başına bugünkü değeri.

Ortaklığın mevcut varlıklarının pay başına sağlayacağı gelirin(E) sonsuz süreli ve sabit olduğu; birikim sahiplerinin fonlarının alternatif kullanım alanlarında sağlayacağı verimin; başka bir deyişle ortakların yeni yatırımlardan istedikleri karlılık oranı(k) olduğu, ortaklığın her yıl pay başına belli bir tutarı(N) yeni yatırım fırsatlarına ayıracağı ve yeni yatırımların sonsuz süreli olarak sağlayacağı yıllık karlılığın(r), birikim sahiplerinin istedikleri verimden yüksek olduğu varsayımlarına göre, bir ortaklığın değeri;

$$\text{Firma Değeri} = \frac{E}{k} + \frac{N}{k} \frac{(r-k)}{k}$$

Formülde, E/k , mevcut varlıkların sağlayacağı karların(sağlanacak yıllık karın sonsuz süreli ve sabit olacağı varsayımına göre) pay başına bugünkü değerini göstermektedir.

$\frac{N}{k} \frac{(r-k)}{k}$ gelecekteki yatırım fırsatlarının pay başına bugünkü değerini, ($r > k$ koşuluyla) göstermektedir. N/k , gelecekte yapılacak yatırımların tutarının bugünkü değerini göstermektedir. $(r-k)/k$ ise, gelecekte yapılacak yeni yatırımların, birikim sahiplerince istenen verim üzerindeki karlılığını ölçen bir indekstir.

Yatırım fırsatları yaklaşımı, firmaların yeni yatırımlarla büyümesini de dikkate aldığından, kar payı yaklaşımına kıyasla daha dinamik bir model olarak nitelendirilmektedir.

1.5. Firma Değerini Etkileyen Faktörler

Piyasa ekonomisinin hakim olduğu bir ortamda ekonomideki tasarruf seviyesinin yükseltilmesi ve tasarrufların en verimli yatırım alanlarına kaydırılması şeklinde ortaya konulabilen kaynak sorununun çözülmesi için etkin bir mali piyasanın mevcut olması gereklidir.

Mali piyasada menkul kıymet alıp satanların, yani yatırımcıların alış ve satış emirlerinin zamanlaması farklı olduğu takdirde, piyasaya sunulan menkul kıymetleri satın alarak stoklayan, taleple karşılaştığı zaman ise yatırımcıya satan kurumlara ihtiyaç vardır. Alım - satım emirleri sayı ve hacim bakımından gelişip, karşılaşmaları açısından zamanlama problemi ortadan kalktığı takdirde, üye bir kurumun araya girmesinin gereği giderek azalmaktadır. Alıcıların ve satıcıların alış ve satış emirleri aynı zaman döneminde merkezi bir sistemde karşılaştırıldığı takdirde işlemlerin çok hızlı gerçekleşmesi, işlemler hakkında bilgi edinilmesi ve işlem maliyetlerinin asgariye indirilmesi mümkün hale gelebilir. İşte burada menkul kıymet borsaları mali piyasanın bir düzeni olarak ortaya çıkmaktadır. Mali piyasalara güven arttıkça merkezi piyasaya yani borsaya yatırımcıların iştiraki çoğalmakta ve bu şekilde piyasanın temeli gelişip güçlenmektedir. Böyle bir piyasada, bütçe açığını borçlanmak suretiyle karşılamak veya elinde bulunan ticari işletmeleri şirket haline getirerek bunların hisse senetlerini halka satmak isteyen devletin ve kısa veya uzun vadeli borç senedi çıkararak sermayesine ortak olacak yeni kişi ve kurumlar arayan sınıai şirketlerinin karşılaşacakları ilk problem, menkul kıymetlerin hangi fiyattan satılacağı ve hangi fiyatın menkul kıymet satacak şirketin satış gelirini optimum kılacağı değerlendirilmesi olacaktır. Aynı şekilde menkul kıymet piyasalarında satıcıların olduğu kadar alıcıların (yatırımcıların) da kar etme amacında olması, onların da bu piyasada yapacakları yatırımdan elde edecekleri geliri optimum kılacak alış fiyatının ne olacağı sorusunu ortaya çıkarmaktadır. İşte bütün bu soruların cevabı borsada oluşan işlemlerin sonuçlarında bulunmaktadır. Çünkü her iki

taraf da faaliyetlerine yön vermek için sürekli ve en iyi bilgiyi menkul kıymetler borsasında bulacaktır.

Menkul kıymetler piyasasında yatırım yapmak düşüncesinde olan yatırımcıların ekonominin genel gidişatı ile ilgili dikkate alması gereken göstergeleri aşağıdaki gibi sıralamak mümkündür.²⁰

- Gayri Safi Milli Hasıla (GSMH)'daki artış yüzdesi ekonomik konjonktürün durumu açısından önemli bir göstergedir. GSMH' nın belli bir düzeyin üzerinde olması uzun dönem yatırımlar için oldukça cazip bir ortam yaratacaktır.
- Enflasyonist bir ortamda oluşan aşırı fiyat artışları menkul kıymet fiyatları için olumsuz bir etkiye sahiptir. Bunda en büyük etken, yüksek enflasyon dönemlerinde, kişilerin beklentilerindeki değişmelere paralel olarak, paradan kaçış sürecinin başlaması, diğer bir ifade ile marjinal tüketim eğiliminin artması sonucu tasarrufa ayrılan fonların azalmasıdır.
- Ekonomideki sabit yatırım harcamalarında görülen artış diğer bir anahtar değişkendir. Bu tür yatırımlarda artış yönünde bir beklenti ekonomi ve sermaye için iyimser bir ortam yaratır. Özellikle önder sektörlerin (İnşaat sektörü vs.) seyri ekonominin durumunu analiz etmek açısından dikkate alınması gereken faktördür. Çünkü, ekonomide lokomotif görevi gören bu sektörlerdeki bir yatırım doğrudan doğruya diğer sektörleri de etkileyeceğinden ekonomik faaliyetlerde de canlanma oluşturmaktadır.
- İstihdam seviyesindeki yükselme ve ekonomide tam istihdamın sağlanması ekonomik faaliyetlerin temel hedeflerinden biridir. Dolayısıyla tam istihdam seviyesine yaklaşmak ve buna paralel olarak işsizlik oranının düşmesi ekonomiye olan güvenin artmasını

²⁰ Micheal BRETT: How To Read The Financial Pages: A Simple Guide To The Way Money Works and Jorgan. Hutckinson Business, London, 1988, 93-102.

sağlayacaktır. Oluşan bu güven ortamı da doğrudan doğruya menkul kıymet piyasasını etkileyecektir.

- Kişi başına harcanabilir gelir arttıkça, gelirin tüketim harcamalarına giden kısmı azalacağından ileri bir gelir seviyesinden sonra gelirin bir fonksiyonu tasarruflarda artış görülecektir. Bu ise mali piyasanın gelişmesinde önemli bir unsurdur. Dolayısıyla kişi başına gelir, mali piyasanın bir parçası olan menkul kıymetler borsası için hayati bir önem taşımaktadır.
- Menkul değer fiyatları faiz oranları ile ters orantılıdır. Faiz oranlarındaki artış beraberinde menkul değerlerin fiyatlarında düşmeyi getirecektir.
- Hisse senedi piyasası genel iktisadi konjonktür içerisinde faiz oranlarından belki de daha fazla olarak parasal hareketlere ve parasal değişimlere karşı hassastır. Tedavüle toplu miktarda para çıkarılması fiyatları ve işlem hacmini yükseltir.

Hisse senetlerinin değeri üzerinde yukarıda sayılan genel ekonomik faktörlerin büyük ölçüde ağırlığı bulunmakla birlikte, şirket bazında sonucu, şirketin içinde bulunduğu sektör ve şirketin kendisi ile ilgili teknik faktörler belirler. Bu sebeple, başarılı bir yatırım yapmak isteyen bir yatırımcı, genel ekonomik gidişat hakkında bir fikir sahibi olduktan sonra yatırım yapacağı en uygun sektörü de belirlemek durumunda kalacaktır.

Genel ekonomik yapı içerisinde çeşitli sektörler vardır ve bu sektörlerin hemen hepsi kendilerine has özelliklere ve birbirlerinden ayrı büyüme hızlarına sahiptir. Bazı sektörler GSMH ile aynı hızda, bazıları daha hızlı, bazıları ise yavaş büyürler. Bu durumda yatırımcı olarak başarılı olmak, yani yatırımdan beklenen en yüksek getiriye sağlamak amaç ediniyorsa, öncelikle sektörün genel ekonomik yapı içerisindeki durumunun analiz edilmesi ve yatırımların büyüyen ve gelişme aşamasında olan sektörlerle yönlendirilmesi gerekmektedir. Zira, sektörün performansı ortaklığın performansının iyi bir

göstergesidir ve genellikle ortaklığın büyümesi, faaliyette bulunduğu sektördeki büyümeye paraleldir. Sektörün durumu incelenirken göze alınması gereken başlıca faktörleri aşağıdaki gibi sıralamak mümkündür²¹:

- Sektördeki büyümenin en önemli göstergesi teknolojik değişimlerdir; GSMH' dan en yüksek payı alabilme yarışında, teknik gelişmelere ayak uyduramayan sektörlerin rekabet şansı çok azdır. Bu tür sektörlerin ürünlerine olan talepteki azalmayla beraber, diğer bir sektörün o sektörü ikame etmesi sektördeki firmaların büyüme imkanlarını daraltarak yatırımcı açısından riskli firmalar olarak görülmesine sebep olacaktır. Bu şekilde sektörde faaliyet gösteren firmaların hisse senetlerine karşı oluşan güvensizlik, senetlerin piyasa değerini de olumsuz yönde etkileyecektir.
- Sektörün hammadde kaynaklarına egemen olma veya kontrol edebilme imkanı da önemli bir etmendir. Hammadde hem üretimi hem de maliyetleri etkiler. Dolayısıyla hammadde fiyatlarındaki olumsuz bir artış veya teminindeki bir gecikme maliyetler artmasına veya üretimin yavaşlamasına, hatta durmasına sebep olacak, bu durum rekabet gücünü azalttığı gibi, tüketicilerin ikame mallarına yönelmelerine neden olacaktır. Bu da sektörün iç ve dış pazarlardaki pazar payının azalmasıyla birlikte riskinin artması sonucunu doğuracaktır. Bu tür olumsuz gelişmelerin sektörün borsadaki durumunu etkileyeceği açıktır.
- Hükümet politikalarındaki değişimler farklı sektörlerde farklı sonuçlar ortaya çıkarır. Hükümetin alacağı, bir sektörü iç ve dış rekabete karşı koruyucu mevzuat, ihracat kredileri, gümrük muafiyeti gibi kararlar o sektörü olumlu yönde etkileyebileceği gibi, sektörün gelişmesini engelleyici bir mevzuat da yürürlüğe konabilir. Hükümetin vergiler, amortismanlar yada yeniden değerlendirme gibi konularda alacağı kararlar

²¹ Frederick AMBLING: Investments, An Introduction To Analysis and Management. Prentice-Hall, New Jersey, 1970, 152.

da sektörün ekonomik pozisyonunu olumlu yada olumsuz yönde etkileyecektir.

- Sektörün ve dolayısıyla firmaların büyümesini etkileyen bir diğer faktör rekabet koşullarıdır. Sektör içi rekabet koşullarının ağır olması, piyasanın rekabetçi güce karşı korunamaması, o sektörde mevcut ortaklıkların patent hakları, hammadde, makine donanımının yeterli teknolojiye sahip olmaması gibi, diğer firmaların piyasaya girmesini engelleyici etkenlerin olmaması riski artırması dolayısıyla o sektörde faaliyet gösteren firmaların hisse senetlerine olan güveni azaltarak değerlerinin de olumsuz yönde etkilenmesine sebep olabilecektir.
- Sektörün iç ve dış pazarlarda rahatça faaliyete geçebilmesi, satış zorluğu çekmemesi gibi etkenler de sektörün ve sektöre dahil olan firmaların gelişmesine ve firmaların piyasa değerlerinin yükselmesine katkıda bulunabilecektir.
- Bütün bu faktörlerin yanı sıra sektörün üretim maliyetlerinin, geçmişteki satış hasılatlarının, karlılığının ve sektörün ürettiği mallara olan talep ile kişi başına tüketim harcamalarının diğer sektörlerle göre durumu da sektörü ve içerisinde faaliyet gösteren firmaları etkiler.
- Firmaların özel durumlarındaki değişimler de hisse senetlerinin değeri üzerinde artırıcı yada azaltıcı etkiler gösterir.

Hisse senetlerine etkide bulunabilecek, şirketlerin kendi faaliyetleri ile ilgili faktörler de aşağıdaki gibi sıralanabilir²²:

- Şirketin karlılık durumu, hisse senedinin değerini etkileyen faktörlerden biridir. Karlılığı yüksek ve istikrarlı olan firmaların hisse senetlerinin değeri de yüksek ve istikrarlıdır. Karları devamlı büyüme gösteren yüksek karlılık oranına sahip firmaların rekabet güçleri de yüksektir. Rekabet edebilme gücüne sahip firmaların gelecekteki karlılıkları, rekabet etme şansı az olanlarınkine nazaran daha belirlidir.

²² Frederick AMBLING: a.g.e., 318-320.

Dolayısıyla, bu tür firmalar, daha az riskli firmalar olarak değerlendirilir. Bunların yanı sıra, yüksek karlılık oranı, firmanın, gelecekteki performansının ve iyi yönetildiğinin bir göstergesi olarak, yatırımcılar tarafından az riskli yada hiç riski olmayan bir firma olarak değerlendirilmesine etki eder.

- Bir şirketin amortismanlarının tamamlanmış olması yada her yıl ayrılan amortismanların azalması, şirketin karlılık durumunu ve dolayısıyla hisse senedinin değerini de etkiler.
- Firmaların finansal yapıları da karlılığı etkilemeleri sebebiyle hisse senedi fiyatlarını hareketlendirir. Borçlar/Öz sermaye ve Borçlar/Aktif Toplamı oranları düşük olan firmaların karları daha istikrarlıdır. Faaliyetlerini yada yeni yatırımlarını borç kullanarak yürüten firmalar finansal kaldıraç etkisinden yararlanmakla beraber, gelecekteki karlılıkları belirsiz bir hal alır ve beklenen karlar gerçekleşmediği takdirde firma için finansal çöküş yaratır. Bu sebeple, borçları yüksek olan firmalar riskli kabul edilir.
- Firmaların sermaye artırımını ile ilgili kararları da hisse senetleri üzerinde etki yapar. Firmalar yasaların öngördüğü şartlara uymak kaydıyla bedelli yada bedelsiz olarak sermaye artırımına gidebilirler. Bedelsiz olarak pay sahiplerine hisse senedi vermek suretiyle yapılacak sermaye artırımları, bir nevi ikramiye gibi görüldüğü için hisse senetlerinin değerini etkiler. Sermaye artırımları hisse senetlerinin değerini artıran faktörler içinde önemli bir paya sahip olmakla beraber, her zaman hisse senedinin değerini artırmaz. Bedelli olarak sermaye artırımına gidilmesi halinde, her ortağın yeni çıkarılacak paylardan, nominal değer üzerinden öncelikle alabilmelerine imkan sağlayan rüçhan hakkı nedeniyle eldeki senetlerin piyasa değeri ile nominal değeri arasında bir fark ortaya çıkmaktadır. Firmanın sermaye artırımına gideceği doğrultusunda bir haberin yayılması, bu fark nedeniyle hisse senedinin piyasa değeri üzerinde etkili olacaktır. Ülkemizde rüçhan hakkı nominal değer

üzerinden kullanıldığı için, piyasa değeri ile nominal değer arasındaki fark büyüdükçe, rüçhan hakkı kullanılmasının pazar fiyatı üzerindeki etkisi de büyümektedir.

- Ortaklarına karşı olumlu bir temettü politikası izleyen, kazandığının büyük bir kısmını ortaklarına dağıtmayı amaç edinen şirketlerin hisse senetleri de devamlı itibar görmektedir. Genel olarak bir hisse senedinin borsa değeri temettü ödeme tarihi yaklaştıkça yükselir.
- Bütün bu faktörlerle birlikte şirketin, sektör içindeki payı, teknolojik yapısı, üretim şekli gibi teknik faktörler de şirketin sürekliliği ve büyümesi ile ilgili olmaları nedeniyle hisse senedi fiyatlarını etkiler.

Kısaca açıklamaya çalıştığımız bu faktörler hep birlikte yada tek tek hisse senetleri üzerinde, dolayısıyla firma değeri üzerinde, etkili olmakla beraber, piyasada son sözü arz ve talep dengesi söyler. Buna karşılık, arz ve talebi harekete geçiren ve frenleyen de yine bu faktörlerdir. Ancak bazı durumlarda, savaş ihtimali, siyasal ve psikolojik nedenler gibi sosyal faktörler de arz ve talep dengesini olması gereken yerden daha farklı bir noktada oluşturabilir.

1.6. Finansal Yönetimin Temel Politikaları

Günümüzde ülkemizde de önemi hızlı bir biçimde fark edilen finansman, 1900'lü yıllara kadar ekonominin bir dalı olarak kabul edilmiştir. Bu yüzyılın başlarından itibaren ayrı bir çalışma alanı olarak görülmeye başlanmıştır.

1920'lerde teknolojik gelişmeler firmaların kaynak ihtiyaçlarını arttırmıştır. Aynı şekilde firmaların likidite ve dış finanslama yöntemleri konuları da ağırlıklı olarak ilgi görmüştür. Geleneksel yaklaşımda finansman ve finansmancının firmaya dıştan bakan firma içi kararlar üzerinde durmayan

bir yaklaşımda olduğu gözlenmektedir. Çünkü o zamanlarda firmaların en büyük ihtiyacı kaynaktır. Dolayısıyla kaynak temini finansmanın temel politikası olmuş ve firmaya daha fazla kredi temin edebilen de iyi finansmanıcı olarak görülmüştür.

1930 Ekonomik buhranı, iflaslar, kredi verenlerin kredilerini koruyabilme mücadeleleri gibi gelişmeler 1950'lerden itibaren modern yaklaşım olarak adlandırılan firmaların sermaye bütçelemesi kararları, yatırım projelerinin seçimi, sermayenin etkin kullanımı konularına ağırlık kazandırmıştır.

Ekonomik gelişmeyle beraber ortaya çıkan yeni finansman anlayışı içinde işletmelerin nihai amaçları, kar maksimizasyonu yerine firma değerinin maksimum kılınması şeklinde ifade edilmeye başlanmıştır. Gelişen ekonomik koşullar şirketleri firma değerini maksimize eden kararlar almaya zorlamıştır. Bu kararlar yatırım, sermaye yapısı ve temettü kararları olarak ifade edilebilir.

Sonuçta bugün de geçerli olan finansmanın üç temel politikası ortaya çıkmıştır. Bunlar²³;

- Finansman Politikası,
- Yatırım Politikası, ve
- Temettü Politikası.

Bu politikalarda ortak amaç firma değerinin hissedarlar açısından maksimum yapılmasıdır. Firmanın finansman politikasında, "firmanın kaynaklarının yapısı ne olmalıdır ki firmanın değeri maksimum olsun" konusu açıklığa kavuşturulmaya çalışılmaktadır. Bununla ilgili olarak teoride farklı yaklaşımlar bulunmaktadır. Bu yaklaşımlardan Net Gelir Yaklaşımı, firmanın

²³ J. Fred WESTON, COPELAND Thomas E.: Essential of Managerial Finance. 9. Edition, 1994, 12.

sermaye yapısı içerisinde borçların payının artmasına bağlı olarak firmanın değerinin artacağını, başka bir ifade ile maksimum borç düzeyinde firmanın değerinin maksimum olacağını belirtmektedir. Bir diğer yaklaşım olan Net Faaliyet Geliri Yaklaşımı ise, firma değerinin sermaye yapısından etkilenmediğini, firma isterse kaynaklarının tamamını borçlardan, isterse tamamını özkaynaklardan oluştursun, bunun firmanın değerini etkilemeyeceğini söylemektedir. Geleneksel yaklaşım ise, borçlanmanın kaldıraç etkisi ile belirli bir noktaya kadar firma değerinin arttığını, borçlanmanın belirli bir düzeyi aşması halinde de özsermaye ve kredi verenlerin beklentilerinin artması sonucu borçlanmanın olumlu etkisinin ortadan kalkıp firmanın değerini azaltıcı etki yaptığını ifade etmektedir. Günümüzde geçerli olan yaklaşım ise şekil itibarıyla geleneksel yaklaşıma benzemekte olup, borçlanmanın olumlu etkisinin belirli bir seviyeden sonra olumsuzla dönüşmesini finansal sıkıntı (financial distress) ve temsilci (agency) maliyetlerinin bugünkü değerine bağlamaktadır.²⁴

Yatırım politikasında da amaç yine "firmanın kaynakları hangi varlıklara hangi şartlarda bağlanmalıdır ki, firmanın değeri maksimum olsun" sorusuna cevap aramaktadır. Dönen varlıklara yapılan yatırımlar işletme sermayesinin yönetimi kapsamında, her bir dönen varlık kalemi olarak, ayrı ayrı dikkate alınmaktadır. Yatırım politikasında asıl üzerinde durulan, duran varlıklara yapılacak yatırımlar olmaktadır. Sermaye bütçeleme yöntemleri adı verilen değerlendirme kriterleri ile firmanın duran varlıklara yapacağı yatırımlar değerlendirilmekte, net bugünkü değeri en fazla pozitif olan yatırımlar seçilerek firma değerinin artırılması sağlanmaktadır. Firmanın finansman politikası ile yatırım politikası ayrı ayrı ele alınmaktadır. Hedef sermaye yapısı dikkate alınarak hesaplanmış olan ve sermaye bütçeleme kararlarında kullanılan, firmanın Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti, borcun ve özkaynakların maliyetlerini içermektedir. Yatırım Projeleri

²⁴ Metin Kamil ERCAN, ÜRETEN, Aykan: a.g.e., 4.

değerlendirilirken kullanılan Iskonto oranı Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti olup, doğal olarak bu oran firmanın finansman politikasını da içermektedir.

Temettü politikası ile "firma nasıl bir temettü politikası izlemelidir ki izlediği bu politika firmanın değerini maksimum yapsın" konusu açıklığa kavuşturulmaya çalışılmaktadır. Teorideki çalışmaları başlıca üç başlık altında toplamak mümkündür. Bunlardan birincisi kar payı ilgisizliği teorisidir (Dividend Irrelavent Theory). Bu teoriye göre firma kazancını ister kar payı olarak dağıtsın, isterse hiç dağıtmayıp sermaye kazancı²⁵ yaratsın, firmanın değeri etkilenmemektedir. Başka bir ifade ile firmanın değeri temettü politikasından bağımsızdır. İkinci teori, eldeki kuş teorisi (Bird in the Hand) olup bu teoriye göre hissedarlar, temettü getirisini, hisse senedinin fiyatının artışıyla oluşan sermaye kazancına tercih etmektedirler. Firma hisse başına düşen kardan bir kısmını dağıtmayıp firmada alıkoyduğunda bu kısım yatırımlarda kullanılmakta ve firmanın kazanma gücü oranında değer yaratmaktadır. Hissedar açısından beklenen sermaye kazancı temettü getirisi olarak cebine giren paradan daha riskli görülmekte ve hissedarın beklentisinin artmasına neden olmaktadır. Artan risk primi öz sermaye maliyetinin artışıyla dolayısıyla hisse senedi fiyatının olumsuz etkilenmesine neden olmaktadır. Temettü politikasıyla ilgili üçüncü teoriyi de vergi farklılığı teorisi (Tax Differencial Theory) olarak adlandırmak mümkündür. Bu teorinin temelini, sermaye kazancı ve temettü gelirlerinin farklı dönemlerde ve farklı oranlarda vergilendirilmesinin firmanın bugünkü değerinde yarattığı farklılıklar oluşturmaktadır. Görüldüğü gibi finansal yönetimin üç temel politikası da firma değerinin maksimizasyonu amacına göre şekillenmiş bulunmaktadır.

Diğer bir ifade ile finansman artık başlangıçta olduğu gibi sadece finanslama politikası ile değil, yatırım ve temettü politikası ile de ilgilenmektedir.

²⁵ Sermaye Kazancı: Hisse sahiplerinin ellerinde bulundurdıkları hisselerin piyasa fiyatlarının artması sonucunda bu senetlerin alım satımından doğan kazançlar.

İKİNCİ BÖLÜM

TEMETTÜ KAVRAMI VE TEMETTÜ DAĞITIM POLİTİKALARI

Sermaye piyasalarının gelişmesiyle beraber hissedar-yönetici ayırımının ortaya çıkması, temettü politikasına ilişkin kararların işletme politikası içindeki önemini artırmaktadır.

Temettü politikası, firma kazancının işletme bünyesinde bırakılması veya ortaklara dağıtılması arasındaki tercihin belirlenmesidir. Firmalar optimal sermaye yapısını belirledikten sonra, öz kaynaklarının ne kadarının sermaye artışı yoluyla, ne kadarının karın dağıtılmayarak firma bünyesinde bırakılmasıyla (oto finansman) sağlanacağı konusunda karara varmalıdırlar. Dağıtılmayan karlar firma açısından önemli bir finansman kaynağıdır.

Bu bölümde kısaca yukarıda bahsedilen temettü politikası, temettü dağıtım politikaları ve bu politikaların firma açısından öneminden bahsedilecektir.

2.1. Temettü Dağıtımı

Tasarruf sahiplerinin anonim ortaklıklarda pay sahibi olmaları sonucunda elde ettikleri en önemli haklardan bir tanesi, ortaklığın elde ettiği safi kardan pay alma hakkıdır.

Firmalar sermaye yapılarını (borç/öz sermaye) tespit ettikten sonra öz sermayenin ne kadarının sermaye artışı yoluyla, ne kadarının sene içinde

kazanılan karların dağıtılmayarak firma bünyesinde bırakılmasıyla (otofinansman) sağlayacağı konusunda karara varmalıdırlar¹. Temettü politikası; elde edilen karın hangi oranda sermaye sahiplerine temettü olarak dağıtılacağı ve hangi oranda firmada bırakılacağı karardır².

Firmaların temettü politikaları gerek sektörler arasında gerekse firmalar arasında önemli farklılıklar gösterebilmektedir. Hızlı büyüme içerisinde olan şirketler düşük oranda temettü dağıtmakta veya hiç dağıtmamakta ve yarattıkları fonları sabit ve işletme sermayesi yatırımlarının finansmanında kullanmaktadırlar. Faaliyetlerinden yüksek tutarda ve düzenli nakit yaratan ve yapacağı önemli tutarda yatırımı olmayan firmalar, ellerindeki nakit fazlalarını gereksiz yerlerde kullanmamak için yüksek tutarda temettü dağıtmayı tercih edebilmektedir.

Temettüden alınan vergiler de bu konuda önemli olabilmektedir. Yüksek oranda temettü dağıtan firmaların hisse senetleri, temettüden alınan vergilerden muaf olan kuruluşlar tarafından tercih edilirken, düşük oranda temettü dağıtan veya hiç dağıtmayan firmaların hisse senetleri, temettüden yüksek oranda vergi ödeyen bireyler tarafından tercih edilmektedir.

Şirket yönetimleri temettü ödemelerinin şirketin sermaye ihtiyacı üzerindeki etkilerine de önem verirler. Şirket açısından dağıtılmayan karlar düşük maliyetli bir sermaye kaynağıdır. Dağıtılmayan karların bir sermaye kaynağı olduğunu belirtirken dikkate alınması gereken başka bir konu şirketlerin büyüme oranları ve yatırım fırsatlarıdır. Büyümesi daha yüksek firmalar daha az temettü ödemektedirler. Dağıtılmayan karları etkileyen başka önemli bir faktör ise alternatif sermaye kaynaklarının etkisidir ki bu o ülkenin sermaye piyasalarının gelişmişliği ile çok bağlantılıdır. Sonuç olarak temettü politikası şirketler için bazı hallerde bir yatırım kararı, bazı hallerde

¹ Öztin AKGÜÇ: Finansal Yönetim, 7. basım, Avcıol Matbaası, İstanbul. 1998, 753.

² Ali CEYLAN: İşletmelerde Finansal Yönetim. Ekin Kitabevi Yayınları, Bursa, 1993, 177.

de finansman kararı olarak ortaya çıkmaktadır. Firmanın sermaye piyasalarından kaynak sağlama olanağı yoksa, temettü dağıtımı firmanın yapacağı yatırımların tutarını azaltır veya vazgeçme gereğini doğurur. Firmanın sermaye piyasalarından kaynak sağlaması olanağı varsa temettü dağıtımı, bir finansman kararıdır. Firma burada finansman gereksinimini karını bünyede alıkoyarak veya sermaye artışı yoluyla karşılanması seçenekleriyle karşı karşıyadır.

Brav'ın çalışmasında, yatırımları finanse etmek için firmaların temettü ödemelerini azaltmadan dış fonları artırıp arttırmayacağı incelendiğinde, %65 temettü ödeyen firma yöneticileri, dış fonların temettü ödemesi azaltılmadan arttırılabileceğini düşünmektedirler. Ayrıca aynı çalışmada dış fonların arttırılmasının maliyetinin, temettü ödemesinin azaltılması maliyetinden düşük olup olmadığı incelenmiştir. Temettü azaltılmasının maliyetinin, bir dereceye kadar, dış fonların maliyetinden yüksek olduğu tespit edilmiştir.³

Finansman şekilleri ülkeden ülkeye farklılıklar göstermektedir. Bazı ülkelerde,örneğin Japonya'da, yeni yatırımların finansmanında büyük ölçüde dış finansman kaynaklarına başvurulmaktadır. Bu ülkelerdeki firmalar genel olarak banka kredisi, hisse senedi ihracı gibi dış finansman kaynaklarına başvururlar. İngiltere'de ise, iç finansman kaynakları büyümenin finansmanında çok önemli bir yer teşkil etmektedir. Bu ülkede, yeni yatırımların finansmanında dağıtılmayan karların oranı % 91 civarındadır.⁴ Türkiye'de finansman kaynaklarının sınırlı olması nedeniyle, yatırım projelerinin finansmanında dağıtılmayan karlar önemli bir yer tutmaktadır.

Yatırım olanaklarının temettü kararlarını etkileyip etkilemediği finans yöneticilerine sorulmuştur. Yöneticilerin yaklaşık %50'si iyi bir yatırım

³ Alan BRAV, GRAHAM John R., HARVEY Campbell R. ve MICHAELY Roni: "Payout Policy in the 21 st Century" , National Bureau of Economic Research Working Paper No. 9657, Cambridge, Nisan 2003, 1-37.

⁴ The Chartered Association of Certified Accountants: Financial Management. Longman Group, UK Ltd. London 1989, 161.

olanağının temettü kararlarını etkileyen önemli bir faktör olduğunu belirtmiştir. Son olarak, yöneticilerin %40'ı birleşme ve şirket satın alma stratejilerinin temettü ödeme kararlarını etkileyen önemli bir faktör olduğunu belirtmiştir.⁵

Bazı yazarlar, temettü dağıtım politikasını bir ayrıntı olarak görürler. Temettü dağıtımı her ne kadar firma bünyesinde bırakılacak kar tutarını azaltmaktaysa da, firma sermaye artışı yoluyla gerekli fonları sağlayarak temettü dağıtımının doğurduğu fon azalışını giderebilir. Soruna hisse sahipleri açısından bakıldığında, söz konusu yazarlar, temettü dağıtımının ortakların para mevcudunu derhal arttırdığını, buna karşılık karların bünyede bırakılmasının da hisse senetlerinin piyasa değerini yükselttiğini ileri sürerler, ileri sürülen bu görüşler, ancak, vergilerin olmaması, sermaye artışı için ihraç giderlerinin yapılmaması, sınırsız şekilde sermaye sağlama olanağına sahip olmaları ve hisse sahiplerinin gelecekte elde edecekleri temettülerini sabit bir oranla iskonto etmeleri koşullarıyla geçerlidir.

Günümüzde bu varsayımlar geçerli olmadığından temettü dağıtım politikası, firmanın piyasa değerini dolayısıyla ortakların servetlerini farklı şekilde etkilemektedir. Eğer firmanın gereksinme duyduğu fonları sermaye piyasasından sağlama olanağı yoksa, yüksek oranda temettü dağıtımı, firmanın bünyesinde daha az kar alıkoymasına, dolayısıyla büyüme hızının yavaşlamasına yol açar. Firma sermaye artışı yoluyla kaynak sağlama olanağına sahip olsa bile, ortaklar ödeyecekleri gelir vergisi ve sermaye artışının gerektireceği giderler nedeniyle, firma karının dağıtılmayarak bünyede bırakılmasını yeğleyebilirler. Diğer taraftan bazı ortakların buna tamamen zıt tercihleri olabilir. Temettü alınmasını, karın firma bünyesinde bırakılmasına kıyasla daha emin bulabilirler.

⁵ Alan BRAV: a.g.m., 1-37.

2.2. Temettü Dağıtım Politikasının Önemi

Bilindiği gibi işletmenin amacı işletmenin piyasa değerinin maksimum yapılmasıdır. Ortaklar açısından hisse senetlerinin piyasa fiyatlarının maksimum olabilmesi için kar payı dağıtım politikası önemli bir araçtır. Yani, diğer şartlar sabit varsayıldığında düzenli kar dağıtan bir işletme, kar dağıtımı değişkenlik gösteren bir işletmeye göre piyasada daha yüksek bir değere sahip olur⁶. Buna uyulmadığı zaman, ortaklar ellerindeki hisseleri satarlar ve bu da işletmenin piyasa değerini olumsuz etkiler.

Belirsizliğin olmadığı, verginin alınmadığı ve tam rekabet piyasası koşullarının hakim olduğu varsayımları altında temettü politikasının hiçbir önemi yoktur⁷. Firmanın temettü dağıtması veya dağıtmaması hiçbir şey ifade etmez. Fakat, bu tür varsayımlar gerçek hayatta geçerli değildir. Firmalar belirsizliğin hayli yüksek olduğu, vergiden kaçınmanın zor olduğu şartlarda faaliyetlerini sürdürdüklerinden, temettü politikasının firmalar açısından çok büyük önemi vardır.

Temettü dağıtım kararının önemini arttıran bazı etkenler vardır. Bunlar vergi etkeni, ihraç giderleri ve pazardaki işlemlerin maliyeti olup, bu etkenler temettü dağıtma yada dağılmama kararını etkilemektedir⁸.

Temettü dağıtımının önemini artıran bir diğer husus, temettülerin haber verme özelliğinin olmasıdır. Firmaların uyguladıkları temettü politikaları ve bu politikalarda yaptıkları değişiklikler, yatırımcılar açısından nitel de olsa bir mesaj olarak algılanmaktadır. Yatırımcılar firmaların gelecekteki performansının iyi ve bu performansı finanse edecek kaynaklar yeterli olduğu zaman, yöneticilerin yüksek oranda temettü dağıttıklarına inanmaktadırlar.

⁶ Ali CEYLAN: a.g.e., 163.

⁷ Levy HAIM., MARSHALL Samat: Principles of Financial Management. Prentice Hall, Englewood Cliffs, Newe Jersey, 1988, 416.

⁸ Atilla GÖNENLİ: İşletmelerde Finansal Yönetim. 7. Baskı, İstanbul 1991, 9-15.

Bu nedenle, dağıtılacak temettü oranındaki artışlar, yatırımcılarca firmanın geleceği hakkında yöneticilerin iyimser olduğuna dair bir delil olarak kabul edilmektedir. Doğal olarak, temettü oranındaki düşüşlerde de yatırımcılar tarafından olumsuz bir mesaj çıkarılmaktadır. Bu bekleyişler firma değerine de yansımaktadır⁹.

Firma değerinin maksimizasyonu açısından temettü politikasının önemi, dağıtılabilecek temettü tutarı ile ne yapılacağına göre değişmektedir. Eğer dağıtılacak temettü tutarı firmada Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti oranında bir getiri sağlayacaksa, firma değerine herhangi bir etkide bulunmayacaktır. Ancak, firma bu fonları dağıtmayıp, getirisi sermaye maliyetinden yüksek yatırımlarda kullanacaksa, bu durum firma değerini temettü dağıtma alternatifine göre daha olumlu etkileyecektir. Eğer, firma bu fonları getirisi sermaye maliyetinden daha düşük yatırımlarda kullanacaksa veya gereksiz lüks harcamalar yapacaksa, temettü dağıtma alternatifi firma değerini daha olumlu etkileyecektir. Bu nedenle bir firmanın temettü politikası firma değerini olumlu veya olumsuz etkiler diye yargıda bulunmak yerine, dağıtılmayan bu fonların nasıl kullanılacağını sorgulamak, firma değeri açısından daha çok önem taşıyacaktır.

Her ne kadar günümüzde, İstanbul Menkul Kıymetler Borsası'nda yaşanan gelişme ve enflasyon nedeniyle, pay sahipleri için kar payı kazançlarının sermaye kazancı karşısında önemini yitirdiği görüntüsü ortaya çıksa da, ülkemizde halka açık anonim ortaklıkların çok küçük bir kısmının borsada işlem görmesi, kar payı kazancının halen birçok pay sahibi için önemli olduğunu ortaya koymaktadır.

Son yıllarda yapılan araştırmalar sonucunda; bireysel yatırımcıların, tasarruflarını yatırımlara dönüştürmedeki ana hedeflerinin tasarruflarını

⁹ Merton MILLER, ROCK Kevin: "Dividend Policy under Asymmetric Information", The Journal of Finance, Cilt 11, sayı 4, Eylül 1985, 1031-1050.

enflasyona karşı korumak olduğu, hisse senedine ilişkin en önemli sorun olarak fiyatlarındaki istikrarsızlığın görüldüğü ve kar payı dağıtımlarının istikrarlı olmasının, kar payı karşılığında hisse senedi verilmesinin ve yılda bir kaç defa nakit kar payı dağıtılmasının talep edildiği anlaşılmaktadır.

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

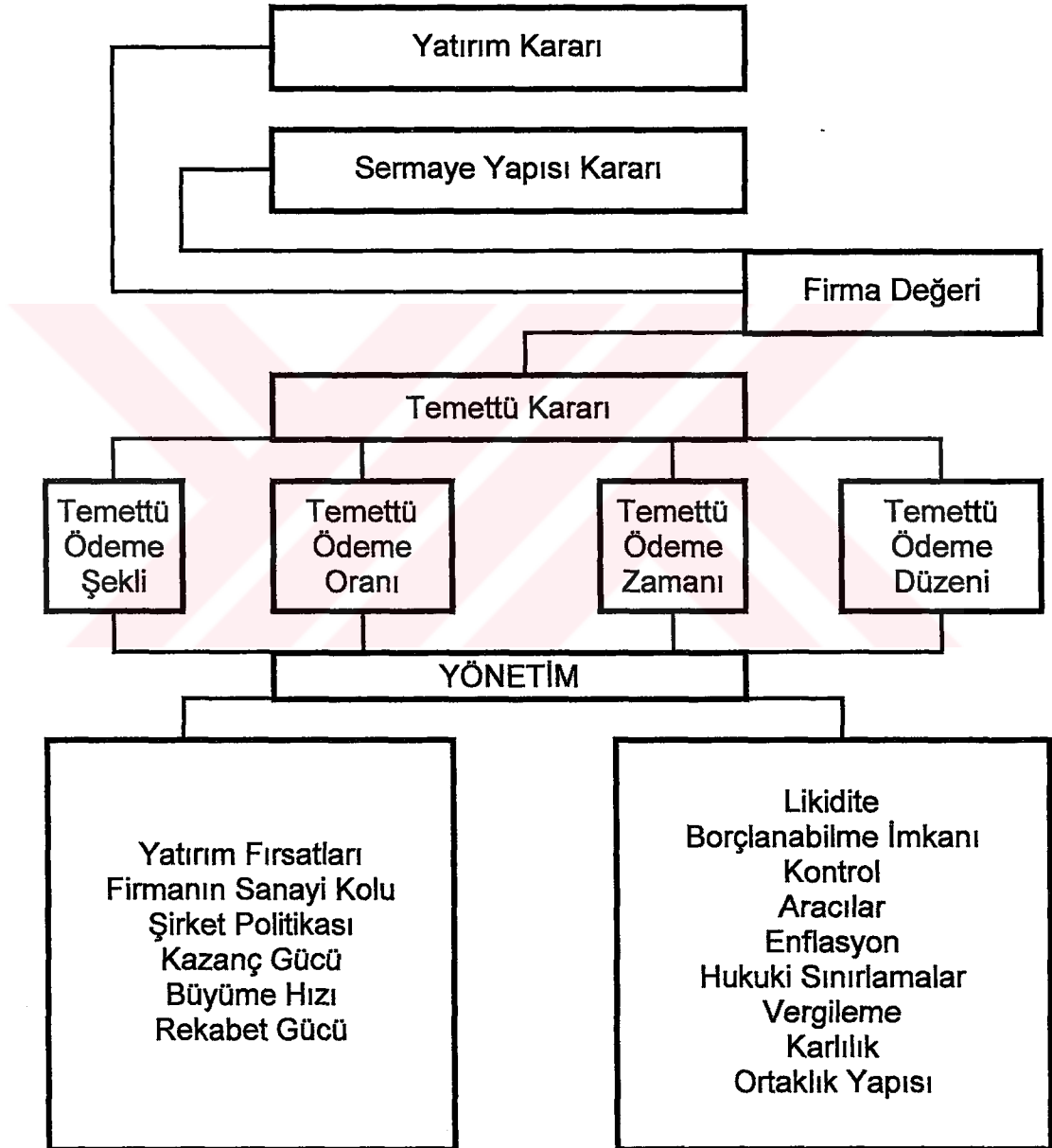
Görülüyor ki; kar dağıtımı, işletmenin büyüme hızını, işletmenin piyasa değerini ve ortakların servetlerini etkileyen kritik bir nitelik taşımaktadır. Bu nedenle, net karın hangi oranlarda temettü olarak dağıtılacağına karar verilmesi, işletme yönetiminin alacağı en önemli kararlardan birisidir.

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

2.3. Şirketlerin Temettü Politikalarının Oluşumunu Etkileyen Unsurlar

Temettü politikası, bir firma için oldukça önemlidir. Temettü politikası kapsamında alınacak kararlar firmanın değerini ve dolayısıyla ortakların servetini etkilemektedir. O yüzden bir firmanın temettü politikasını oluştururken bazı unsurlara dikkat etmelidir.

Yönetimin buradaki görevi, temettü kararlarını etkileyen tüm faktörleri analiz etmek, değerlemek ve neticede temettü ödeme oranını, şeklini, zamanını ve düzenliliğini gerek firma, gerekse ortaklar için optimal düzeyde gerçekleştirilmesini sağlamaktır. Aşağıda Şekil 2.1.' de temettü kararlarını ve firma değerini etkileyen faktörler gösterilmiştir¹⁰.



Şekil 2.1 Halka Açık Şirketlerde Temettü Kararlarını ve Firma Değerini Etkileyen Faktörlerin Mevcut Yapısı ve Yöneticilerin Durumu.

¹⁰ Alan C. SHAPIRO: Modern Corporate Finance. Macmillan Publishing Company, New York, 1991, 550-551.

Bir firma, kar dağıtım politikası ile ilgili karar alırken dikkate alması gereken bir çok faktörle karşı karşıyadır. Aşağıda sıralanan faktörler daha çok uygulamada, bir kar payı kararı verilirken analiz edilmesi gerekli faktörler olarak düşünülmelidir. Ayrıca kar payı ödemelerini etkilemesine rağmen, bu faktörlerle bir firmanın uyguladığı gerçek kar payı politikası arasında bir ilişki olması zorunlu değildir¹¹. Aşağıdaki açıklamalardan da anlaşılacağı üzere bazı faktörler birbiriyle ilişkili olabilir ve bunların tamamen birbirinden bağımsız olmadığı söylenebilir.

2.3.1. Yasal Unsurlar

Temettü dağıtımına ilişkin yasal kurallar, her ülkenin kendi ilgili kanunlarında düzenlenmiş olup, genelde azınlık paylarının kar üzerindeki haklarının korunması ve firmaya fon temin eden üçüncü kişilerin yanlış yönlendirilmelerinin önlenmesi amacıyla.

Kanun hükümleri, temettü dağıtımının, ancak cari dönemde elde edilen karlardan yada daha önceki dönemlere ait olup da dağıtılmayan karlar varsa, bunlardan yapılabileceği esasını benimsemiştir¹². Burada amaç, üçüncü kişileri korumaktır.

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

1. Net kar ilkesi,
2. Esas sermayenin zayıflatılmaması ilkesi,
3. Firmanın borçlarını ödeme güçsüzlüğü içerisinde olmaması ilkesi,

¹¹ J. Fred WESTON, COPELAND, Thomas E.: Managerial Finance. The Dryden Press, International Edition, New York, 1992, 658.

¹² İstanbul Menkul Kıymetler Borsası, Sermaye Piyasası ve Borsa Temel Bilgiler Kılavuzu, İMKB Yayınları, 2003, 129.

Net kar ilkesi, temettülerin ancak cari yıl karından yada dağıtılmamış karlardan ödenebileceğini ifade etmektedir. Esas sermayenin zayıflatılmaması ilkesi, temettülerin sermayeden ödenmesini, diğer bir deyişle sermayenin kar olarak dağıtılmasını önlemek suretiyle firmaya fon sağlayanları korumak amacını gütmektedir. Üçüncü ilke ise, borç ödeme güçlüğü içinde olan bir firmanın temettü dağıtmamasını öngörmektedir. Böyle bir olay gerçekleştiği takdirde, firma, gerçekte kredi verenlere ait olan fonları ortaklarına aktarmış olacaktır. Burada da firmaya fon temin eden üçüncü kişiler aleyhine bir durum söz konusudur ve bunun engellenmesi amacıyla olan üçüncü ilke, kısa vadeli yükümlülükleri cari varlıklarından fazla olan firmaların temettü dağıtmasını yasaklamaktadır.

Ülkemizde, kar dağıtımı, gerek Türk Ticaret Kanununda, gerekse Sermaye Piyasası Kanununda yasal düzenlemeye tabi tutulmuş ve her iki kanunda da, yukarıdaki ilkeler göz önüne alınarak, firmaların belli oranlarda kar payı dağıtmalarının sağlanmasına ilişkin hükümlere yer verilmiştir.

Firmaların temettü politikalarını şekillendiren yasal faktörlerden biri de pay sahiplerinin vergi durumlarıdır. Ortakların temettü şeklinde elde edecekleri gelirlerle, sermaye kazançlarının farklı oranlarda vergilendirilmesi ve ortakların içinde bulundukları gelir dilimleri temettü dağıtım kararlarını etkiler¹³. Birçok ülkede sermaye kazançları temettü gelirlerinden daha düşük oranlarda vergilendirilmektedir. Ancak, bazı vergi muafiyetleri ve ortakların gelirlerinin vergi nispeti düşük gelir dilimlerinde olması, çoğu zaman temettü geliri ile sermaye kazancı arasındaki tercihi belirleyen vergi farklılığının etkisini ortadan kaldırır.

¹³ Robert S.HANSEN, KUMAR Raman., SHAME Dilip K.: "Dividend Policy and Corporate Monitoring Evidence from the Regulated Electric Utility Industry", Journal of The Financial Management Association, Cilt: 23 Sayı:1 1994, 16-22.

Halka açık şirketlerde ortak sayısının artmasına paralel olarak ortakların hangi vergi dilimlerinde olduklarının tespiti güçleşir. Ortakların çoğunluğunun yüksek oranlarda gelir vergisine tabi olmaları temettü dağıtımının düşük seviyede tutulmasını gerektirebilir. Düşük vergi oranlarının uygulandığı dilimlerde olan ortakların çoğunlukla olması halinde ise, temettü dağıtımının daha yüksek seviyede tutulması beklenecektir. Çünkü, düşük oranda gelir vergisi ödeyen ortaklar temettü gelirlerini, daha riskli olan ve ancak uzun dönemlerde elde edilebilecek değer artışı şeklinde ortaya çıkan getiriye tercih ederler¹⁴.

Sonuçta, yöneticiler, vergi farklılaşmasının dikkat edilmesi gereken bir husus olduğunu fakat temettü politikası kararlarında ilk dikkate değer husus olmadığını belirtmişlerdir. Şubat 2003'te Başkan Bush' un temettüye uygulanan verginin kaldırılması yada azaltılması teklifinin etkileri incelenmiştir.¹⁵ 105 temettü ödemesi yapan firmanın finansal yöneticilerinin %25'i temettüye uygulanan verginin kaldırılmasının, firmaların temettü artırımına gitmelerine sebep olabileceğini ve %6'sı da kesinlikle sebep olacağını belirtmiştir. Diğer %69'luk bölüm ise, temettü kararlarını verginin kaldırılmasının etkilemeyebileceği veya kesinlikle etkilemeyeceğini belirtmiştir. Şu an temettü ödemesi yapmayan 99 firmanın 16'sı temettü ödemesi yapabileceklerini ve sadece 1 finansal yönetici, eğer temettü vergilendirilmesi kaldırılırsa kesinlikle temettü ödemesine başlayacaklarını belirtmiştir. Diğer 82 finansal yönetici, temettü vergilendirilmesinin kaldırılmasının firmalarının temettü dağıtımına başlamasına sebep olmayacağını belirtmiştir.

Sonuç olarak temettü politikasını, ilk aşamada olmasa da temettü vergilendirmesiyle ilişkili sonuçlar etkilemektedir. Ayrıca sonuçlar, eğer temettü vergilendirilmesi kaldırılırsa tüm temettü ödeme durumunun

¹⁴ Öztin AKGÜÇ: a.g.e., 765.

¹⁵ Alan BRAV: a.g.m., 1-37.

değişmeyeceğini de göstermektedir. Böylece temettü politikasını etkileyen birincil faktörler hala vergisiz temettü durumunu etkilemektedir.

2.3.2. Finansal Unsurlar

Temettü ödemeleri, nakit çıkışı gerektiren bir işlem olduğundan firmaların likidite durumları, temettü dağıtım kararlarını büyük ölçüde etkiler. Likiditesi iyi olan bir firma, temettü dağıtım kararını verirken fazla sıkıntı çekmeyecektir. Bir firmanın karının yüksek olması, o firmanın likidite durumunun iyi olduğu ve rahatlıkla temettü dağıtabileceği anlamına gelmez. Çünkü firma elde etmiş olduğu karı, ihtiyaç duyduğu aktif değerlerin temin edilmesinde bir kaynak olarak kullanmış olabilir. Dolayısıyla her ne kadar karlı gözüküyorsa da, bu fonların makine - teçhizat, demirbaş yada benzeri nitelikteki aktiflere bağlanmış olması nedeniyle firma bir nakit sıkıntısı içerisinde bulunabilir. Böyle bir durumda temettü dağıtım kararı veren bir firma, kendisini güç duruma sokmuş olacaktır ¹⁶.

384 firmanın mali işler görevlileri ve yöneticileriyle detaylı görüşmeler yapan Alan Brav, John R. Graham, Campbell R. Harvey ve Roni Michaely, firma yöneticilerinin yarısının, hisselerin likiditesinin geri satın alma kararlarını etkileyen en önemli faktör olduğunu düşündüklerini tespit etmiştir¹⁷.

Belirsizliğe karşı işletmeyi korumanın ve esnekliği sağlamanın tek yolu likidite gücü değildir. Eğer firma, kısa süre içinde kolaylıkla borç alabilme olanaklarına sahipse, temettü dağıtımında daha fazla bir esneklik kazanabilir. Borçlanma, kısa süreli banka kredisi ile olabileceği gibi, tahvil ihracı yada diğer kredi kuruluşlarından alınan orta veya uzun vadeli borç şeklinde de olabilir. Büyük ve kendini kabul ettirmiş bir firmanın borçlanma olanakları

¹⁶ Ali Sait YÜKSEL: Para Bulma ve Yatırım. AR Basım Yayın ve Dağıtım, İstanbul, 1982, 291.

¹⁷ Alan BRAV: a.g.m., 1-37.

daha fazladır. Borçlanma olanaklarının fazlalığı ise temettü dağıtımında daha esnek bir politika takibini mümkün kılar¹⁸.

Alan Brav, John R. Graham, Campbell R. Harvey ve Roni Michaeli' in yaptığı çalışmada, katılımcıların yaklaşık %25'inin, temettü ve geri satın almaları kredi notunu yönetecek bir araç olarak kullandığını belirtmiştir. Özellikle yüksek borç oranlı firmalar temettüyü kredi notunu yönetmek için kullanmaktadır.

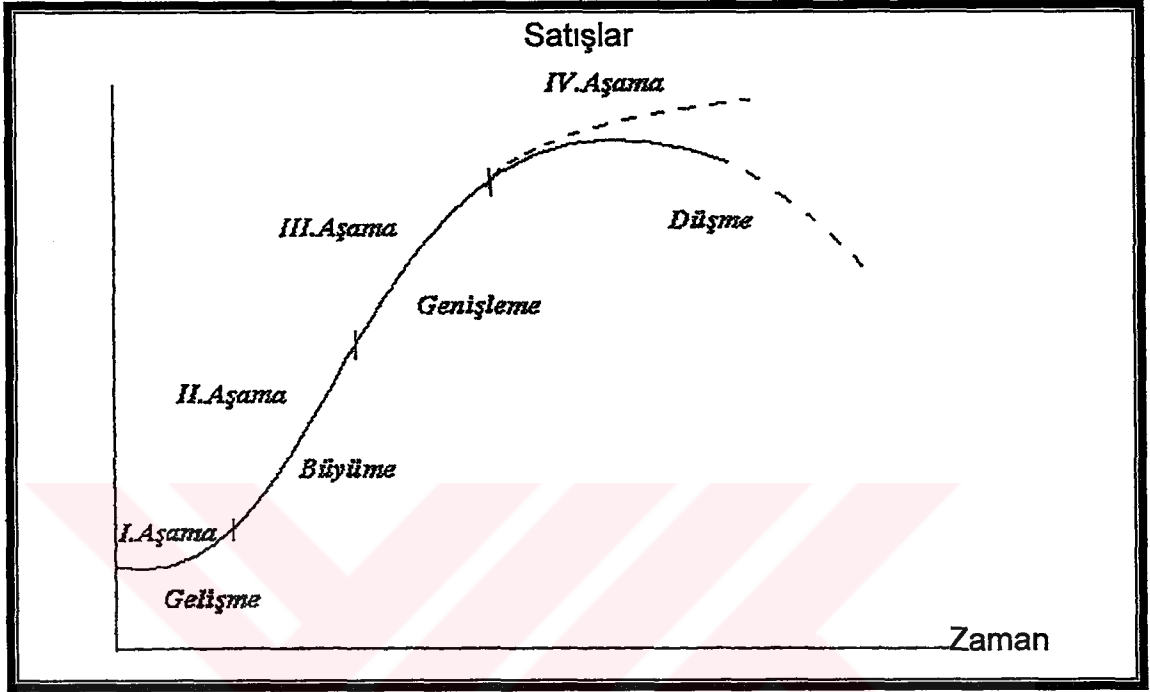
Kredi verenler, düzenledikleri kredi sözleşmelerine, kredi kullanan firmanın borç ödeme gücünün azalmasını engellemek ve daha sağlıklı bir finansal yapıya sahip olmasını sağlamak amacı ile temettü dağıtımını kısıtlayıcı şartlar koyma imkanına sahiptir. Özellikle orta vadeli kredilerde, geleceğin belirsizliği nedeniyle ortaya çıkan geri ödeme riskinin azaltılabilmesini sağlamak üzere bir kredi sözleşmesinin hazırlanması ve buna bağlı olarak kredi şartlarının belirlenmesi, kredi verenler açısından büyük önem taşımaktadır. Finans kurumları, kullandırdıkları kredilerin geri ödenmesini güven altına almak için maddi teminat aramanın yanında, kredi sözleşmelerine özel şartlar koymakta ve bu yolla firmanın mali yönetimine müdahale ederek, firmanın gelecekteki performansını olumsuz yönde etkileyebilecek işlemleri önlemektedirler¹⁹. Kar dağıtımlarına sınırlama getirilmesi de bu şartlar arasında yer alabilmektedir. Eğer kredi sözleşmesinde böyle bir sınırlama mevcut ise, bunun firmanın temettü politikasını etkileyeceği açıktır.

Bir firmanın büyüme hızı ne kadar yüksek ise, aktiflerin genişletilmesinde kullanılacak fonların miktarı da o kadar yüksek olacaktır.

¹⁸ Van HORNE: a.g.e., 495.

¹⁹ Lawrence J. GITMAN: Principles of Managerial Finance. Harper Collins, New York 1991, 586.

Firmaların büyüme aşamaları ile temettü politikası arasındaki ilişki Grafik 2.1' de görülmektedir²⁰.



Grafik 2.1 Firma Büyüme Aşamaları ile Temettü Arasındaki İlişki

1. Aşamada, firma daha küçük ve gelişme safhasında olduğundan, yatırımlarını finanse etmek ve aktiflerini genişletmek için finansmana ihtiyaç duyulacaktır. Bu aşamada temettü dağıtımı firmayı finansal sıkıntıya sokacaktır. Bu nedenle, karların firma bünyesinde alı konması gerekir. 2. aşamada, satışlar ve varlıklar üzerinden karlar artan bir oranla büyüdüğünden, temettü ödeme yoluna gidilebilir. 3. Aşamada, varlıklardaki büyüme hızı düştüğünden ve dış kaynaklarla fon sağlama imkanı arttığından firma oldukça fazla temettü ödeme yeteneğine sahip olabilir. Son aşama olan olgunlaşma döneminde ise, firma sabit büyüme oranını sürdürür. Bu dönemde yüksek oranda temettü dağıtılması, hisse senetlerine talebi artırmaya yönelik bir çaba olarak değerlendirilebilir.

²⁰ Stanley B.BLACK, HIRT Geoffrey A.: Foundation of Financial Management. Irwin Inc, Homewood, Illinois 1987, 574.

Karları geçmiş dönemler itibariyle istikrarlı olan firmalar, gelecek dönemlerde elde edecekleri karları daha sağlıklı bir şekilde tahmin edebileceklerinden düzenli ve büyük oranlarda temettü dağıtma imkanına sahiptirler. Buna karşılık, karları yıllar içinde dalgalanmalar gösteren firmalar, kar paylarını da bu dalgalanmalara paralel olarak dağıtırlarsa, temettü dağıtımında istikrar sağlama imkanını da kaybetmiş olurlar. Bir firmanın pazar değerine etki eden faktörlerden birisinin de düzenli temettü dağıtımı olması, özellikle karları dalgalanma gösteren firmaların temettü dağıtım kararlarını etkiler. Bu sebeple, karı istikrarsız olan firmalar, yüksek kar sağladıkları yıllarda karın önemli bir kısmını firmada alıkoyarak karın daha az olacağı yıllarda dağıtmak üzere ihtiyat olarak saklayabilirler²¹. Bu şekilde bir politika izledikleri takdirde de düzenli bir temettü dağıtım politikası uygulama imkanını elde ederler.

Karların, aktif değerlere yönelik yeni yatırımlarda kullanılmasından sağlanacak verimliliği ile başka yerlerde kullanılmak üzere sermaye sahiplerine ödenmesi halinde, ortakların bu fonları alternatif yatırım alanlarında kullanmalarından elde edecekleri verimlilik karşılaştırıldığında, firmanın varlıkları üzerinden sağlayacağı kar oranı temettü dağıtımının çekiciliğini etkiler. Eğer bu oran, ortakların alternatif yatırım alanlarından elde edecekleri kar oranından yüksek ise, karın dağıtılmayarak firmada bırakılması hissedarlar açısından daha cazip görülebilecektir.

Bir firmanın dağıtılmamış karlarla finanse ettiği yatırımlardan elde etmesi gereken asgari karlılık oranı, o firma için dağıtılmamış karların maliyetini belirler. Dağıtılmamış karların maliyeti fırsat maliyetidir²². Diğer bir deyişle, ortakların temettü gelirlerinin alternatif yatırım alanlarından sağlayacağı kar oranı ile firmanın yeni yatırımlarından elde edeceği kar oranının kıyaslanmasıdır. Buna göre mevcut karlar, yeni yatırımların karlılığı,

²¹ J. Fred WESTON, BRINGHAM Eugene F.: Essentials of Managerial Finance. Dryden Press, Holt, Rinehart and Winston, New York, 1987, 512.

²² Öztin AKGÜÇ: a.g.e., 785.

dağıtılmayan karların maliyetinden büyük ise yatırıma sevk edilecek, dağıtılmayan karların maliyetinden küçük olduğu durumlarda ise temettü olarak pay sahiplerine ödenecektir.

2.3.3. Diğer Unsurlar

Şirketlerin temettü politikalarını etkileyen unsurlardan biri de kontrol unsurudur. Yeni hisse senedi çıkarmak da sermaye sahiplerince arzu edilmeyen bir durumdur. Çünkü, fon temin etmek maksadıyla üçüncü kişilere satılan ilave pay senetleri, mevcut ortakların hem kar oranlarının azalması hem de firma yönetimindeki kontrol fonksiyonunun ellerinden çıkması sonucunu doğurur. Firma yönetimindeki egemen durumlarının tehlikeye düşmesini istemeyen ortaklar çoğu zaman, düşük temettü ödemelerini ve böylece yatırım fırsatlarının finansmanında dağıtılmayan karların kullanılmasını tercih ederler²³.

Firmaya yatırım yapanların özelliklerinin bilinmesi de yine temettü politikalarının oluşumunu etkiler. Ekonomi biliminde genel anlamda tanımlanan faiz oranını, yatırımlardan beklenen getiri oranı olarak düşünersek, hisse senedine yatırım yapan bir kişinin elde edeceği faiz, o senedin alım-satım farkından sağlanan sermaye kazancı ve/veya temettü geliri olacaktır. O halde, hisse senedine yatırım yapan bir kişinin temettü şeklinde elde edeceği gelirin de, o kişinin yapısı ve tercihleriyle yakın ilişkisi bulunacaktır. Bu durumda, hisse senetlerine yatırım yapılmış olan firma yönetiminin, yatırımı yapan kişilere, yani ortaklarına en yüksek tatmini sağlayacak temettü oranının belirlenmesinde, bu unsurları göz önünde tutması gerekecektir.

Gelir seviyesi düşük ve temettüleri tüketim harcamalarında kullanan ortakların, firma karlarının, yeni yatırımların finansmanında kullanılmasından

²³ Van HORNE: a.g.e., 341.

çok kendilerine dağıtılmasını tercih etmeleri rasyonel bir davranış olarak belirtmektedir. Böyle bir durumda, yüksek verim sağlayabilecek yatırım fırsatlarının değerlendirilebilmesi için dağıtılmayan karlara ihtiyaç duyan bir firma yönetimi, nakit temettü yerine, senet temettü dağıtmak veya gelecekte daha yüksek oranlarda temettü dağıtımını garanti etmek gibi çeşitli yollara başvurmak suretiyle, ortakların yüksek temettü beklentilerini bırakarak, cari tüketim harcamalarını kısımları gerektiği hususunda ikna edici olmaya çalışacaktır.

Bireysel yatırımcılar temettüyü dağıtılmayan karlara ve geri satın almalara tercih ederler. Neden bireysel yatırımcıların temettüyü tercih ettikleri sorulduğunda, bireysel yatırımcıların ellerine nakit geçinceye kadar gerçekten bir gelirin var olduğuna inanmadıkları belirtilmiştir. Bu durum asimetrik bilgi hikayeleri ve temsille ilişkilidir. Özellikle firmayı çok iyi tanımayan küçük yatırımcılar için nakdi görmek istemeleri temettüyü tercih etmelerinin bir nedeni olabilir. İkinci olarak, davranışsal sebeplerden veya işlem maliyeti anlayışından dolayı bireysel yatırımcılar sermaye kazancına oranla vergi dezavantajına rağmen temettüyü daha etkin bulabilirler.

Alan Brav, John R. Graham, Campbell R. Harvey ve Roni Michaely' in 384 firma ile görüşmelerinde, kurumların geri satın almaları tercih ettiği, fakat bazı küçük temettü ödemelerinin kurumları etkilemek için ihtiyaç duyulduğu belirlenmiştir.

Yöneticilere, yatırımcıları etkilemek için temettü ödemesi yapıp yapmadıkları sorulduğunda; %41,7'si yaptıklarını belirtmiştir. Aynı zamanda bir çok yönetici, temettü politikasının kurumları etkilemede ilk faktör olmadığını vurgulamakta ve kurumların firmaya yatırım yapmasını yada yapmamasını sağlayacak daha bir çok etkenin olduğunu belirtmektedirler.

Yapılan araştırmalar, bireysel yatırımcıların temettüyü, kurumsal yatırımcıların geri satın almayı tercih ettiğini göstermiştir. Yöneticilerin

yaklaşık %50'si, bireysel yatırımcıları kendi hisselerine çeken en önemli faktörün temettü ödemesi olduğuna inanırken, sadece %20'si bireysel yatırımcıların geri satın almayla etkilenebileceğine inanmaktadır. Bireysel yatırımcılar için temettü daha önemlidir.²⁴

2.4. Şirketlerce Oluşturulan Temettü Dağıtım Politikaları

Buraya kadar temettü politikaları ve bu politikaları etkileyen unsurları özetlemeye çalıştık. Bu bölümde optimal temettü politikası konusundaki önemli teorileri ele alacağız.

Optimal temettü politikası, bir firmada hisse senetlerinin piyasa değerini maksimize edecek mevcut temettü ödemeleri ve gelecekteki büyüme arasındaki dengeyi vurgular²⁵.

Uzun vadede izlenecek temettü dağıtım oranını ortaya koymak ve bu oranı firmanın piyasa değerini en yüksek düzeye çıkaracak biçimde oluşturmak temettü politikasının esasıdır. Bir firmanın hisse senetlerinin piyasa değerini belirleyen faktörlerden temettü dağıtım dışındakiler sabit kabul edildiğinde, düzenli temettü dağıtan bir firmanın pay senetlerinin pazar fiyatı, karlarındaki dalgalanmaları göz önüne almaksızın cari karlarının belirli bir yüzdesini temettü olarak dağıtan firmaların değerine nazaran daha yüksek olabilecektir²⁶. Çünkü, yatırımcılar, düzenli temettü dağıtım uygulayan bir firmayı düzensiz bir dağıtım uygulayana oranla daha risksiz ve güvenilir olarak görecekler ve temettü dağıtım istikrarlı firmaya daha fazla değer vereceklerdir.

²⁴ Alan BRAV: a.g.m., 1-37.

²⁵ Eugene, F. BRIGHAM: Fundamentals of Financial Management. 5. Baskı, The Dryden Press, Chicago, 1989, 688..

²⁶ Van HORNE: a.g.e., 283.

Firmalar temettü indirimine gitmemek için muhafazakar davranmaktadır. Temettü artırımını yapıldığında çok fazla karşılık alınamasa da, indirim yapıldığında büyük cezalarla karşılaşmaktadır. Hisse başına temettü, büyük oranda firmanın bu duruma nasıl geldiğini gösteren (örneğin; eski temettü seviyesiyle ve bazı açılardan geçmiş temettü büyümesiyle), temettü verilen yılda temettü veren firma için temettü seviyesini etkileyen devamlı bir yol olarak düşünülebilir, aksi takdirde benzer firmaların mevcut temettü politikalarının firmanın şimdiki durumuyla değil geçmiş temettü kararlarından dolayı farklılaşması gerekir. Birçok firma temettü miktarını azaltmayı isteyebilir fakat geçmiş politikaları yüzünden kendilerini bağlanmış hissederler. Bazı firmalar temettü miktarında gizli azaltma olanakları ararlar. Yöneticiler, hisse bölünmesine gittiklerinde toplam temettü ödemesini azaltmak için, bölünme oranından az bir seviyede temettü miktarını artırdıklarını belirtmiştir. Son olarak, temettü miktarında azaltma yapmanın tek kabul edilebilir sebebi firmanın büyük mali sıkıntı içinde olması ve başka seçiminin olmaması veya büyük bir yatırım olanağının olması ve fona ihtiyaç duyulmasıdır. Diğer bir değişle, temettü miktarında azaltma yapılması sadece ekstrem durumlarda olmaktadır. Yöneticiler ,eğer temettü miktarlarını sabit tutarlarsa firma hisselerinin fiyatının düşeceğini düşünmemektedirler. Eğer hisse fiyatları kademeli olarak artarsa, yatay temettü zamanla getiriye azaltmaktadır. Bu durum ise birçok firma tarafından bir problem olarak görülmemektedir. Yöneticiler temettülerdeki büyüme azalmadıkça firmalarının kötü yönde etkilenmeyeceğine inanmaktadırlar.

Şimdiki temettü kararları hedef temettü ödeme oranını içermektedir. Yöneticiler temettü kararlarını etkileyen potansiyel hedefler olduğunu belirtmektedir. Bir çok firma için hedef, hisse başına temettü seviyesini sabit tutmaktır. Bir çok firma, oluşturacakları herhangi bir hedefi esnek olarak kabul etmektedir.(hisse başına temettü indiriminde esnek olmamaktadırlar.)

Temettü ödeyen firma yöneticilerine temettü hedeflerinin ne olduğu sorulduğunda, yaklaşık %40'ı temettüyü hisse başına hedeflediklerini, %28'i

temettü ödemesini hedeflediklerini, diğer %27'si hisse başına temettüde büyümeyi hedeflediğini belirtmiştir. %13'ü temettü gelirini hedeflediklerini söylemesine rağmen bir çok firmanın temettü kazancını, rakiplerinin kazancından uzak olmadıklarını anlamak için takip ettikleri yapılan görüşmelerden tespit edilmiştir. Son olarak, %6'sı hedef belirlemediklerini belirtmiştir. Mevcut hisse başına temettü seviyesini hedefleyen tipik firmaların tersine, nakit çalışan firmalar hisse başına temettüdeki büyümeyi yada temettü ödemesini öncelikli olarak hedefler. Açıkça nakit çalışan firmalar Jensen' in serbest nakit akışı hipoteziyle bağlantılı görüşe göre gelirleri güçlü olarak büyüdüğünde sermayeyi yatırımcılara geri vermek konusunda baskı altında hissederler. Sadece küçük bir bölüm firma, temettü ödeme oranını hedef gibi görmesine rağmen bir çok firma düşüncelerinde bazı temettü hedefleri olduğunu ifade eder. %41'lik bir dilim hedeflerini takip etmekte esnek olduklarını, diğer %12'lik dilim ise hedefin gerçekten hedef olmadığını belirtmiştir. Tersine %29'luk bölüm hedefin bir dereceye kadar sınırlandırıcı olduğunu ve diğer %10'luk bölüm ise hedefin çok sınırlandırıcı olduğunu belirtmiştir.

Sabit gelirli, karlı firmalar temettü ödemesindeki büyümeyi gelirlerindeki büyümeye bağlamak zorunda hissederler. Bu firmalar, gelirlerine bağlı olarak artan temettü ödemesi yapmaya çalışarak, firma itibarını arttırmaya çalışmakta ve nispeten esnek olmayan temettü ödeme hedefi belirlemektedirler.

Son 50 yılda değişmeyen tek şey temettü politikasının muhafazakarlığıdır. Bu durum ise temettü ödemelerini etkilemektedir. İlk olarak, geri satın almaların esnek olmasından dolayı temettü politikalarının esnek olmamasına cevaben geri satın almalar arttırılabilir. İkinci olarak, temettülerin esnek olmamasına bağlı olarak, bir firma bir kere temettü ödemeye başladığında bunu devam ettirmek zorunluluğunda kalabilir. Temettü ödeyen firmalar temettülerin esnek olmadığını kabul etmekte ve bu durum bu firmaların ilk aşamada temettü ödemesine başlamada şüpheli

davranmasına sebep olmaktadır. Bu açıdan temettü muhafazakarlığı firmaların ödeme yapıp yapmamasını yada ödeme miktarını etkileyen bir kuvvettir.

John Lintner modern temettü politikası anlayışını araştırmıştır. Lintner 28 firmanın yöneticileriyle görüşmüş ve temettülerin uzun dönemli gelirlere bağlı olduğunu, olgun firmalar tarafından ödendiğini, yıldan yıla yumuşadığını ve bu yöneticilerin temettü politikasını belirlerken, uzun dönemli temettü oranını hedef olarak aldıklarını tespit etmiştir²⁷.

1950'lerden sonra dünya değişmiştir ve bu değişimle birlikte temettü politikaları da değişmiştir. Alan Brav, John R. Graham, Campbell R. Harvey ve Roni Michaely Nisan 2003'te yaptığı çalışmada, 50'li yıllardan sonra temettü politikasındaki değişimi daha iyi anlamak için finansal yöneticilerle görüşülmüş ve incelemeler yapılmıştır. Analizler temettü ve geri satın almalar üzerine yapılmıştır.

Yapılan analizler temettü seviyesini korumanın yatırım kararlarında öncelikli olduğunu göstermiştir. Lintner' in sonuçlarına paralel olarak yapılan analiz sonuçları, yöneticilerin temettü miktarının zamanla aşınarak azalmasından kaçınmak istediklerini göstermiştir.

Lintner' in dönemine zıt olarak, yöneticiler gelir artışına paralel olarak temettü artışına gidilmesine isteksiz bir tavır sergilemektedir. Ayrıca Lintner' in dönemine zıt olarak, geri satın almalar bugün daha yaygın olarak kullanılmaktadır.

Mevcut pay sahiplerinin ve yatırımcıların düzenli bir temettü dağıtımı arzu etmeleri firma yöneticilerini de bu yönde politikalar uygulamak zorunda bırakmaktadır. Ancak, temettü dağıtımının hangi kriter dahilinde istikrar

²⁷ Alan BRAV: a.g.m., 1-37.

kazanacağı hususu değişik şekillerde yorumlanmakta ve bu sebeple de uygulamada üç tür temettü dağıtım politikası gözlenmektedir. Bu politikalar aşağıda açıklanmaya çalışılmıştır.

2.4.1. Sabit Miktarda Temettü Dağıtımı

Bu tür temettü dağıtımı, kardan, yöneticilerce tespit edilen en uygun miktarın her yıl temettü olarak dağıtılmasını, kalan kısmının ise firmada alıkoyulmasını ifade eder. Ekonomide yıllar içinde ortaya çıkan konjonktürel dalgalanmaların firmaların kazançlarında istikrarsızlığa yol açması nedeniyle dağıtılmayan karların değişken kabul edilerek ekonomideki ve dolayısıyla firma kazançlarındaki dalgalanmalara paralel tutulması, buna karşılık temettülerin karın düştüğü dönemlerde ödenememesi riskini azaltmak amacıyla her yıl pay başına aynı miktarı koruyacak şekilde düzenlenmesi bu politikanın özüdür²⁸.

Bu politika geleceğin belirsizliğini azalttığından, yatırımcılar açısından çekici görülmekte ancak, hisse senetlerini sabit gelir getiren bir menkul değere benzetmesi nedeniyle hisse senetlerinin piyasa fiyatlarının artması hususunda kısıtlayıcı etkide bulunabilmektedir.

2.4.2. Sabit Oranda Temettü Dağıtımı

Her yıl karın önceden belirlenmiş belli bir oranının temettü olarak dağıtılması şeklinde uygulanan politikadır. Bu politika da dağıtılacak karın belirli bir yüzdesini ifade ettiğinden değişken nitelikli olup, karlardaki dalgalanmalara paralel bir görünüm arz eder. Bu nedenle, firmanın karlılığı ile birlikte aynı güvensizlik riskini üzerinde taşır²⁹.

²⁸ Öztin AKGÜÇ: a.g.e., 790.

²⁹ A. Sait YÜKSEL: Para Bulma ve Yatırım. Ar Basım-Yayın A.Ş., İstanbul 1982, 289.

Çok az sayıda firmada uygulanan bu politikanın firma değerine olumlu etkide bulunması ihtimali hemen hemen hiç yoktur³⁰. Olumsuz etkisi nedeniyle çoğu zaman, halka açık anonim şirketlerde tercih edilen bir politika değildir. Genellikle kapalı anonim ortaklıklarda veya yönetimin büyük ortaklara bırakıldığı şirketlerde, küçük ortakların da kardan pay alabilmelerini garantilemek amacıyla uygulanan bir politikadır.

2.4.3. Düzenli Olarak Düşük Miktarda Düzenli Temettü Dağıtımı ve Eklemeler

Daha önce değindiğimiz iki politikanın aksayan yönlerini gidermek amacıyla geliştirilmiş bir politikadır. Dağıtılacak temettünün düşük miktarda tutulup, firma kazancının yüksek olduğu durumlarda ilave temettü dağıtımına gidilmesini öngörür. Temettü miktarının düşük tutulması firmayı, kazancın yeterli olmadığı durumlarda temettü ödeyememe riski ile karşı karşıya kalmaktan kurtarmakla beraber, ortakların düzenli temettü alabilmelerine imkan sağlamaktadır.

Bu politikanın uygulanması halinde ortaklar, her ne kadar düzenli temettü alıyor olsalarda, dağıtılacak temettünün miktarı konusunda daima bir belirsizlik içerisinde olurlar. Çünkü, bir yıl ekstra temettü ödenmiş olması gelecek yılda böyle bir ödemenin yapılacağı anlamına gelmez. Firma yönetimi, tekrar bir ekstra bir ödemeye gidileceği, böyle bir ödemenin yapılmayacağı yada ilave ödemenin artırılacağı konusunda firmanın karlılık durumunu ve fon ihtiyaçlarını da göz önüne alarak bir karar verecektir. Diğer bir deyişle, bu politika çerçevesinde alınacak temettü dağıtım kararı, firmanın kazançlarına ve fon ihtiyaçlarına paralel olarak dalgalanacaktır.

³⁰ J. Fred WESTON, BRIGHAM, Eugene F.: Essentials of Managerial Finance. 6. Baskı, The Dryden Press, New York, 1992, 693.

2.4.4. Temettü Avansı Ödemeleri

Temettü avansı politikasının benimsendiği şirketlerde, hesap dönemi bitmeden veya bitmiş olsa bile genel kurul tarafından kar dağıtım kararı alınmadan, ileride her paya karşılık düşecek temettüye mahsuben avans ödemesi yapılmaktadır.³¹

Bu politika yurtdışında şirketler tarafından çok yaygın bir şekilde uygulanmaktadır. Ülkemizde yaşanan yüksek enflasyon ve diğer yatırım araçlarının getirilerinin vade yapıları göz önüne alındığında, daha kısa vadelerde kar payı kazancına olanak sağlayacak düzenlemelerin, hisse senedini diğer yatırım araçları karşısında daha fazla rekabet edebilir hale getireceği ve hisse senedi yatırımlarının vadesini uzatacağı öngörüldüğünden, bu tür bir düzenleme yapılmasının hem sermayenin tabana yayılmasını, hem de menkul kıymet borsalarının gelişimine katkıda bulunarak sermaye piyasalarının etkinliğini artıracacağı düşünülmektedir.

2.5. Temettü Politikalarının Firma Değerlemesi Açısından İncelenmesi

Firma yöneticileri, mali kıstas olarak hissedarların varlığını maksimuma çıkarmak ve dolayısı ile firma değerinin maksimum kılınmasını kabul ederlerse, bu amacı gerçekleştirebilmek için yatırımcıların firma ve hisselerine değer biçerlerken hangi faktörleri göz önünde bulundurdıkları hakkında fikir sahibi olmalıdırlar.

Firma değerlemesinde göz önünde bulundurulması gereken faktörlerden biri temettü politikasının firma değeri üzerindeki etkisidir.

³¹ Aynur KORGUN:” Bir Temettü Politikası olarak Temettü Avansı; Teorisi ve Türkiye’ye İlişkin Uygulama Önerileri”, T.C. Başbakanlık SPK Denetleme Dairesi,Ankara,1999, 26.

Mükemmel bir sermaye piyasasında temettü politikasının firma değeri üzerindeki etkisi ile ilgili başlıca iki ekol vardır. Birinci ve daha eski olan ekolün kurucusu Myron Gordon olduğu halde, bugün dahi finansal teorici ve uygulayıcılar tarafından geniş ölçüde benimsenmektedir. Bu ekolün görüşüne göre gerek gelecek hakkındaki belirsizlik, gerekse yatırımcıların riskten kaçınmaları, bir hissenin fiyatının ve dolayısıyla o hissenin ait olduğu firmanın değerinin, takip edilen temettü politikasına bağlı kalmasına sebep olur. Bunun aksi olan görüş ise Modigliani ve Miller tarafından savunulmaktadır. Buna göre, firmanın yatırım politikası bilinirse, hisselerinin fiyatı, takip edilen temettü politikasından bağımsızdır.

Kimi yazarlar (Frank Wood, W. Bigg ve Regg Perrins bunlar arasındadır) eserlerinde, ortaklar arasında şirket sözleşmesiyle saptanmış kar dağıtım oranlarının değiştirilmesiyle firma değerinin saptanması gereği üzerinde durmuşlardır.³² Bu yazarlara göre, ortaklar arasındaki kar dağıtım oranının değişmesi işletmenin firma değeri mülkiyeti üzerinde de değişme yaratır. Bu nedenle, kar dağıtım oranlarının değiştirildiği tarihte işletmenin firma değeri saptanmalıdır.

Temettü politikalarının şirket değeri üzerine etkilerine yönelik oluşturulan farklı yaklaşımlar bulunmaktadır. Bu yaklaşımlar dayandıkları esaslar ile birlikte aşağıda verilmiştir.

2.5.1. Temettü Politikasının Etkili Olmadığı Görüşü

Merton Miller ve Franco Modigliani (M-M), firmanın kar payı dağıtım politikasının, firmanın hisse senetlerinin pazar fiyatını ve sermaye maliyetini etkilemediğini savundukları ve temettü politikası ile ilgili oluşturulmuş ilk teorik çalışmadır. İkiliye göre, temettü dağıtımı bir detay olup, hisse

³² Nejat BERBEROĞLU: "Hisse Senetlerinde Değerleme Yöntemleri ve Türkiye' de Hisse Senetlerinin Fiyatlarını Belirleyen Faktörlerin Analizi", Anadolu Üniversitesi İ.İ.B.F Dergisi, Cilt:x, Sayı 1-2, Eskişehir 1992, 15.

senetlerinin değeri firmanın temettü dağıtım kararından bağımsızdır. Hisse senedinin değerini belirleyen en önemli değer firmanın kazanç gücü ve buna bağlı olarak yatırım ve finanslama kararlarının isabetlilik derecesidir. Bu ikiliye göre, dağıtılacak temettü oranında ortaya çıkacak ek finansman ihtiyacının karşılanması için yeni kaynak bulunması gerekecek ve bu ihtiyacın borç veya öz sermaye ile karşılanması halinde firmanın dağıtılan temettünün etkisi ile yükselen piyasa değeri önceki değerine dönüşecektir. Miller ve Modigliani bu görüşlerini kusursuz sermaye piyasaları, rasyonel davranışlar ve belirlilik şartının varlığında ispata çalışmışlar ve varsayımlarını şu şekilde ortaya koymuşlardır;³³

1. Kusursuz sermaye piyasalarında bütün alıcı yada satıcılar menkul kıymetin cari fiyatı ve niteliği ile ilgili diğer bilgileri eksiksiz ve masrafsız olarak kullanabilirler. Gerek dağıtılmış ve dağıtılmamış karlar arasında, gerekse temettü veya sermaye kazançları arasında bir vergi farklılığı yoktur.
2. Yatırımcılar her zaman daha fazla serveti az bir servete tercih ederler ve elde ettikleri kıymet artışını nakit yada ellerindeki hisse senetlerinin pazar değerindeki artış olarak almaları konusunda kayıtsızdırlar.
3. Belirlilik ise, yatırımcıların büyük bir kısmının gelecekteki yatırım programları ve bütün şirketlerin gelecekteki karlılıkları hakkında tam bir güven ortamını ifade eder.

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

³³ Y. Bora ENHOŞ: "Temettülerin Hisse Senedi Fiyatları Üzerine Etkisi ve İ.M.K.B' sında Bir Uygulama", Gazi Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Muhasebe – Finansman Bilim Dalı, Master Tezi, Ankara, 1991, 71.

M-M ikilisi bu eşitlikten yararlanarak firmanın değerinin temettü dağıtımından bağımsız olduğu sonucuna varmaktadır.

M-M ikilisi yukarıdaki açıklamalarında temettü ödemedi dolayısıyla ortaya çıkan ek finansman ihtiyacının yeni hisse senedi çıkarılması yoluyla karşılandığını ve dağıtılan temettü ile pay senedinin değerinde meydana gelen artışın çıkarılan yeni payların etkisi ile eski seviyesine döndüğünü ispatlamaktadır. Yatırımların ve borç-öz kaynak oranının değişmediği bir ortamda, ödenecek bir birim temettü için, bir birimlik ihraç gerekmektedir. Bunun sonucunda şirket hisse senedi sayısı fazlalaşmakta 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.³⁴ Aynı görüşe göre yatırımcılar yapmış oldukları yatırım karşılığında elde ettikleri getirinin toplamı ile ilgilenmekte, elde edilen getirinin kar payı veya sermaye kazancı şeklinde olması önem taşımamaktadır.

Burada ortaya çıkan bir soru, temettü ödenmesi nedeniyle ortaya çıkan ilave finansman ihtiyacının borçlanma suretiyle karşılanması halinde ne olacaktır. M-M görüşüne göre, ek finansman ihtiyacının borçlanma yolu ile yada öz kaynaktan karşılanmış olması sonucu etkilemez. Çünkü, bu ikiliye göre bir firmanın piyasa değeri ve sermaye maliyeti o firmanın sermaye yapısından tamamen bağımsızdır.³⁵

M-M ikilisi daha sonra yaptıkları çalışmalarda önceleri ortaya koydukları varsayımların bazılarını kaldırmış ve özellikle belirlilik ve tam rekabet varsayımlarının geçersizliği konusunda ileri sürülen karşıt görüşlere

³⁴ Moshe BEN-HORIM: Essentials of Corporate Finance. Allyn and Bacon Inc. Boston, 1987, 342.

³⁵ Öztin AKGÜÇ: a.g.e., 779.

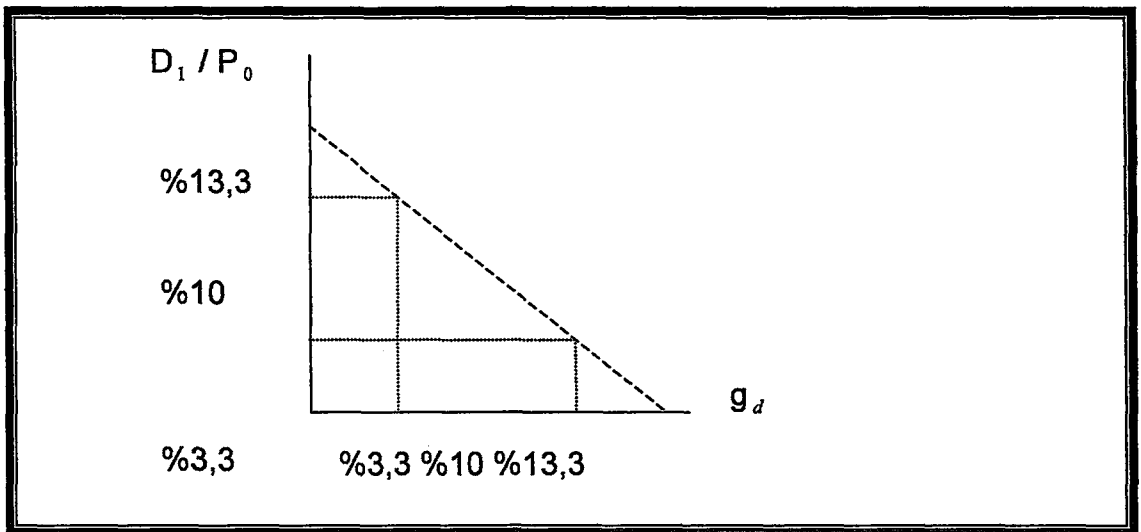
cevap vererek kendi görüşlerinin teorik yönden olduğu kadar pratik yönden de kabul edilebilir olduğunu savunmuşlardır.

M-M firmanın değerinin belirlenmesinde;

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

M-M bu teoride aşağıdaki beş varsayımı kabul etmiştir:

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



Grafik 2.2 M-M Modeli (Kar Payı İlgisizliği)

Grafik 2.2'den açıkça görüleceği gibi, M-M Kar payı ilgisizliği teorisine göre firma değeri firmanın bir sonraki dönemde ödeyeceği kar payı olan D_1 'den direk olarak etkilenmemektedir.

Temettü politikasının firma değerine bir etkisi olmadığını ileri sürenler sermaye piyasasının mükemmel olduğunu varsaymışlardır. Aslında, sermaye piyasasında, yatırımcıları temettüyü sermaye kazançlarına veya sermaye kazançlarını temettüye bilinçli bir şekilde tercih ettirecek aksaklıklar vardır. Dolayısı ile, temettü politikasının etkisiz olduğu görüşü, en azından bir derecede geçersizdir. Firmanın geleceği hakkında en iyi bilgilere sahip kişilerin firmanın yöneticileri olduğu kabul edildiğinden, geçen dönemde ödenen temettü, yatırımcılara gelecek dönemlerde ödenecek temettüler hakkında bilgiler verecektir. Başka bir deyimle, firmanın gelecek dönemlerde ödeyeceği temettüleri tahmin etmek isteyen yatırımcıların, göz önünde bulundurdıkları önemli unsurlardan biri geçen dönemde ödenen temettüdür.

384 firmanın mali işler görevlileri ve yöneticileriyle detaylı görüşmeler yapan Alan Brav, John R. Graham, Campbell R. Harvey ve Roni Michaely, yönetimin temettü ödemesi ve hisselerin geri satın alınmasının gelecek hakkındaki emniyetlerini aktarmak için kullandığını belirtmiştir. %80 finansal yönetici, temettü kararlarının firmaları hakkında yatırımcılara bilgi aktardığına inanmaktadır.³⁶

Ayrıca temettü ödemesi ve geri satın almaların olumsuz bilgi aktarabileceği de tartışılmıştır. Örneğin, yatırımcılar eğer firma çok fazla temettü dağıtırsa yada hisselerinden çok sayıda geri satın alma yaparsa firmanın yeterli yatırım olanaklarının olmadığı sonucunu çıkarabilir. Bu olumsuz şekildeki bilgi aktarımı yöneticiler tarafından çok fazla dikkate alınmamıştır. %20'den az katılımcı temettü politikasını etkileyen en önemli faktörün, temettü ödemesinin yatırımcılara firmalarının düşük karlı yatırımlar

³⁶ Alan BRAV: a.g.m., 1-37.

yaptığı izlenimi verebileceği olasılığı olduğunu belirtmiştir. %30,3'den fazlası geri satın almaların yatırım olanaklarının eksikliğinden kaynaklanabileceği için yapıldığına inanmaktadır.

Dolayısı ile, firmanın temettü ödemeleri ile ilgili bilgiler, firmanın değerini etkilemektedir. Bu, temettü politikasının devamlı bir şekilde firmanın değerini etkileyeceği anlamına gelmez. Firmanın geçen dönemde ödediği temettü miktarı gelecek dönemlerde gerçekleşmezse, yatırımcılar artık firmanın bu kıstasına çok daha az ağırlık verecekler ve firmanın değeri de buna uygun olarak saptanacaktır.

Ayrıca vergi etkisi de firmaların temettü ödemelerini ve dolayısıyla firma değerini etkilemektedir. Dünyadaki vergi kanunlarının çoğunda sermaye kazançları, temettü ödemelerine göre daha düşük oranlarda vergilendirilmektedir. Diğer faktörlerin aynı olduğu varsayılırsa, bu durum, bazı yatırımcıların sermaye kazançlarını tercih etmelerine ve temettü ödemeleri istememelerine yol açar. Yüksek vergi diliminde bulunan yatırımcılar, firmanın yüksek oranda temettü dağıtmasına olumsuz bir tepki verecek dolayısıyla hisse senedi fiyatlarında olumsuz değişimler gözlenecektir.

Dikkat edilmesi gereken diğer bir husus da, şimdiye kadar yeni hisse senetleri ihraç edilirken yapılan emisyon masraflarının göz önünde bulundurulmamış olmasıdır. Bir firma, finansman ihtiyacının ne kadar büyük bir kısmını dağıtılmayan karlardan karşılayabilirse, o oranda bu masrafları azaltabilir. Böylece, cömert temettüler ödemek yerine, dağıtılmayan karlarla firmayı finanse etmek tercih edilebilir. Buna karşılık, bazı yatırımcıların cari nakit ihtiyaçları olabilir ve bu kişilerin, ileride kazanılabilecek daha büyük tutarlar yerine kısa vadede bol miktarda temettüyü tercih etmeleri mümkündür. Ancak, her iki seçeneğin iyi ve kötü yönlerini tartarsak, temettü ödemelerini mümkün olduğu kadar azaltıp karları tekrar yatırımın daha avantajlı olduğunu söyleyebiliriz. Bir paradoks gibi görüldüğü halde, temettü

politikası ne kadar cömert olursa, firma değeri de o kadar düşük olur. Yatırımcıların büyük çoğunluğu, vergi avantajlarına en büyük ağırlığı verecektir.

M-M 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.

Şirketlerin değişik temettü politikaları olduğu gibi, yatırımcıların da kendilerine ödenen temettüleri 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 bulundukları vergi dilimine, kar payı ve sermaye kazançlarının vergi açısından değerlendiriliş şekline, şirkete ilişkin bilgi edinimindeki olanaklara ve işlem yapma maliyetlerine bağlı olarak değişmektedir. 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 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.³⁷

2.5.2. Temettü Politikasının Etkili Olduğu Görüşü

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.

Bhattacharya, John Williams ve Miller ve Rock 'ın geliştirdiği sinyal modeline göre, iyi ve özel bilgilere sahip olan şirketler bu bilgilere sahip olmayan şirketlere nazaran daha yüksek temettü dağıtmaktadırlar. Bu modeller aynı zamanda temettü ödemeleri ile ilgili açıklamaların hisse senedi fiyatları üzerine etkileri ile ilgili beklentileri ortaya koymaktadır. Ayrıca bazı çalışmalar ve yine temettü değişimleri ile ilgili açıklamaların fiyata etkisi konusunun şirketlerin yatırım politikalarına bağlı olduğunu göstermiştir. Lang ve Litzenberger şirketlerin temettü ödeme kararlarının şirketin yatırım politikaları ve fırsatları ile ilgili olduğunu göstermişlerdir³⁸.

Sinyal teorisinin arkasında üç temel model bulunmaktadır. Birinci model John ve Williams'ın modeli olup temettülerdeki artışın hisse senedi fiyatlarında artışa yol açtığını, temettüdeki düşüşün ise hisse senedi fiyatlarında düşüşe yol açtığını öne sürmektedir. Ancak bu modelde temettü politikaları ile yatırım politikalarının birbirine muhtemel etkileri ve büyük ve büyümekte olan firmalar arasındaki temettü farklılıkları izah edilememektedir.

³⁷ BEN-HORIM: a.g.e., 348

³⁸ Alan BRAV: a.g.m., 1-37.

İkinci model Ambarish, John ve Williams' ın gerçekleştirdikleri modelde ise pazara bilgi aktarmak için tek yolun temettü olmadığını, sadece birçok sinyalden biri olduğunu göstermektedir. Bu modelde temettülerin yatırımların, hisse senedi geri alımları veya hisse ihraçlarının birer sinyal olarak algılanabileceği belirtilmiştir. Büyük ölçekli firmalar yüksek temettü ödemelerini tek sinyal olarak kullanırken, büyümekte olan firmalar temettü ve yatırımları ana sinyal olarak görmektedirler. Üçüncü model ise John ve Lang 'ın modeli olup temettü ödemeleri ile ilgili açıklamalardan önce temettü ödeme kararının içten alınan bilgilerden etkilendiğini göstermişlerdir. Temettü ile ilgili açıklamalar, şirketin çalışanlarının sahip olduğu birtakım bilgileri pazara vermekte ve bilgilerde hisse değeri üzerinde etkili olmaktadır. Şirket çalışanları, yatırımcılardan, şirketin gelecekle ilgili beklentisi, yatırım olanaklarının kalitesi ve gelecekteki nakit akımları hakkında daha fazla bilgiye sahiptirler.³⁹

Manuel, Brooks, Schadler gelir ve temettü açıklamalarının hisse senedi arzında, senet fiyatları üzerine yaptığı etkiyi incelediklerinde elde ettikleri sonuçlar John ve Williams' ın modelini desteklemektedir. Yani yüksek performansa sahip firmaların, değerlerini yüksek temettü dağılarak etrafa gösterdikleri yönündedir. Temettü ödemeleri bir firmanın gerçek değerinin sinyalcisi olup, hisse senedi fiyatlarının daha yükselmesini sağlamaktadır. Bu model, iyi temettü sinyallerinin ardından açıklanan arzların daha iyi kabul gördüğünü göstermektedir.⁴⁰

Myron Gordon ve John Linter' de temettü dağıtım politikasının hisse senetlerinin değeri üzerinde etkili olduğunu savunmaktadır. M. Gordon modelinde optimum kar dağıtım politikası, şirketin yeni yatırımlarının karlılığı

³⁹ Kose JOHN, JOHN, Teresa: "Communicating With the Market Via Dividends, Investment and Trading by insiders", Recent Developments in Finance, Anthony Savinders (ed), Business One Irvin, 1992.

⁴⁰ Timothy A.MANUEL, BROOKS Le Roy D., SCHADLER Frederick P.: "Common Stock Price Effects of Security Issues, Conditioned by Current Earnings and Dividend Announcements", Journal of Business, 66, 1993, 573-574.

(r) ile, ortakların yatırımlarından bekledikleri karlılık oranı (k) arasındaki ilişkiyle belirlenir.⁴¹

$r > k$ durumunda şirket yatırımlarının karlılığı, ortakların piyasada alternatif yatırımlarından elde edebileceği karlılık oranından daha yüksek demektir. Bu durumda hisse senedi sahiplerinin, temettü almak yerine, karın daha büyük bir kısmının şirkette alı konmasını ve şirketin yeni yatırımlarında kullanılmasını yeğlemeleri doğaldır.

$r < k$ olduğundan, söz konusu şirketlerde akılcı olan temettü politikası, temettü ödeme oranını yüksek tutmaktır. $r = k$ halinde ise, büyüme söz konusu değildir, bu durumdaki şirketlerde temettü politikasının hisse senedi fiyatı üzerine etkisi yoktur. Ancak, M. Gordon, özetlenen görüşünü daha sonra $r = k$ halinde dahi, temettü politikasının hisse senetlerinin değerini etkilediği şeklinde değiştirmiştir. Geleceğin belirsizliği dikkate alındığında, iskonto oranı veya yatırımlardan beklenen karlılık oranı (k) sabit kalmaz değişir. Belirsizlik arttıkça k oranı da yükselir. Birikim sahibi veya ortak uzun süre sonra elde edeceği temettülerini, yakın bir gelecekte elde edeceği temettülerine kıyasla daha yüksek oranda iskonto eder. Süre uzadıkça, gelecek yıllarda elde edilecek temettüler konusunda ortaklarda belirsizlik artmakta ve temettülerin kapitalize edilmesinde daha yüksek iskonto oranları (k) kullanılmaktadırlar.

Şirkette $r = k$ sağlansa dahi, kar paylarında zaman itibariyle kaydırma (ilk yıllarda daha az, uzun dönemde daha yüksek temettü ödemesi veya bunun tersi) firmanın hisse senetlerinin değerini etkiler. Kısaca temettü dağıtımının firma değerine etkisi konusundaki görüşler ayrıca yapılan ödemelerin miktarına göre de değişmektedir.

⁴¹ Öztin AKGÜÇ: a.g.e., 780.

a. Yüksek Tutarla 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.

Eldeki Kuş Teorisi'ne (Bird In The Hand Theory) göre insanlar, elde ettikleri bir birimlik temettüyü bir birimlik sermaye kazancından daha değerli bulmaktadır. Bunun nedeni de, temettünün şirket yöneticilerince kontrol edilebilmesine karşın, şirket hisse senetlerinin fiyatlarının piyasada belirlenmesi, dolayısıyla kar 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.⁴²

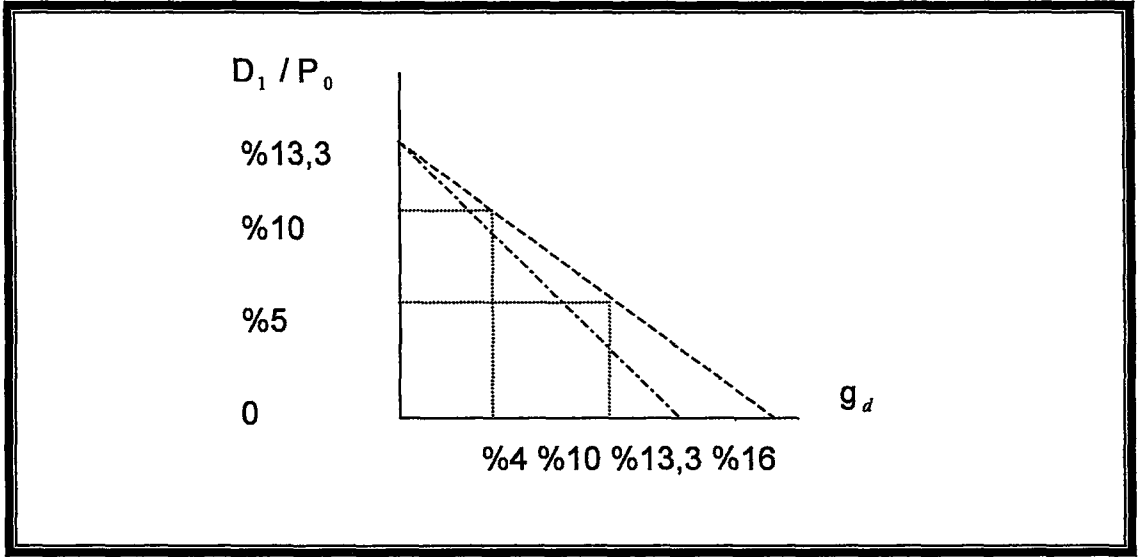
Yüksek tutarda yapılan temettü ödemelerinin şirket değeri üzerinde olumlu etkide bulunduğunu savunan kişilerce, temettünün yatırımcılar için bilgi niteliğinde olduğu da ortaya konmaktadır. Çünkü, mükemmel olmayan

⁴² J.Arthur KEOWN: Basic Financial Management. Prentice-Hall Inc., 1996, 586.

piyasalarda şirketlerin mevcut mali yapılarına ilişkin olarak, yatırımcılar ile şirket yöneticileri arasında asimetrik bilgi dağılımı söz konusudur. 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 yüklenilen bu özellik, konu hakkında hassas bir değerlendirme yapılmasını gerekli kılmaktadır. Şirketler çok iyi bir yatırım olanağı elde etmeleri durumunda, maliyet unsurunu da dikkate alarak yatırımın finansmanını dış kaynaklar yerine iç kaynaklardan gerçekleştirmeyi tercih edebilmektedir. Yapılan bu finansman tercihi sonucunda da ödenecek temettü tutarında bir düşüş meydana gelmektedir. Şirket yöneticileri tarafından söz konusu durumun yatırımcılara çok iyi bir şekilde aktarılması durumunda, şirket senetlerinde beklenenin aksine bir yükseliş meydana gelebilir ki, bu da yüksek tutarda yapılan temettü ödemelerinin şirket değerini artırdığını savunan kişilerin bu görüşünü çürütmektedir.⁴³ 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.

⁴³ Yapılan bu değerlendirmede, yatırımcılar tarafından dağıtılan temettünün nemalandırılması sonucunda elde edilecek getirinin, şirket tarafından karın oto finansmanda kullanılması suretiyle yapacağı yatırımın getirisinden düşük olacağı esas alınmıştır.



Grafik 2.3 Gordon – Lintner Modeli (Eldeki Kuş)

Gordon ve Lintner temettü getirisinin daha az riskli olduğunu dolayısıyla, sermaye kazancına ağırlık verildikçe sermaye maliyetinin artacağını kabul etmektedirler ⁴⁴. Çünkü Grafik 2.3'de de açıklanmaya çalışıldığı ve teorinin adından da çağrışım yaptığı gibi temettü geliri olarak elde olan bir dolar, ileride elde edilecek sermaye kazancından daha değerlidir.

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

Net karın büyük bir kısmının temettü olarak dağıtılmasının şirket değeri üzerinde olumsuz etkiye 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 karın ortaklara sermaye kazancı yerine temettü geliri

⁴⁴ Pinar BAKIR: İşletmeler Açısından Temettü Politikası, Met/Er Matbaası, İstanbul, 1976, 23.

olarak aktarılması, ortakların ellerinde ödeyecekleri vergi sonrasında, daha az tutarda gelir kalmasına neden olmaktadır.

Bunun yanı sıra, 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 kar dağıtımını tercih etmeleri öngörülmektedir.⁴⁵

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 tutan ihtiyaç duyulan kaynaktan daha fazla olmaktadır. Bu da mevcut şirket ortaklarının aleyhine bir durum yaratmaktadır.

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. M-M tarafından koşulları ortaya konulan mükemmel piyasada hisse senedi ihracının maliyetinin olmadığı varsayılmıştır. Ancak uygulamada, hisse senedi ihracı oldukça maliyetlidir. Bu sebeple, belli

⁴⁵ J.Arthur KEOWN:..a.g.e., 588.

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.⁴⁶

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.

⁴⁶ J. Arthur KEOWN: a.g.e., 588-589.

2.5.3. Temettü Politikasının Firma Değeri Üzerine Etkisi Konusunda Yapılmış Çalışmalar

Dünyada, dağıtılan kar miktarının hisse senedi üzerinde etkisi konusunda yapılan ampirik çalışmalardan Friend Pucket ve M-M' nin çalışması ilgi çekicidir. Friend ve Pucket, ortalama hisse senedi fiyatları ile kar payı ödemeleri ve dağıtılmayan karlar arasındaki ilişkiyi açıklamak amacıyla 5 endüstri dalından seçilmiş 110 işletme üzerinde 1956-1958 yıllarını kapsayan basit doğrusal regresyon analizi yapmıştır. Analiz sonuçlarına göre, büyüme özelliğine sahip kimya, elektronik ve elektrik endüstrilerinde dağıtılmayan karların hisse senetlerinin fiyatları üzerindeki yükseltici etkisi kar paylarının etkisinden daha yüksek çıkmıştır. Öte yandan, gıda ve çelik endüstrilerinde daha güçlü bir kar payı etkisi bulunmuştur.⁴⁷

M-M, yaptıkları testler sonucunda hisse senedi değeri ile kar dağıtım oranı arasında tersine bir ilişki bulmuşlardır. M-M yaptıkları araştırmada, hisse başına düşen net kar doğru ölçüldüğünde, dağıtılan karın bir etkisi olmadığı sonucuna varmışlardır.⁴⁸

Gordon, 4 endüstri dalından (Kimya, Gıda, Çelik, Makine) aldığı örnekler üzerinde yaptığı regresyon analizlerinde hisse senetlerinin piyasa fiyatının, kar payı, büyüme oranı, işletme büyüklüğü ve belirsizlik etmeni gibi değişkenlerden etkilendiğini göstermiştir.

Aharony ve Swary ABD'de 1963-1976 yıllarını temel alarak 140 firma ile yaptıkları çalışmada, temettü dağıtımlarının ilan edileceği tarihlerde, hisse senedini etkilemesi muhtemel diğer değişkenler kontrol altına alındıktan sonra, firmalar iki alt gruba bölünmüştür. Birinci grup, temettünün azalacağını, ikinci grup temettünün artacağını ilan eden firmalardan

⁴⁷ Suphi ASLANOĞLU: "Temettü Politikasının Firma Değerine Etkisi", Kırıkkale Üniversitesi Yüksek Lisans Tezi, Kırıkkale, 1996, 63.

⁴⁸ Öztin AKGÜÇ: Finansal Yönetim, Avcıol Basım, İstanbul, 1997, 781.

oluşturmuştur. Birinci grubun hisse senetleri değeri, duyurunun yapılmasından önceki tarihlerde ve duyuru tarihinde önemli ölçüde düşerken, diğer grubun hisse senetleri yükselmiştir.⁴⁹

Friend ve Puckett 1964'te temettü ödemesinin hisse değerine etkisini incelemiştir. Daha önce yapılmış çalışmalarda, hisse fiyatları şimdiki temettülerle ve dağıtılmayan karlarla ilişkilendirilmiş ve yüksek temettü ödemelerinin yüksek fiyat/kazanç oranlarıyla ilişkili olduğu belirtilmiştir. Friend ve Puckett, firmaların temettü ödemelerini ancak temettülerin marjinal etkilerinin dağıtılmayan karların marjinal etkilerine eşit olduğunda değiştirebileceklerini tartışmışlardır. Bu durumda hisse başına fiyatlar optimum tepkiyi vermektedir.

Blume, 1041 bireysel yatırımcıyı temel alarak yaptığı çalışmada, alıkonulan karlarda azalış olsa dahi kar dağıtımının tercih edildiği sonucunu elde edilmiştir. Dağıtılan kar payı artırıldığında anketörlerden %41,8'i o hisse senedine olan talebi artıracaklarını, sadece %10,5'i azaltacağını ifade etmiştir.

Frédéric Romon' un çalışması sonucunda, temettü ilan günlerinde firmanın temettü politika seviyesine (düşük, orta yada yüksek) bağlı olarak, kümülatif normal üstü getirilerde farklılık olduğu tespit edilmiştir. Benzer şekilde temettü ilanının bilgi etkisi, firmanın temettü politika seviyesine bağlı olarak farklılık göstermektedir.⁵⁰

Alex Kane, Young Ki Lee and Alan Marcus' un çalışmalarında, normal üstü hisse senedi getirileri, yatırımcıların gelir ve temettü ilanlarına verdikleri tepkiyi değerlendirmek için incelenmiş ve aralarında istatistiksel açıdan

⁴⁹ Suphi ASLANOĞLU: a.g.e., 69.

⁵⁰ Frédéric ROMON: "Contribution of dividend policy stability to the measurement of dividend announcement and ex-dividend effects on the French Market", Maître de Conférences à l'I.A.E. de Valenciennes, Université de Valenciennes LARIME, Fransa, 1995, 1-15.

önemli, birbirlerini etkileme etkisi tespit edilmiştir. Örnek grupta, 1979-81 dönemi için 352 adet dönemlik gelir ve temettü ilanları bulunmaktadır. Yatırımcılar, gelirler beklentilerin altında veya üstünde olduğunda, beklenmeyen temettü artış veya azalışlarına daha fazla güvenmektedirler. Bu çalışmada gelir ve temettü ilanlarının hisse senedi fiyatları üzerindeki ortak etkisi ayrı ayrı incelenmiştir.⁵¹

Balasingham Balachandran' ın çalışmasında, 3 yıl boyunca hiç temettü indirimine gitmemiş İngiliz firmaların temettü indirimine gittiklerinde kısa vadeli fiyat hareketleri incelenmiştir. 1986-1993 döneminde, finansal olmayan firmaların ara ve son dönem hisse başına temettüleri incelenmiştir. Ara temettü⁵² indirimlerine fiyat tepkilerinin, negatif olduğu tespit edilmiştir. Piyasa son temettü indirim ilanı döneminde negatif tepki verse de, ilandan bir ay sonra tekrar eski seviyesine dönmektedir. Temettü indirimlerine fiyat tepkilerinin büyüklüğü, temettü indirim büyüklüğüyle ilişkili olduğu tespit edilmiştir. Ara temettü indirimlerinin, gelecek yılki gelir değişimleri hakkında bilgi aktardığı tespit edilmiştir. Bu bilgi içeriği son temettü indirimleri için tespit edilememiştir. Fakat tek veri olarak kabul edilirse, son temettü indiriminin de bilgi içeriği vardır.⁵³

Rodney D. Boehme, Sorin M. Sorescu' nun 2000 yılında yaptıkları çalışmada temettü ilanını ve dağıtımını takiben önemli pozitif uzun vadeli normal üstü performans tespit edilmiş ve bu uzun vadeli performans sinyallerini, ilan döneminde ilk fiyat hareketleriyle göstermektedir.⁵⁴

⁵¹ Alex KANE, LEE Young Ki, MARCUS Alan:" Earnings and Dividend Announcement: Is There a Corroboration Effect?" , The Journal of Finance , Vol: XXXIX, No:4 September 1984.

⁵² Ara Temettü: Amerika'da temettüler iki seferde ödenmektedir. İlk ödeme yılın ortasında ödendiği için ara ödeme adı verilmektedir. İkinci ve son ödeme yıl sonunda yapılmaktadır. Ara temettü ödemeleri son ödemelerden daha az yapılmaktadır. Ara temettüler yıllık finansal sonuçlardan önce, son temettüler ise yıllık raporlardan sonra ilan edilmektedir.

⁵³ Balasingham BALACHANDRAN:" Dividend Reductions and Interim Effect: UK Evidence", School of Accounting and Commercial Law Victoria University of Wellington, New Zealand, 1998.

⁵⁴ Rodney D. BOEHME, SORESCU Sorin M.:" Seven Decades of Long Term Abnormal Return Persistence: The Case of Dividend Initiations and Resumptions", Finance Department College of Business Administration University of Houston, Ocak, 2000, 1-32.

Nikolaos Milonas, Nickoloas Travlos, Jason Zezhong Xiao, Cunkai Tan' ın yaptığı çalışmada temettüsüz işlem tarihinde hisse fiyat davranışları Çin Sermaye Piyasasında analiz edilmiştir. Bu piyasa, temettüler hem vergili hem de vergisiz olabilmektedir. Bu durum, mikro faktörleri sabit tuttuğumuzda vergi etkisini tespit etmemizi sağlamaktadır. Vergisiz hisse fiyatlarının, temettüsüz işlem tarihinde, temettü miktarı kadar düştüğünü göstermiştir. Vergili örnekler için, küçük temettü gelirli hisse fiyatları, temettü ödemeyle orantılı olarak düşer. Büyük temettü gelirli hisseler için, temettü geliri, üzerine uygulanan efektif vergi oranına göre düzenlenir.⁵⁵

Temettü ve hisse bölünmesi politikalarını yönlendiren anahtar faktörlerin tespit edilmesi için 384 firmanın mali işler görevlileri ve yöneticileriyle detaylı görüşmeler yapan Alan Brav, John R. Graham, Campbell R. Harvey ve Roni Michaely, firma değerlemesinde temettü ödemesinin bugün, 15 yada 20 yıl öncesindeki gibi önemli olup olmadığını incelemiş ve yöneticiler önemde hiçbir değişme olmadığını belirtmiştir.⁵⁶

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

⁵⁵ Nikolaos MILONAS, TRAVLOS Nickoloas, XIAO Jason Zezhong, TAN Cunkai: "The ex-dividend day stock price behavior in the Chinese Stock Market", Second China Accounting and Finance Review Conference, Tsingua University, Beijing, China, Nisan 2002, 1-15.

⁵⁶ Alan BRAV: a.g.m., 1-37.

dağıtılan kar paylarının hisse senetleri üzerinde daha etkili olduğu sonucuna ulaşılmıştır.⁵⁷

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

Bülent Karaağaç 'ın çalışmasının amacı, firma değeri üzerindeki temettü ilan etkisini anlamaktır. Yapılan çalışmalar sonucunda, temettü artışı durumunda ilan gününde yatırımcılar fazla getiri elde ederken, azalışı durumunda tam tersi olmaktadır. Sabit temettü ödemesi durumunda ise, yatırımcılar ilan gününde ne fazla getiri elde eder nede kaybederler. Sonuç olarak, temettü değişim ilan gününe negatif tepki veren firmaların yüzdesi yüksektir. Temettü ilanlarının hisse senedi fiyatlarını önemli ölçüde etkilemediği tespit edilmiştir.⁵⁸

⁵⁷ Arzu HACIŞABANOĞLU: "Temettü Politikaları", Marmara Üniversitesi Bankacılık ve Sigortacılık Enstitüsü Yüksek Lisans Tezi, İstanbul, 1998.

⁵⁸ Bülent KARAĞAÇ: "Dividend Announcement Effect on the Value of the Firm", Bilkent Üniversitesi İşletme Enstitüsü Master Tezi, Ankara, 1997.

ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

ŞİRKETLERCE OLUŞTURULAN TEMETTÜ ÖDEME ŞEKİLLERİ VE TÜRKİYE'DE TEMETTÜ DAĞITIMINA İLİŞKİN YASAL KURALLAR

Şirketlerin temettü politikalarının yanı sıra benimsedikleri bir temettü dağıtım şekli de vardır. Bu bölümde şirketlerin kullandıkları temettü dağıtım şekillerinden bahsedilecektir.

Ayrıca Türkiye'de temettü dağıtımına ilişkin yasal kurallarda bu bölüm dahilinde incelenecek, firmaların temettü dağıtımlarında karşılaşacakları kısıtlar ortaya konacaktır.

3.1. Temettü Ödeme Şekilleri

Şirketler temettü dağıtımında farklı ödeme şekillerini tercih edebilmektedirler. Şirketler, hisse başına ne kadar temettü dağıtılacağının yanında bu temettülerin nasıl ve ne zaman ödeneceğini de esas sözleşmeye paralel olarak karara bağlamaktadır. Şirketler temettü dağıtım kararlarını Mart ayı içerisinde yaptıkları olağan genel kurullarında belirlemektedirler. Esas sözleşmede temettü ödeme şekli ve zamanı konusunda bir hüküm belirtilmişse genel kurul bu konuda karar alacağı gibi isterse yönetim kurulunu da yetkili kılabilir¹.

¹ Metin TÜRKO: Finansal Yönetim. Atatürk Üniversitesi Yayınları, Erzurum, 1994, 92.

Türkiye'deki yasal düzenlemelere göre hisse senetleri borsada işlem gören anonim ortaklıklar, genel kurulların alacağı karara bağlı olarak temettüyü;

- a) Tamamen nakden dağıtma,
- b) Tamamen hisse senedi olarak dağıtma,
- c) Belli oranda nakit belli oranda hisse senedi olarak dağıtarak kalanını ortaklık bünyesinde bırakma, (melez temettü)
- d) Nakit yada hisse senedi olarak dağıtmadan ortaklık bünyesinde bırakma konusunda serbesttir.

Türkiye'de en yaygın kullanılan temettü şekli, nakit temettü olup, anonim şirketlerde bilanço karının dağıtımı konusunda Türk Ticaret Kanununda bazı esaslar oluşturulmuştur.

3.1.1. 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.

Bildirilen yüksek karlar ile nakit varlıklar aynı şeyler değildirler. Bir firmanın gelir beyannamesinde önemli tutarda gelirler görüldüğü halde bilançosundaki nakit varlıkları çok olmayabilir. Özellikle fiyatların sürekli olarak yükselme gösterdiği durumlarda bilanço karlarına parasal yönden kullanılabilir miktarlar olarak bakılması imkansızdır. Bu nedenle nakit olarak temettü ödeme düşüncesinde olan ortaklığın o dönem için yeterli paraya sahip olup olmadığının araştırılması gereklidir².

² Richard A BREALEY, STEWARD, Myers C., MARCUS, Alan J.: İşletme Finansının Temelleri. Birinci Basım, Çev.:Ünal BOZKURT, Türkan ARIKAN, Hatice DOĞUKANLI, Literatür Yayın, İstanbul, Ekim 1997, 445.

Özellikle yeni kurulmuş yada gelişme sürecinde olan firmalar, içinde bulundukları nakit sıkıntısı ve yeni yatırımları için gerekli fon ihtiyaçları nedeniyle nakit temettü ödemelerini ileri tarihlere erteleme, bunun yerine alternatif ödeme şekillerinden birini uygulama yönünde bir politika izleme eğilimindedirler.

Nakit temettü dağıtımının bazı dezavantajlarını incelediğimizde, nakit çalışan firmaların nakit temettü dağıtımı, firmanın nakit sıkıntısı çekmesine sebep olacaktır. Eğer firmanın nakit ihtiyacı fazla ise, hammadde vb. üretim ihtiyaçlarını nakden karşılıyorsa yada o dönem ödemesi gereken bir borç tutarı varsa nakit temettü dağıtmak yerine diğer temettü dağıtım şekillerini tercih edebilir. Sonuçta firmanın nakit ihtiyacı varken nakit temettü dağıtması firmanın nakit sıkıntısına düşmesine ve kısa vadede borçlarını ödeyememesine, madde alımı yapamamasına kısaca işletme devrinin sağlanamamasına sebep olacaktır.

Ayrıca nakit temettü dağıtımı firmanın diğer yatırım alternatiflerinden yararlanamamasına sebep olacaktır. Eğer firma yeni kurulmuş veya gelişme döneminde olan bir firma ise yeni yatırım olanaklarını değerlendirmesi gerekecektir. Bu da firmanın nakit ihtiyacının artmasına sebep olacaktır.

Diğer taraftan nakit temettü dağıtımının avantajlarından biri müşteri memnuniyetini sağlamaktır. Yatırımcılar ellerine elde ettikleri gelir geçmedikçe kendilerini kazanmış gibi hissetmezler. Ancak nakit temettü dağıtımında yatırımcılar gelirlerini elde ederler ve bu durumdan memnuniyet duyarlar. Hem yaptıkları yatırımın getirisini elde etmiş olurlar hem de firmanın böyle bir ödeme yapabilmesi yatırımcıları psikolojik açıdan olumlu yönde etkiler. Bu durum firmalarının finansal durumunun iyi olduğuna dair bir gösterge olarak algılanır ve yatırımcılar tarafından da bu firmanın hisselerinin tercih edilmesine sebep olur.

Türkiye’de temettü dağıtım şekilleriyle ilgili yapılmış çalışmalar incelendiğinde firmaların büyük çoğunluğunun son yıllara kadar nakit temettü dağıtmayı tercih ettikleri görülmüştür. Bunun sebebinin, Türkiye’de firmalar tarafından yeterli yatırım yapılmaması, yüksek enflasyon ve siyasi belirsizlikler yüzünden firmaların likit kalmasından yani duran varlık yatırımından ziyade dönen varlık yatırımına gitmesinden kaynaklandığı düşünülmektedir.

Firmaların, İMKB’da oldukça küçük yatırımcı kitlesini memnun edebilmek ve onların da ekonomideki bu belirsizliklerden dolayı huzursuzluklarını gidermek için, nakit temettü dağıtarak yatırımcı memnuniyetini tercih ettikleri düşünülmektedir. Ancak son yıllarda Türkiye ekonomisinde meydana gelen büyük krizler nedeniyle firmaların büyük çoğunluğu kar elde edememiştir. Dolayısıyla son yıllara bakıldığında çok az firmanın nakit temettü dağıtabildiği görülmektedir.

3.1.1.1. Türkiye’de nakit temettü ödemelerine ilişkin yapılan çalışmalar

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

19.2.1996 tarihinde Sermaye Piyasası Kanunu’na eklenen Seri IV No 18 sayılı tebliğ ile hisse senetleri Borsa’da işlem gören ortaklıkların birinci temettüyü nakden ve/veya hisse senedi biçiminde dağıtmak veya dağıtmamak konusunda serbestleşmesi ile 1996 yılında İMKB’nda işlem gören şirketlerin %64’ünün nakit temettü ödediği ve nakit temettü ödenirken ilgili firmaların %25’inin bedelli sermaye artırımına gittiği tespit edilmiştir.

1997 yılında ise İMKB' nda işlem gören şirketlerin %65'inin nakit temettü ödediği ve ilgili temettüler ödenirken şirketlerin %20'sinin bedelli sermaye artırımına gittiği belirlenmiştir.

1995 yılında İMKB' nda işlem gören şirketlerin %13'ünün, 1996 yılında %21'inin ve 1997 yılında %20'sinin bedelsiz hisse senedi olarak temettü dağıtmalarından çıkarılan sonuç, enflasyonun hızlandığı ve şirketlerin fon gereksinmesinin arttığı, karların fiktif olarak yüksek hesaplandığı, hisse senedi vermek yoluyla kar dağıtımının yaygınlaşmaya başladığı şeklindedir.³

Cahit Adaoğlu' nun İMKB' nda işlem gören şirketlerin temettü politikaları üzerine yaptığı araştırmada; Sermaye Piyasası Kurulu tarafından çıkarılan tebliğle, İMKB' nda işlem gören şirketlere, temettü politikalarını belirlemede büyük bir serbestlik sağlandığı belirtilmiş ve bu yasal değişikliğin İMKB şirketlerinin temettü politikaları üzerindeki etkileri niceliksel ve niteliksel olarak incelenmiştir.

Araştırma 1985-1994 ve 1995-1997 dönemlerini kapsamaktadır. Ampirik inceleme sonuçları, her iki dönemde de, İMKB şirketlerinin istikrarsız bir temettü politikası izlediklerini ve bu istikrarsızlık nedeniyle, temettü politikalarının bilgi içeriğinin olmadığını ortaya koymuştur. Diğer bir deyişle, temettü politikaları Türk yatırımcılara, şirketlerin gelecek kazançları hakkında bilgi vermemektedir.

Sonuçlar, temettü politikasını etkileyen en önemli etkenin, o yıl içerisinde elde edilen şirket kazancı olduğunu göstermektedir. Bu nedenle, kazançlardaki oynamalar, temettü politikasında değişmelere yol açmaktadır. Sonuç olarak, kazançlardaki istikrarsızlık temettü politikasında istikrarsızlığa neden olmaktadır.

³ Arzu HACIŞABANOĞLU: "Temettü Politikaları", Marmara Üniversitesi Bankacılık ve Sigortacılık Enstitüsü Sermaye Piyasası ve Borsa Anabilim Dalı, Yüksek Lisans Tezi, İstanbul, 1998, 45.

Ampirik sonuçların da gösterdiği gibi, 1995 yılından önceki yasal düzenlemelerin etkisiyle, şirketlerin temettü politikaları arasında farklılıklar görülmemektedir. Bunun aksine yeni yasal düzenleme, şirketler arasında farklılıkların oluşmasına yol açmıştır. Yeni yasal düzenleme ile tanınan serbestlik, İMKB' nda işlem gören şirketlerin otofinansmana daha fazla yönelmesine ve nakit temettü dağıtmayan şirketlerin sayısında büyük bir artışa neden olmuştur⁴.

Mehmet Fatih Tatarı'nın 1999 yılında yaptığı çalışmada, 1995-97 yılları arasında İMKB'da işlem gören tüm firmaların temettü ilan tarihleri ve hisse senedi getiri verileri kullanılmıştır⁵. Bu çalışmada temettü tutarları dikkate alınmamıştır. Temettüler ödeme şekillerine göre analiz edilmiştir. Çalışmada temettü ilan tarihi olay günü olarak alınmıştır. Olay günü etrafındaki olay dönemindeki riskin temettü tipine göre değiştiği farz edilmiştir. Yatırımcıların firma politikalarından ziyade ödeme tipleriyle ilgilendikleri kabul edilmiştir.

Nakit temettü dağıtım şekli incelendiğinde, süreç boyunca ve olay gününden önceki 3. güne kadar yukarı yönlü bir trend olduğu, olay gününden sonra bu trend her ne kadar bu süreçte en yüksek ikinci noktasına ulaşmış olsa da negatif yönde değiştiği tespit edilmiştir.⁶

Bu çalışma sonucuna göre, nakit temettü dağıtımında, ilan tarihi öncesi dönemde pozitif yönde bir eğilim vardır. Eğer bir yatırımcı ilan tarihinden 40 gün önce hisse senedi alır ve 3 gün önce satarsa, yüksek oranda bir getiri elde edebilir. Nakit temettü dağıtımını yatırımcıları olumlu

⁴ Cahit ADAOĞLU: "İMKB' nda İşlem Gören Şirketlerin Temettü Politikaları Üzerine Ampirik Bir İnceleme", Çukurova Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Doktora Tezi, İşletme Anabilim Dalı, Adana, 1999.

⁵ 1995 yılından önceki yıllarda SPK hisse senedi ihracını hisse senedi şeklinde temettü gibi kabul etmiyordu.

⁶ Mehmet Fatih TATARİ: "Analysis of Cash vs. Stock Dividend Announcement's Effect on Stock Prices in Istanbul Stock Exchange", Marmara Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü İngilizce İşletme Anabilim Dalı İngilizce Muhasebe Finansman Bilim Dalı, Yüksek Lisans Tezi, İstanbul, 1999.

yönde etkilemektedir. Nakit temettü dağıtımında ilan öncesi dönemde, olay gününe 3 gün kalaya kadar pozitif getiri sağlanmaktadır.

3.1.1.2. Yurtdışında nakit temettü ödemelerine ilişkin yapılan çalışmalar

Aharony ve Swary' nin 1980'de yaptığı çalışmada, nakit temettü değişimlerinin faydalı bilgi sağlamasının ötesinde artı getiri sağladığı tespit edilmiştir.

Ahorany ve Dotan 1994'te yaptıkları çalışmada, nakit temettü ilanlarının bir firmanın gelecek durumu hakkında faydalı bilgi sağladığı görüşüne ulaşmışlardır. Ahorany ve Dotan' ın sonuçları, temettülerini arttıran firmaların kazandığını, ortalama olarak da, firmaların sonraki dönemlerde büyük beklenmedik muhasebe kazançlarını temettülerini değiştirmediklerinde elde ettiklerini göstermiştir.⁷

Abe de Jong, Ronald van Dijk ve Chris Veld 'in 2000 yılındaki çalışmasında, Kanada'daki Toronto Sermaye Piyasasında 500 büyük finansal olmayan firmanın verileri incelenmiştir.

Çalışmada ilk olarak, firmaların hisse sahiplerine nakit dağıtım dağıtmamayı isteme durumu, daha sonra ödemeyi temettü, hisselerin tekrar satın alınması veya her ikisi durumu incelenmiştir. Ödeme serbest nakit akışıyla belirlenmektedir. Ödeme tipi ise firma politikasına ve vergi özelliklerine bağlıdır.

Çalışma sonucunda, firmaların önce ödemeyi yapıp yapmayacağına karar verdiği, daha sonra ödeme şekline karar verdiği belirlenmiştir. Ödeme

⁷ Bülent KARAAĞAÇ: "Dividend Announcement Effect on the Value of the Firm", Bilkent Üniversitesi İşletme Enstitüsü Master Tezi, Ankara, 1997.

kararı nakit akış durumuna göre verilmektedir. Ödeme olarak temettünün seçimi vergi ve firma politikalarına bağlıdır. Hisselerin tekrar satın alınması kararı ise vergi özelliğine bağlıdır.⁸

3.1.2. Hisse Senedi Şeklinde Yapılan Temettü Ödemeleri

Bazı şirketler tarafından temettü dağıtımının nakit olarak gerçekleştirilmesi yerine hisse senedi şeklinde gerçekleştirildiği görülmektedir. Bu şekilde yapılan temettü ödemelerinde, şirket ortaklarına nakit yerine hisse senedi verilmektedir.

Hisse senedi şeklinde yapılan temettü ödemesi, firmalarca, dağıtılmamış karların veya ihtiyari yedek akçelerin bir kısmının veya tamamının özsermayeye aktarılması suretiyle sermaye artırımına gidilmesi halinde, sermayeye ilave olunan miktar kadar yeni hisse senedi çıkarılarak ortaklara paylarına karşılık olmak üzere bedelsiz olarak dağıtılmasıdır. Hisse senedi şeklinde yapılan temettü ödemesi, hisse senetlerinin itibari değerinde herhangi bir değişiklik meydana getirmemektedir⁹.

Hisse senedi şeklinde temettü dağıtımının şirket ve ortaklar açısından üstün yönleri mevcuttur. Öncelikle şirketten fon çıkışı olmadan temettü dağıtımı yapılmaktadır. Ortaklar temettülerini hisse senedi şeklinde aldıklarından gereksinme duydukları takdirde hisse senetlerini paraya dönüştürebilmektedirler.

Hisse senedi şeklinde temettü bazı ülkelerde ortaklara vergi avantajı sağlamakla birlikte, şirket açısından da mülkiyetin daha geniş kitlelere

⁸ Abe de JONG, van DIJK Ronald, VELD Chris: "The Dividend and Share Repurchase Policies of Canadian Firms: Empirical Evidence Based on a new Research Design", Center for Economic Research, No. 2000-16, Kanada, Şubat 2000, 1-20.

⁹ Öztin AKGÜÇ: a.g.e., 792.

yayılması ve hisse senetlerinin piyasa fiyatının aşırı derecede yükselmesini önlemesi açısından da üstün yönleri sahiptir.

Bütün bu avantajların yanı sıra, bu tür temettü ödemenin sakıncalı olduğu da ileri sürülmektedir. Bedelli ve bedelsiz artırıma piyasanın olumsuz tepki vermesinin, negatif getiri olmasının sebebi;

- Bedelsiz artırım, piyasadaki hisse sayısını artırdığı ve hisse değerini sulandırdığı için tercih edilmez. Bedelsiz artırım, firmaya herhangi bir nakit akışına sebep olmamaktadır. Bedelsiz artırımlar likidite problemine sebep olur.
- Yatırımcılar rüçhan hakkını kullanmak için ödeme yaptıklarından tercih etmezler. Yatırımcılar temettü ödemeleri şeklinde nakit akışı beklediklerinde rüçhan haklarını kullanarak firmanın finansmanını tercih etmezler. Yeni hisseler basılıp dağıtılmadan işlem görmezler. Bu durum ise kısa vadeli yatırımcılar ve spekülâtörler tarafından, yatırımlarının likiditesi azaldığından tercih edilmez.

Diğer taraftan hisse senedi şeklinde temettü dağıtımının, pay senetlerinin piyasa fiyatını düşüreceği savı her zaman için geçerli değildir. Büyüyen, kazanç sağlama kapasitesi artan ve gelecekte nakit olarak dağıtacağı karlar hakkında bekleyişlerin olumlu olduğu bir şirket, hisse senedi olarak temettü dağıtıyorsa, bunun hisse senedi üzerindeki düşürücü etkisi ılımlı ölçüler içinde kalabilir veya hiç olmaz. Daha önce de değindiğimiz üzere, pay başına gelirlerdeki düşüş, eldeki pay senetlerinin sayısının artması nedeniyle ortakların toplam gelirlerinde bir azalmaya yol açmayacaktır. Üstelik, bu şekilde dağıtım sonucunda firmada bırakılan fonlar karı yüksek yatırımlarda kullanılırsa, ortakların gelirlerinde uzun vade de artış dahi olabilecektir.

Ancak, firma finansal güçlükler nedeniyle nakit yerine hisse senedi vermek yoluyla temettü dağıtıyorsa, karlı yatırım fırsatlarını değerlendirmeyi düşünüyorsa, şirketin büyüme hızı ve karlılık oranı düşük ise, bu tür temettü dağıtımının pay senetleri üzerindeki etkisi olumsuz olacaktır¹⁰.

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 kar dağıtımını olanaklı kıldığından, elde edilen karı şirket bünyesinde tutmak ile dağıtmak arasındaki çelişkiyi ortadan kaldırmak gibi bir avantaj da sağlamaktadır.

Ülkemizde hisse senedi vererek temettü dağıtımı da yapılmaktadır. 1986 yılından sonra ayrılmış yedek akçelerin sermayeye eklenmesi, 1983 yılından itibaren yeniden değerlendirme değer artış fonları ile değer artış karşılıklarının sermayeye eklenmesi ve ortaklara bedelsiz hisse senedi verilmesi halinde, gerek şirket gerek ortaklar açısından ek bir vergi yükümlülüğü doğurmaması bu sistemi fiilen uygulanabilir hale getirmiştir.

Ülkemizde genel olmamakla beraber, bazı yabancı sermaye iştirakli şirketlerin, sermaye artışı, hisse senetlerinin bölünmesi ve hisse senedi vererek kar dağıtımı yollarını bir arada kullandıkları görülmektedir.

Enflasyonun hızlandığı ve şirketlerin fon gereksinmesinin arttığı dönemlerde, hisse senedi vermek yoluyla temettü dağıtımının yaygınlaştığı görülmektedir.

¹⁰ Öztin AKGÜÇ: a.g.e., 793.

3.1.2.1. Türkiye’de hisse senedi şeklinde temettü ödemelerine ilişkin yapılan çalışmalar

Arzu Türksoy Özoğuz ‘un 1996 yılında yaptığı çalışmada, 1989-1993 döneminde, İstanbul Menkul Kıymetler Borsası’nda bedelsiz bölünme açıklamaları sonrası hisse senedi fiyatları incelenerek, bu açıklamaların hisse senedi fiyatları üzerine etkileri araştırılmıştır. Bölünme tarihinden on gün öncesi ve sonrasında hisse senedi fiyatları incelenerek, bölünme etkisi olup olmadığı araştırılmıştır. Yapılan çalışmalar ve testler sonucunda, bedelsiz bölünme açıklamalarının hisse senedi fiyatları üzerinde etki yaptığına dair önemli bir bulgu bulunamamıştır.¹¹

Bu çalışmada, 1989-1993 tarihleri arasındaki hisse senedi şeklinde temettü ilanının hisse fiyatlarına etkisi de incelenmiştir. Yapılan çalışmada 1989-93 döneminde İMKB’ da hisse senedi şeklinde temettü ilan günlerinde sınırlı bir ilan etkisi tespit edilmiştir.

Yapılan testler sonucu, önemli normal üstü getiri tespit edilmemesine rağmen, 40 hisse senedi şeklinde temettü analizinde sadece ilan günü öncesi ve ilan gününde istatistiksel olarak sıfır olmayan normal üstü getiri elde edildiği tespit edilmiştir.

Diğer bir çalışma Muradoğlu ve Aydoğan tarafından 1998’de yapılmıştır. Bu çalışmada Türkiye’de ilanlardan kaynaklanan fiyat değişimleri, hisse bölünmeleri ve hisse senedi şeklinde temettüler, Türk Sermaye Piyasasının 3 farklı gelişim seviyesi incelenerek araştırılmıştır. Çalışmada, bölünme gününden 30 gün önce ve sonrasındaki normal üstü ve kümülatif normal üstü getiriler üzerinde durulmuş ve sonuçta piyasa geliştikçe yönetimin kararlarına bağlı fiyat tepkilerinin azaldığını tespit edilmiştir. Ayrıca

¹¹ Arzu Türksoy ÖZOĞUZ: "Stock Dividend Announcements and Stock Returns: An Empirical Analysis", Koç Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Master Tezi, İstanbul, 1996.

hisse bölünmesindeki fiyat tepkilerinin İMKB' daki yatırımcıların değişiminden kaynaklandığı sonucuna ulaşılmıştır. Sonuçta, hisse bölünmesi ile İMKB' na yeni küçük yatırımcıların girişi işlem hacmini artırmaktadır.

Hisse bölünmesine piyasanın tepkisini anlamak için, bölünme öncesi dönem boyunca önemli fiyat değişimleri ve aynı dönemdeki normal üstü hacim değişimleri incelenmiştir.

Sonuçta, bölünme öncesi dönem boyunca değer yükselişi olduğu tespit edilmiştir. Fakat, bu artışın firmayla ilgili olumlu bilgilerden kaynaklandığına dair bir delil bulunamamıştır. Bölünme öncesi dönem boyunca önemli ortalama normal üstü getiri ve ortalama normal üstü hacim değişimleri, hisse bölünmesine karşı, Türk yatırımcıların ilgisinin firmanın büyüme beklentilerinden ayrı olduğunu göstermiştir.¹²

Fiyatla benzer şekilde bölünmeden sonra işlem hacmindeki ani düşüş, Türkiye'deki optimal işlem hacmi hipotezi hakkındaki soru işaretlerini artırmaktadır. Azalan hacim ve düşen fiyatla, uygun fiyat aralığına bağlı yaygın yatırımcılar hakkında konuşmak zordur.

Mehmet Fatih Tatari' nin 1999 yılında yaptığı çalışmada, hisse senedi şeklinde temettü dağıtımında hisse fiyatlarının, ilan tarihine kadar sürekli çizgisel bir trend izlediği tespit edilmiştir. Piyasadaki yatırımcılar hisse senedi şeklindeki temettüye ilan tarihine kadar kayıtsız kalmaktadırlar. Piyasa, olay gününden sonra yeni bir denge fiyatı oluşturmaya başlamaktadır.

Hisse senedi şeklinde temettü dağıtımında bilgi sızıntısının olmadığını söyleyebiliriz. Yatırımcılar hisse senetleriyle, onların hisse senedi olarak

¹² Tarkan GÜYÜK: "The Signaling of Management About Their Companies' Performance Through Bonus Issues", Bilkent Üniversitesi İşletme Enstitüsü, Master Tezi, , Ankara, 1998.

dağıtılacak temettü tutarlarını öğrendikten sonra daha fazla ilgilenmezler. Yeni denge fiyatı olay gününden sonra hemen oluşur.¹³

Temettü tipine bakmaksızın piyasa, ilan tarihinden sonra negatif yönde tepki vermektedir. Bu tepki, piyasada yeni denge fiyatının oluşumundan kaynaklanmaktadır.

Hisse senedi şeklinde dağıtılan temettünün tepkisi nakit temettü dağıtımından daha keskin olmaktadır. Bu keskin harekette, yatırımcıların hisse senedi şeklinde temettü dağıtımı hakkındaki olumsuz görüşleri nedeniyle oluşmaktadır.

Uluslararası piyasalara göre, İMKB' nin henüz olgunlaşmamış olmasından dolayı, İMKB' daki ortalama yatırımcı seviyesi yabancı piyasalara göre hala azdır. Yatırımcılar, özellikle de yerel olanlar, söylentilere ve kulaktan dolma bilgilere göre kararlar alabilmektedir.

Sonuçta, Türkiye'de hisse bölünmesi likiditenin artırılması için veya yatırımcılara değerli bilginin aktarılması için, daha çok spekülatif bir araç gibi kullanılmaktadır.

3.1.2.2. Yurtdışında hisse senedi şeklinde temettü ödemelerine ilişkin yapılan çalışmalar

Grinblatt, Masulis ve Titman hisse fiyat değişimlerini, önerilen bölünme ve hisse senedi şeklinde dağıtılacak temettü önerilerinin ilan dönemleri için incelemiştir. Araştırmalarında 1967-76 yıllarındaki veriler kullanılmıştır. Çalışmalarında hem 0 hem de 1 gününün getirilerini bilginin piyasaya ulaşma

¹³ Mehmet Fatih TATARİ: "Analysis of Cash vs. Stock Dividend Announcement's Effect on Stock Prices in Istanbul Stock Exchange", Marmara Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü İngilizce İşletme Anabilim Dalı İngilizce Muhasebe Finansman Bilim Dalı Yüksek Lisans Tezi, İstanbul, 1999.

süresini doğrulamak için incelemişler ve 0 ve 1 gününün getirilerinin tipik ilan sonrası getiri gibi aynı ifadeye sahip olduğunu test etmişleridir. Sonuçta, hisse fiyatları üzerinde olumlu ilan etkisini tespit etmişlerdir.

Eades, Hess ve Kim 1984'te 1962-1980 dönemindeki çalışmaları sonucunda hisse bölünmesi ve hisse senedi şeklinde temettü için önemli pozitif getiri olduğunu ve vergilendirilmeyen nakit temettüler için önemli negatif getiri olduğunu tespit etmişlerdir.¹⁴

Grinblatt, Masulis ve Titman 1984'te bölünme ve hisse senedi şeklinde temettü ilanlarının değerlendirme etkilerini analiz etmişlerdir. Analiz sonucunda, bölünme ilanlarında firmanın hisse fiyatlarında önemli artış bulunmuştur. Bu artış, kısmen olması yakın nakit temettü artışıdaki tahminden kaynaklanabilir. Diğer bir analiz sonucunda, ilan öncesindeki 3 yıl boyunca hiç temettü ödememiş bazı firmaların benzer fiyat davranışları olduğu sürece, hisse dağıtımının, firmanın gelecekteki nakit akışlarıyla direk olarak ilişkili bilgi içerdiği ortaya çıkmıştır.

Lakonishok ve Lev 1987'de firmaların neden bölünmeyi ve hisse senedi şeklinde temettüyü tercih ettiklerini ve neden piyasanın bu dağıtımlara olumlu tepkiler verdiğini araştırmıştır¹⁵. Çalışmalarında hipotezlerini 2 gruba ayırmışlardır: sinyal ve optimal fiyatlama.

Sinyal hipotezine göre, sinyal aracının doğru olması için yanlış sinyaller göndermeyle ilişkilendirilmiş bir tutar olmalıdır. Ortalama performansın üzerindeki firmaların sinyal kararlarını örnek almak için ortalama beklenen performanslarının altındaki firmaların bir bedele maruz olmaları gerekir.

¹⁴ Bülent KARAAĞAÇ: "Dividend Announcement Effect on the Value of the Firm", Bilkent Üniversitesi İşletme Enstitüsü Master Tezi, Ankara, 1997.

¹⁵ Tarkan GÜYÜK: "The Signaling of Management About Their Companies' Performance Through Bonus Issues", Bilkent Üniversitesi İşletme Enstitüsü, Master Tezi, Ankara, 1998.

Optimal işlem hacmi hipotezi için, bölünmeler küçük yatırımcıları çeker ve işlem hacminde artışa sebep olur. Sinyal hipotezini test etmek için iki kriteri analiz etmişlerdir: gelirlerdeki ve nakit temettülerdeki büyüme. Hisse başına gelir/fiyat oranını piyasaların gelecekteki gelirlerdeki büyüme beklentilerini yansıttığı sürece test örneği için kullanmışlardır.

Yaptıkları çalışma sonucunda, hisse bölünmesinin temel amacının, hisse fiyatlarını normal işlem hacmine getirmek olduğu tespit edilmiştir. Fiyat düzeltme hareketi, sinyal hareketinden çok verilerden kaynaklanmaktadır.

Hamish D. Anderson, Lawrence C. Rose, Steven Cahan 'ın yaptığı çalışmada, New Zealand' daki hisse senedi şeklinde temettünün temettüsüz işlem tarihindeki etkisi, 1983-2000 dönemi için incelenmiştir. İşlem maliyeti teorisine göre, bazı yatırımcılar, hisse senedi şeklinde temettüyü, lot altı hisse parseli olarak tutulmasını, yüksek işlem maliyeti doğuracağından istemezler. Bu yüzden bu yatırımcılar temettüsüz işlem tarihinden sonraya kadar bu hisseleri almayı ertelerler.

Bu çalışmada vergisiz hisse senedi şeklinde temettü dağıtımı, lot altı parseller için ekstra maliyet olduğu durumda incelenmiştir. İnceleme sonucunda, lot altı işlem maliyetleri dönemi boyunca hisse senedi şeklinde temettü için temettüsüz işlem tarihinde önemli pozitif getiri tespit edilmiştir. Ayrıca, lot altı dönem boyunca hisse senedi şeklinde temettü büyüklüğü, temettüsüz işlem tarihi getirileriyle ilişkilidir. Fakat lot altı işlem maliyetleri kesildikten sonra hisse senedi şeklinde temettü ihracı için hiçbir önemli normal üstü getiri bulunamamıştır.¹⁶

¹⁶ Hamish D. ANDERSON, ROSE Lawrence C., CAHAN Steven: "Odd-lot costs and taxation arguments for the ex-date price effects of stock dividends", Department of Finance Banking and Property, College of Business, Massey University, New Zealand, 31.

Balasingham Balachandran ve Sally Tanner 'in 2001 yılında yaptığı çalışmada, Avustralya firmalarının, bedelsiz hisse senedi ihracı (Amerika'da hisse senedi şeklinde temettü ve İngiltere'de hisse senedi ihracı) ilanına hisse senedi fiyat tepkileri incelenmiştir. Bedelsiz ilan günü ve sonraki günde fiyat tepkileri istatistiksel açıdan önemli ve pozitifdir. Bedelsiz ilanına fiyat tepkileri, bedelsiz miktarıyla ve ilan öncesi etkilerle ilişkilidir¹⁷.

Sonuçlar, finansal olmayan endüstri firmaları ve madencilik firmalarının, bedelsiz ilanına finans firmalarından daha güçlü fiyat tepkileri olduğunu göstermiştir. İlan öncesi dönemde pozitif etki sadece finansal olmayan endüstri firmalarında ve finans firmalarında gözlenmiştir. Önemli ilan sonrası etki ise sadece finansal firmalarda gözlenmiştir.

Finans literatüründe, hisse senedi şeklinde temettü ve hisse fiyatları arasındaki ilişkiyi incelemiş birçok çalışma vardır. Bir kısmı Amerika'da yapılmış çalışmalara göre hisse senedi şeklinde temettü ilanı genellikle piyasada pozitif etki oluşturmuştur.

3.1.3. Hisse Senetlerinin Nominal Değerinin Azaltılması ve Sayısının Artırılması Yoluyla Temettü Dağıtımı (Stock Split)

Hisse senedi bölünmesi, pay senetlerinin nominal değerinin belli bir oranda azaltılarak sayılarının artırılmasıdır. Örneğin, pay senedinin nominal değeri 1/2 oranında azaltılmış ise, ortaklar ellerindeki her bir senedin karşılığında iki senet alırlar. Böylece pay senedinin nominal değeri düşmüş olsa dahi, aynı oranda senetlerin sayısı arttığından pay sahiplerinin sermaye içindeki ortaklık payları değişmeyecek, dolayısıyla öz sermaye miktarında da

¹⁷ Balasingham BALACHANDRAN ve TANNER Sally: "Bonus Share Issues and Announcement Effect: Australian Evidence", Department of Accounting and Finance, Monash University, Australia, 2001.

herhangi bir değişiklik söz konusu olmayacaktır.¹⁸ Bu işlemde de, fiyatı yüksek bulunan hisse senedinin fiyatının düşmesi sağlanarak likit hale getirilmesi amaçlanmaktadır.

Hisse bölünmelerinin yatırımcı gelirlerinde yada yatırım değerlerinde genellikle açık bir etkisi olmasa da, bölünme zamanlarındaki beklenmeyen fiyat değişimleri genellikle rasyonel yatırımcıların, bölünmeden ziyade firmaların kazanma gücündeki değişimlere tepkilerinden kaynaklanmaktadır. Etkin bir piyasada, yatırımcılar, hisse bölünmesiyle ilgili bilgiler önceden haber verildiği için ilandan önce, yakında gelecek hisse bölünmeleri için ayarlama yaparlar.

Bulgular, bölünen pay senetlerinin uzun vadede diğer senetlere nazaran daha fazla değer kazandığını göstermektedir. Bunun sebebi muhtemelen, bu tür senetlerin, yüksek oranlarda kazanç ve temettü sağlaması nedeniyle devamlı büyüyen nitelikte olmasıdır.¹⁹ Gerçekten de, bölünmeden sonra nakit temettü oranı düşürölse de, ortaklar bölünmeden önceki duruma nazaran daha fazla nakit temettü alabilme imkanına sahip olmaktadır. Rakamlarla örneklersek, 100 adet pay senedine sahip bir ortağın kazancı Tablo 3.1'de verilmiştir.

¹⁸ Y. Bora ENHOŞ: "Temettülerin Hisse Senedi Fiyatları Üzerine Etkisi ve İ.M.K.B' sında Bir Uygulama", Gazi Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Muhasebe – Finansman Bilim Dalı, Master Tezi, Ankara, 1991, 20.

¹⁹ G. Harry GUTHMAN, DOUGALL E. Herbert: Corporate Financial Policy, Englewood Cliffs, Prentice-Hall, 1962, 612.

Tablo 3.1 Temettü ödeme şekillerine göre pay sahibinin kazancı

Nakit Temettü	(pay başına 100 TL temettü) 100 * 100= 10.000 TL temettü alır.
Hisse Bölünmesi	(2/1 oranında) 100 * (2/1) =200 hisse senedi (1 hisse senedinin piyasa fiyatı 100 TL ise) 200 * 100= 20.000 TL.
Hisse Senedi Şeklinde Temettü	(pay başına 2 hisse senedi) 100 * 2=200 hisse senedi (1 hisse senedinin piyasa fiyatı 100 TL ise) 200 * 100= 20.000 TL.
Hisse Senedinin Geri Satın Alınması	(2 hisse senedinden 1'inin geri satın alınması) 100 * (½)= 50 (1 hisse senedinin piyasa fiyatı 100 TL ise) 50 * 100=5000 TL geri satın alma için ödenen tutar
Melez Temettü	(%50 nakit, %50 hisse senedi şeklinde temettü) (Pay başına 50 TL temettü ödenirse) 50 * 100=5000 TL nakit temettü ödenir. (1 hisse senedinin piyasa fiyatı 100 TL ise) 50 * 100= 5000 TL hisse temettüden kazancı 5000+5000=10000 TL toplam kazancı

Sinyal hipotezine göre hisse bölünmesi yatırımcılar için iyi haberdır. Firmalar gelirlerinin artacağını ve buna bağlı olarak hisse fiyatlarının

yükseleceğini düşündüklerinde, hisse bölünmesine giderler. Hisse bölünmesi ilanı, piyasa analistleri tarafından firmanın gelecekteki nakit akışlarını yeniden değerlendirmesini tetiklerler. Bu yaklaşımın ise aşırı değerlenmiş firmalardan ziyade az değerlenmiş firmaları daha çok ilgilendireceği açıktır.²⁰

Hisse bölünmesi genellikle aşırı değerlenmiş hisselerinin fiyatlarının düşmesi için yapılmaktadır ancak Türkiye’de hisse fiyatları şu an oldukça düşük değerlenmektedir. Türkiye’de son yıllarda yapılan bölünmelerin, küçük bir yatırımcı kitlesine hitap eden İMKB’ nda ki firmaların daha büyük yatırımcı kitlelerine ulaşmasını sağlamak için yapıldığı düşünülmektedir. Bu sayede işlem gören hisselerin işlem hacimleri artarak likiditesi artacaktır.

Tablo 3.2 incelendiğinde İMKB’ nda işlem gören firma sayısının ve dolayısıyla işlem hacminin, ayrıca piyasa değerinin diğer ülke borsalarına oranla ne denli düşük olduğu açıkça görülmektedir. Ayrıca bazı ülkelere göre firma sayısı fazla olmasına rağmen piyasa değeri oldukça düşüktür. Bu da İMKB’de firmaların ne denli düşük değerlendirildiğini göstermektedir. Örneğin İMKB’de 2003 yılında 285 firma işlem görmektedir. Bu firmaların toplam piyasa değeri 68.379,2 Milyon ABD\$’dır. İtalya’da aynı yıl 279 firma işlem görürken, piyasa değerleri toplamı 614.841,6 Milyon ABD\$’dır.

²⁰ Tarkan GÜYÜK: "The Signaling of Management About Their Companies' Performance Through Bonus Issues", Bilkent Üniversitesi İşletme Enstitüsü, Master Tezi, , Ankara, 1998.

Tablo 3.2 Avrupa, Afrika ve Orta Doğu Borsalarının Karşılaştırması²¹

Avrupa, Afrika ve Orta Doğu Borsalarının Karşılaştırması						
Borsa	Sayısı		Piyasa Değerleri (Milyon ABD\$)		İşlem Hacmi (Milyon ABD\$)	
	2002	2003	2002	2003	2002	2003
Atina	314	340	67.061,7	106.643,7	23.511,7	4.075,8
Budapeşte	49	51	12.988,9	16.662,9	5.943,2	751,3
Kopenhag	201	195	76.749,9	121.641,0	53.100,8	6.149,4
Almanya	934	866	686.013,5	1.079.026,2	1.207.977,1	113.381,9
Euronext	RMD ²²	1.392,0	1.538.654,2	2.076.410,2	1.987.199,1	162.500,0
Helsinki	149	145	138.832,6	170.292,3	178.596,4	13.964,4
İrlanda	76	66	59.937,7	85.070,4	33.532,2	3.288,8
İstanbul	288	285	34.216,7	68.379,2	70.767,0	17.438,4
İtalya	294	279	477.075,0	614.841,6	636.821,2	68.730,3
Johannesburg	451	411	181.998,3	260.748,3	78.999,9	9.325,8
Slovenya	135	134	5.577,9	7.134,1	1.538,9	155,0
Londra	2.824	2.692	1.785.198,8	2.425.822,0	3.998.461,6	322.432,3
Lüksemburg	244	242	24.550,5	37.333,2	491,0	46,8
Malta	13	14	1.374,7	1.850,4	48,1	7,8
Oslo	204	180	64.169,8	95.919,9	56.057,8	7.557,8
İspanya	3.015	3.223	461.559,6	726.243,4	654.743,3	110.979,5
Stokholm	297	282	179.117,4	320.036,3	277.494,7	27.060,0
İsviçre	398	419	612.667,1	727.102,8	600.067,4	41.116,2
Tahran	307	345	11.760,6	27.544,2	2.070,2	994,6
Tel-Aviv	624	577	42.131,5	70.169,1	12.702,9	2.829,4
Viyana	129	125	33.578,1	56.522,5	6.142,2	1.058,3
Varşova	202	189	28.380,4	37.020,3	7.801,0	1.618,6

Sonuçları bakımından hisse senedi olarak temettü dağıtımına benzeyen, sadece muhasebe kayıtları açısından farklılık gösteren hisse senedi bölünmesi de temettü kararları içinde yer alan bir alternatiftir.

²¹ İMKB Şirketler Yıllığı 2003, 108.

²² RMD: Rakam mevcut değil

3.1.3.1. Türkiye’de hisse bölünmesine ilişkin yapılan çalışmalar

Tarkan Güyük’ün 1998 yılında yaptığı çalışmasının amacı, Türkiye’de sinyal hipotezine bağlı olarak bilginin bedelsiz hisse bölünmesi yolu ile iletilebildiği varsayımının araştırılmasıdır. Çalışmada, 1995-1997 dönemi içindeki sanayi şirketlerine ait tüm bedelsiz sermaye artırımları incelenmiştir.

Yapılan araştırmalarda genellikle hisse bölünmeleri 3 ayrı hipotezle açıklanmaya çalışılmıştır. Birinci hipotez, hisse bölünmesinin hisse fiyatını optimal bir düzeye getirip, düşük ekonomik koşullardaki yatırımcılar tarafından bile yatırım yapılmasını sağlamaktadır. Diğer hipotez sinyal hipoteziyle bağlantılı olarak, firma yöneticileri olumlu ve sürekli bilinmeyen bilgileri hisse bölünmeleri aracılığıyla piyasaya iletirler. Son teori ise, yöneticiler hisse bölünmelerini yatırımcıları hareketlendirmek ve firma değerini yeniden düzenlemeleri için kullanırlar.

Bu hipotezlere göre, hisse senetlerinin piyasada yaygın olarak işlem görmesini isteyen anonim şirketler, hisse bölünmesini tercih ederler. Hisse bölünmesi yatırımcı grubunun genişlemesini, daha az tutarlarda yatırım yapabilecek yatırımcılarında bu hisseleri tercih etmesini sağlar. Bu durumun ayrıca ters etkileri de olabilir. Profesyonel yatırımcılar olumlu ortamın bulunduğu piyasada çok değerlendirilmiş hisselerini satıp, kar elde etmek isteyebilir. Ayrıca hisse bölünmeleri aslında geniş bir kaynak oluşturur ve İMKB gibi spekülâtif piyasalarda, firma hisselerine ilgiyi azaltan firmanın daha sonra hantal bir performans göstermesine sebep olur. Diğer bir handikap ise, yatırımcılar ellerindeki hisseleri bölünme olmadan daha kolay satabileceklerini düşünürler.

Örnekleme Analizi yöntemi ile yapılan çalışma hisselerin bölünme tarihinden 30 gün öncesi ve sonrasına kadar ki süre içerisinde normalin üzerindeki pozitif getiriler ile şirketlerin bölünme yılı başındaki ve sonundaki

Net Satış ("NS"), Hisse Başı Kazanç ("HBK") ve Kazanç Başı Fiyat ("KBF") rakamları arasındaki korelasyona bakmaktadır.

Çalışma sonuçları, bölünme öncesindeki günlerde ortalama normalin üzerindeki pozitif getirileri desteklerken, bu getiriler ile seçilen finansal göstergeler arasında bir ilgi olmadığını göstermektedir. Bu bulgu, sinyal hipotezine bağlı olarak, bilginin bedelsiz hisse bölünmesi yolu ile iletilebildiği varsayımı ile çelişmektedir.²³

Eğer sinyal hipotezi doğruysa o zaman, bölünme dönemlerinde önemli getiri elde eden firmalar satışlardaki büyüme oranında artış ve/veya hisse başına gelirler oranlarında kesin pozitif değişimler olmasını beklerler. Fakat yapılan incelemede firmanın finansal performansı ile bölünme dönemindeki normal üstü getiri arasında bir ilişki tespit edilememiştir. Bu sonuç ise, Türkiye'deki Sermaye Piyasasında sinyal hipotezinin varlığı konusunda soru işaretlerini arttırmaktadır.

Son olarak da bölünme gününden 30 gün önce ve sonrasında ticaret hacmindeki değişim incelenmiştir. Sonuçta, hisse bölünmesi öncesindeki 10 günlük dönem boyunca hisselerin işlem hacmindeki artışta önemli değişimler olduğu tespit edilmiştir.

Ömer G. Güven 1997'de yaptığı çalışmada, İMKB' da 36 firmanın 1989-94 yıllarında 55 hisse bölünmesi işlemini incelemiştir. Bölünmeye piyasa etkisinin ölçülmesi için bölünmeden 6 ay önce ve 6 ay sonraki normal üstü hisse fiyatı getirileri kullanılmıştır.²⁴

²³ Tarkan GÜYÜK: "The Signaling of Management About Their Companies' Performance Through Bonus Issues", Bilkent Üniversitesi İşletme Enstitüsü, Master Tezi, Ankara, 1998.

²⁴ Ömer G. GÜVEN: "Kar dağıtım Politikalarının Şirket değerine Etkisi ve Hisse Senedi Değerleme Modelleri", Karadeniz Teknik Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü İşletme Anabilim Dalı Master Tezi, Trabzon, 1997.

Yapılan çalışma sonucunda hisse bölünmesinin herhangi önemli pozitif veya negatif kümülatif normal üstü getirisi tespit edilmemiştir. Bazı hisseler pozitif getiri elde ederken bazıları negatif getiri elde etmiştir. Bu sonucun çıkmasının sebepleri Türk Sermaye Piyasasının bazı gerçeklerine dayanmaktadır. Bunlar;

- Sermaye piyasasının derinliğindeki eksiklik
- Halka açık şirketlerdeki haberleşme ağının eksikliği
- Yüksek enflasyonist bir ortamda doğru yatırım kararları almanın zorluğu

Ayrıca çalışma göstermiştir ki, daha itibarlı firmaların hisse bölünmelerine piyasa olumlu tepki vermekte, bölünmeden elde edilen gelirin olumlu projelerde değerlendirileceğine inanılmaktadır. Diğer taraftan, piyasa az itibarlı firmaları hisse bölünmesine gittiklerinde cezalandırmakta, firmanın nakit miktarını arttırmak için hisse bölünmesine gitmesini son bir şans olarak algılamaktadır.

M. Emin Özer' in 1992 yılında yaptığı çalışmada, bedelli ve bedelsiz sermaye arttırmalarının hisse senetlerinin fiyatları üzerindeki etkisi, pazar modeli çerçevesinde incelenmiştir. Çalışmada, Ocak 1990 dan başlayarak Aralık 1991 e kadar iki yıllık bir dönemde 68 olay incelenmiştir.

Çalışma sonucunda, bedelli ve bedelsiz artırıma piyasanın tepkisi zayıftır. 80 günlük dönem boyunca negatif normal üstü getiri oluşmaktadır. Piyasanın etkinsizliğine bağlı olarak analiz edilen dönemin sonunda önemli normal üstü (eksi) getiri vardır.

Genelde bedelli ve bedelsiz artırımdan, negatif normal üstü getiri oluşmaktadır. Yüksek oranda bedelli-bedelsiz artırım yapmak negatif getiri

seviyesini yükseltmektedir. Yüksek oranda artırım, piyasa tarafından uygun bulunmamaktadır.²⁵

3.1.3.2. Yurtdışında hisse bölünmesine ilişkin yapılan çalışmalar

Fama, Fisher, Jensen ve Roll 1969'da ve Charest 1978'de hisse bölünmesi teklif, onay ve gerçekleşme günlerinde hisse fiyat değişimlerini incelemiştir. Bu çalışmada aylık veriler ve potansiyel etkili ilanlarla birlikte hisse bölünmesi ilanları kullanılmıştır. Daha sonra Grinblatt, Masulis ve Titman 1984'te yaptığı çalışmalarda günlük fiyatları kullanmış ve ilan etkisinin önemini etkileyecek etkenler kontrol edilmeye çalışılmıştır.

Ball, Brown ve Finn 1977'de Avustralya'da 1960-69 yılları arasında aylık verileri kullanarak hisse kapitalizasyon değişim (bedelsiz, hisse bölünmesi) ilanlarında hisse fiyat tercihlerini incelemiştir. Çalışmalarında bedelsiz ilanını kapsayan 13 ayda, %20,2'lik bir getiri elde edildiğini belirlemişlerdir. Ne var ki, ilan döneminde fiyatlarda istatistiksel açıdan önemli bir değişim gözlenmemiştir.

Lamoureux ve Poon 1987'de vergi tercih modeli adı altında büyük bölünmelerin ilanlarından sonraki normal üstü getirileri incelemiştir. Bölünme ilanını takiben, işlem gören hisse sayısı artacaktır. Hacimdeki artış hisselerin getiri sürecinde de artışa sebep olacaktır. İşlemlerdeki artış hisselerin vergi seçme değerini artırır ve bu hisse bölünmesindeki ilan etkisini oluşturan değerdir. Bu teori hisse sahiplerinin sayısında önemli artış olduğunu ve bu artışın bölünme ilanındaki işlem hacmindeki artışa ve likiditedeki azalışa rağmen olduğunu açıklamaktadır.

²⁵ M. Emin ÖZER: "A Study on the Adjustment of Stock Prices to the Stock Dividend Rights Offerings Events" , Boğaziçi Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Master Tezi, İstanbul, 1992.

Hisse bölünmesini takiben likiditedeki azalış Defeo ve Jain tarafından incelenmiştir. Bu çalışmada, Lamoureux ve Poon 1987'de araştırdığı konu ile aynı konu ele alınmış ancak onların çalışmasının tersine, örnek gruptaki finansal yöneticilerin %98'i hisse bölünmesinin hisse likiditesini arttırdığını belirtmiştir.

Arbel ve Swanson'un 1984-87 döneminde 103 saf bölünme ilanı incelemelerinde, bölünme ilanlarına piyasa tepkisinin bilgili hisselerle oranla eksik bilgili hisselerle daha güçlü olduğunu tespit etmişlerdir. Bilgili hisselerle oranla eksik bilgili hisselerin tam sinyal etkisinin yakalanması için piyasa reaksiyonu uzun zaman alır.²⁶

Brennan ve Copeland 1988'de, bölünmenin, yöneticilerin özel bilgilerinin sinyali olduğu hisse bölünme davranışları hakkında bir model oluşturmuştur. Çalışmanın sonucunda, hisse bölünmesinin yatırımcılara, yöneticilerin özel bilgileri hakkında yararlı bir sinyal verdiğine dair bulgular tespit edilmiştir. Ayrıca çalışmaları sonucunda, Lakonishok ve Lev' in çalışma sonuçlarının aksine, hisse bölünmesinin ortalamadaki hisse fiyatını, örnek gruptaki bölünmeyen hisselerin ortalama fiyatına geri getirmediğini tespit etmişlerdir.

McNichols ve Dravid 1990'da gelecekteki gelirler hakkında aktarılan özel bilgi ve yönetimin bölünme faktörü hakkındaki seçimi arasındaki korelasyona bakmışlardır. Çalışmalarında 3 farklı test uygulamışlardır. İlk test yönetimin gelecekteki gelirler hakkındaki özel bilgiyi yansıtan bölünme faktörüyle ilgili seçimidir. İkinci test, gelirler ve bölünme faktör sinyali arasındaki ilişkiyi incelemiştir. Üçüncü test ise, yatırımcıların firmanın değeri hakkındaki inanışların revizyonu ile firmanın gelecekteki gelirleri arasındaki ilişkiyi incelemiştir.

²⁶ Said ELFAKHANI, LUNG Trevor: "The effect of split announcements on Canadian stocks", *Global Finance Journal* 14, 2003, 197-216.

İlk test sonucunda, firmaların gelecekteki gelirleri hakkındaki özel bilgileri bölünme faktörlerini seçmeyle birleştirmektedirler. İkinci test sonucunda, ilan gelirleriyle bölünme faktör sinyalleri arasında güçlü istatistiksel ilişki tespit edilmiştir. Bu sonuç ise, yatırımcıların firma değerini bölünme seçimine göre değerlendirmektedir. Üçüncü test sonucunda, yatırımcılar bölünmeye bağlı olarak firma değeri hakkındaki görüşlerini tekrar gözden geçirirler. Fakat, gelecekteki gelirler hakkındaki tahmindeki hata payı bölünmenin diğer değerlendirme vasıfları hakkında sinyal verdiğini ve gelecekteki gelirlerle ilişkili olduğunu düşünölemeyeceğini göstermiştir. Ayrıca bulunan sonuçlar Lakonishok ve Lev' in işlem hacmi yaklaşımını desteklemiştir.

Kryzanowski ve Zhangis'in 1991'de yaptığı çalışmada, Kanada hisseleri için bölünme ilan günlerinde kümülatif anormal getiri pozitifdir. Bu anormal getirinin neden oluştuğuna ilişkin yapılan incelemelerde, tüm Kanada örneklerinin şaşırtıcı likidite ve sinyal etkisi sağladığı belirlenmiştir.

Sonuçlar, Kanada piyasasında, bölünmeyi takip eden dönemde işlem sayısının arttığını göstermektedir. Bu artış istatistiksel olarak önemlidir. Hisse bölünmesi ilanını takiben işlem hacmi artar ve alım satım fiyatları farkı azalır. Bu sonuçlar bölünme olaylarının likiditeyi arttırdığını göstermektedir. İşlem hacminin artışı ve fiyat farkının azalması bölünme ilanının hisse hakkında iyi bilgi verdiğinin sonucu olabilir.²⁷

Lev' in çalışmasıyla çelişen diğer bir çalışma Ikenberry, Rankine ve Stice tarafından 1996'da yapılmıştır. Çalışmalarında, ilk yıl ve ilk üç yılda bölünme sonrası dönemde önemli getiriler tespit etmişlerdir. Yöneticiler firmalarının geleceği hakkında bilgiye sahip oldukları sürece, firmanın şimdiki

²⁷ Said ELFAKHANI, LUNG Trevor: "The effect of split announcements on Canadian stocks", *Global Finance Journal* 14, 2003, 197-216.

ve gelecekteki değeri hakkında iyi bilgiyi aktarmak için hisse bölünmesini ilan ederler. Çalışmalarında işlem hacmi hakkında da bazı bulgular elde etmişlerdir. Çalışmalarında bölünmelerin genellikle hisselerin aşırı değerlendirildiğinde yapıldığı tespit edilmiştir. Bölünmeler hisse fiyatlarının düşmesini sağlar. Yöneticilerin bölünme kararları, firmanın gelecekteki performansı hakkındaki beklentilerine bağlıdır.

Diğer bir çalışmada, Easley, O' Hara ve Saar tarafından 1998'de yapılmıştır. Bölünmenin hisse senedi likiditesini nasıl etkilediğini, bilgili ve bilgisiz işlem oranlarıyla ilgili fikir sağlayarak açıklamışlardır. Bölünme sonrası işlem sürecini ölçmek için algorithms kullanmışlar, daha sonra bölünmenin hisselerin bilgisel asimetrisi üzerindeki etkisini hem bölünme öncesi hem de sonrası işlemle ilgili bilgi olasılığını hesaplayarak ölçmüşlerdir. Sonuçta, işlem maliyeti bilgisiz hisselerin likiditesi üzerinde ters etki oluşturan işlemciler için artmaktadır.

Bu sonuç, Angel' in 1997'de öne sürdüğü optimal borç ölçüsü hipoteziyle çelişmektedir. Angel hipotezinde, bölünmeyle oluşan hisselerin dağıtımındaki artış, likidite sağlayanlarla büyük ortaklıkları teşvik eder ve bu artmış likidite hissenin baştan başa yapışını artırır.²⁸

Avraham Kamara, Jennifer Lynch Koski' nin 2001 yılında yaptığı çalışmada, hisse bölünmesinde ticaret faaliyeti, getiri değişkenliği ve otokorelasyon arasındaki ilişki incelenmiştir. İlk incelemede, bölünmeden sonra değişkenlik ve küçük işlem sayısında önemli artışlar belirlenmiştir. Bu 2 etki birbiriyle pozitif ilişkilidir. Bölünmeden sonra otokorelasyondaki önemli gerileme, küçük işlem sayısındaki değişimle ilişkilidir. Tersine bölünmeyen

²⁸ Tarkan GÜYÜK: "The Signaling of Management About Their Companies' Performance Through Bonus Issues", Bilkent Üniversitesi İşletme Enstitüsü, Master Tezi, Ankara, 1998.

firmaların kontrol örnekleri için değişkenlik ve otokorelasyondaki değişimin küçük ticaret değişimleriyle ilişkili olmadığı belirlenmiştir.²⁹

Said Elfakhani, Trevor Lung' un 2002 yılında yaptığı çalışmada 1977-93 döneminde Kanada Piyasasında hisse bölünme ilanlarına piyasa davranışları ve ilandan 2 yıl önce ve sonraki etkisi incelenmiştir. Yapılan inceleme, ilan gününde ve hisse bölünmesindeki 11 günlük dönemde pozitif anormal getiri olduğunu göstermektedir. Ayrıca sonuçlar, hisse bölünmesinin işlem hacmini ve işlem sayısını arttırdığını ve buna bağlı olarak likiditeyi arttırdığını göstermiştir. Bölünmeyi takip eden 2 yıllık dönemde gelirlerde büyüme meydana gelmiştir. Bu sonuç ise bölünmenin firmanın gelecek performansı hakkında bilgi verdiğini göstermiştir.³⁰

Gow-Cheng Huang, Kartono Liano, Ming-Shiun Pan'ın 2002 yılındaki çalışmasında, hisse bölünme ilanlarının gelecekteki karlılık hakkında bilgilendirici olup olmadığı, gelecek gelir değişimleri, gelecek gelirler veya gelecek normal üstü gelirler ölçülerek incelenmiştir.

Çalışma sonucunda, hisse bölünmesinin, gelecekteki karlılıkla pozitif ilişkili olduğu konusunda küçük bir delil tespit edilmiştir. Ayrıca çalışma sonuçları göstermiştir ki, hisse bölünmesi firmanın gelecekteki gelir beklentileri için faydalı sinyal vermemektedir.³¹

3.1.4. Şirketlerin Kendi Hisse Senetlerini Almaları

Şirketler tarafından yapılan nakit temettü ödemelerinin bir alternatifi olarak da, kendi hisse senetlerini almaları görülmektedir. Şirketler tarafından

²⁹ Avraham KAMARA, KOSKI Jennifer Lynch: "Volatility, autocorrelations, and trading activity after stock splits", *Journal of Financial Markets* 4, 2001, 163-184.

³⁰ Said ELFAKHANI, LUNG Trevor: "The effect of split announcements on Canadian stocks", *Global Finance Journal* 14, 2003, 197-216.

³¹ Gow-Cheng HUANG, LIANO Kartono, PAN Ming-Shiun: "Do Stock Splits Signal Future Profitability", Department of Accounting and Finance Alabama State University, Mayıs 2002.

kendi hisse senetlerinin satın alınması sonucunda piyasadaki hisse senedi miktarı azaltılmakta ve geri almanın firmanın karlarına ters bir etki yapmayacağı varsayımı altında, piyasada kalan senetlerden elde edilecek pay başına kazanç artmış olacaktır. Pay başına kazançta görülen bu artış pay senedinin pazar fiyatının yükselmesi sonucunu doğuracaktır.³²

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 kar 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.

3.1.4.1. Türkiye’de şirketlerin kendi hisse senetlerini almalarına ilişkin yapılan çalışmalar

Türkiye’deki yasal düzenlemelere bağlı olarak firmalar kendi hisse senetlerini geri satın almak suretiyle temettü dağıtımına gidememektedirler. Ayrıca firmaların kendi hisse senetlerini geri satın almaları dolaşımdaki hisse senedi sayısını azalttığı için hisse fiyatlarının da buna bağlı olarak artmasına sebep olmaktadır.

Hisse fiyatlarının dolayısıyla firma değerinin artması firma yöneticileri ve ortaklar tarafından memnuniyetle karşılanmasına ve tercih edilmesine

³² Y. Bora ENHOŞ: a.g.e., 25.

rağmen, yeni ve küçük yatırımcılar tarafından tercih edilmez. Bu durumda zaten katılımcı seviyesi ve dolayısıyla likiditesi düşük sermaye piyasasının daha da gerilemesine sebep olacaktır.

Türkiye'de halka açık firma sayısının az olması ve yatırımcı kitlesinin de sınırlı olması bu dağıtım şeklinin tercih edilmemesine sebep olmaktadır.

3.1.4.2. Yurtdışında şirketlerin kendi hisse senetlerini almalarına ilişkin yapılan çalışmalar

Şirketlerin kendi hisse senetlerini almaları için ödenen miktarın artması ve temettü ödeyen firmaların sayısının azalması firmaların temettü ödeme politikalarının son 50 yıl boyunca değiştiğini göstermektedir.

Şirketlerin kendi hisse senetlerini almaları bugün temettü ödemede önemli bir parçadır. Şirketlerin kendi hisse senetlerini almaları 20. yüzyılın ilk yarısında çok az rastlanmaktaydı ve Lintner 1956'da yaptığı çalışmada ikisini birlikte değerlendirmiştir.

Alan Brav, John R. Graham, Campbell R. Harvey ve Roni Michaely' in 2003 yılında yaptıkları çalışmada, görüşme yapılan yöneticilerin satın almalara büyük önem verdiği belirlenmiştir. Yapılan görüşmeler sonucu %40 firmanın geri satın almanın dolar değerini hedeflerken, %22'si geri satın almayı hedeflememiştir. Sadece %4'ü geri satın alma oranını hedeflemiştir. Son olarak %20'si diğer değişkenleri ve politikaları hedeflemek için geri satın almayı kullanmışlardır. (Örneğin, borç oranı, fazla nakit miktarı)³³

Şirketlerin kendi hisse senetlerini almaları temettülere göre daha esnektir. Yapılan görüşmeler geri satın alma politikasının temettü politikasına oranla daha çok değişken olduğunu göstermiştir.

³³ Alan BRAV: a.g.m., 1-37.

Yöneticilerde temettüye oranla geri satın almada indirimle gidilmesinin piyasa tarafından daha olumlu karşılandığı görüşü vardır. Bu da yöneticilerin kendi hisse senetlerini alma politikasına daha az koruyucu davranmasına izin verir. (çünkü şirketlerin geri satın almalarında olası gelecek indirimler daha az maliyetli olacaktır.) Görüşmelerden, %22,5 yöneticinin geri satın almanın azaltılmasının olumsuz sonuçları olacağına inandıkları ve sadece %24'ünün geçmiş geri satın alma politikasının sürekliliğinin sağlanmasının çok önemli olduğunu düşündüğü tespit edilmiştir.

Temettüye göre geri satın alma politikasının esnekliği, geri satın almaların hızlı büyümesinde önemli bir faktördür. Şirketlerin kendi hisse senetlerini almaları temettüler kadar muhafazakar yönetilmemektedir.

Lintner'in görüşlerine benzer olarak Jagannathan, Stephens ve Weisbach 2000 yılında yaptığı çalışmada, temettü ödemelerinin sürekli nakit akışında artış olduğunda yapılması eğiliminde olmasına rağmen şirketlerin kendi hisse senetlerini almalarının geçici nakit akışındaki artışlarla yapıldığını belirtmiştir. 2/3'den fazla temettü ödeyen firma, gelecek gelirlerdeki istikrarın temettü kararlarını etkileyen çok önemli bir faktör olduğunu belirtmiştir. Benzer şekilde yöneticilerin %65,9'u, gelecek nakit akışlarının istikrarının geri satın alma kararlarını etkileyen en önemli faktör olduğunu belirtmiştir.

Bilançodaki fazla nakit, temettü kararlarından ziyade geri satın alma kararlarını daha çok etkilemektedir. Sadece %30,2 finansal yönetici, ekstra nakit yada likit varlık sahibi olmanın temettü kararlarını etkileyen en önemli faktör olduğunu belirtmektedir. Yüksek borç oranı bulunan firmalar için bu durum önemini kaybetmektedir. Tersine, %60,6 finansal yönetici, geçici nakit, fazla nakit yada likit varlıkların geri satın alma kararlarını etkileyen en önemli faktör olduğunu söylemektedir.

Yöneticiler, geri satın alma politikasını temettü politikasından çok daha esnek olarak görmekte ve geri satın alma kararını, yatırım kararlarını verildikten sonra almaktadırlar. Esneklik isteğine ek olarak, geri satın alma politikasının tercih edilmesinin bazı nedenleri vardır. Bazı yöneticiler geri satın alma kararlarıyla piyasa zamanlaması yapabileceklerine inanmaktadır, böylece yöneticiler hisse fiyatlarının düşük olduğuna inandıklarında geri satın almayı hızlandırırlar. Şirketin finansal yöneticileri, şirketlerin kendi hisse senetlerini almaların hisse başına kazancı nasıl etkilediğinin farkındadır.

Bugüne kadar temettü ödemesi yapmayan ve hisseleri geri satın almayan firmaların, bundan sonra temettü ödemesi veya geri satın alma yapabilecekleri tespit edilmiştir. Ödeme yapmayan firmaların %70'i temettü ödemesine, %50'sinden fazlası geri satın almaya başlamayı hiç planlamadıklarını belirtmiştir. Ancak bugüne kadar böyle bir planlama yapmayan firma yöneticileri, bugünden sonra ödeme yapmayı planlayabileceklerini ve büyük çoğunlukla da geri satın almayı kullanabileceklerini belirtmiştir. Ödeme yapma kararını verdiren en önemli faktörlerin ise, hisselerin düşük değerlenmesi ve fazla nakit ve gelirlerdeki artış olduğu belirlenmiştir.

Yöneticiler, temettülerin ve şirketlerin kendi hisse senetlerini almaların yatırımcılara bilgi aktardığına inandıklarını belirtmişlerdir. Bu bilgi aktarımı akademik anlamdaki bilinen sinyal etkisiyle ilişkili değildir. Yöneticiler temettü ödemesinin firmalarının gerçek değerini ifade eden sinyal olarak kullanılmasını istememektedir. Ayrıca yöneticiler temettü politikalarının firmalarını rekabetten ayırmak için kullanılacağına inanmaktadırlar.

Şirketlerin kendi hisse senetlerini almaların fazla nakdi azaltmak için kullanıldığına dair bazı deliller varken, yöneticilerin temettü politikasını bireysel yatırımcıları hareketlendirmek için kullanıldığına dair hiçbir delil

yoktur.³⁴ Yöneticiler temettünün bireysel yatırımcılar için çekici olduğuna inanmaktadır fakat temettü ve şirketlerin kendi hisse senetlerini almaları kurumlar için eşit çekiciliktedir. Genelde, yöneticiler yatırımcıları arasında kurumsal yatırımcıların oranını değiştirecek bir araç gibi temettü politikasını kullanmak için efor sarf etmezler. Bu yüzden temettü politikasının kurumsal yatırımcıları çekmek için kullanılması muhtemel değildir.

Bilgili yatırımcılar firma hakkında bilgisiz yatırımcılara göre daha iyi bilgi sahibi olduğunda, şirketlerin kendi hisse senetlerini almaların kullanımında bilgili yatırımcılar avantajlı durumda olurlar. Barclay ve Smith 1988'de ve Brennan ve Thakor 1990'da yaptıkları çalışmalarda; bir firma geri satın alma programını ilan ettiğinde, ters seçimin bilgisiz yatırımcılara maliyetinin artacağını belirtmiştir.

Bilgili yatırımcılar hisseler düşük değerlendirildiğinde fiyat teklif ederken yüksek değerlendirildiğinde teklif yapmazlar. Bilgisiz yatırımcılar stratejik hareket etmelerini sağlayacak bilgiye sahip değildir bu da yatırımcıları geri satın almada dezavantajlı duruma sokar. Şirketin elindeki tutar, nakit temettü şeklinde dağıtıldığında, bilgili ve bilgisiz yatırımcılar belirli bir oranda nakit elde ederler. Böylece hiç ters seçim olmaz. Sonuç olarak, bilgisiz yatırımcılar temettüyü şirketlerin kendi hisse senetlerini almaları tercih ederler ve bilgili yatırımcılar geri satın almayı tercih ederler. Çünkü geri satın almada bilgili yatırımcılar bilgisiz yatırımcıların zararı kadar kazanç elde ederler.

Geri satın almayı takiben hisse fiyatlarının ortalamanın üzerine çıktığı ve mevcut hisse sahipleri, bilgili yada bilgisiz, bu programdan kar elde ederler. Yöneticiler en azından bazı bilgili temsilcilerin (yönetici ve idarecilerin) geri satın alma programı boyunca nadiren hisselerini sattıklarını belirtmektedir.

³⁴ Franklin ALLEN, Bernardo ANTONIO, WELCH Ivo: "A theory of dividends based on tax clientele," *Journal of Finance*, 55(6), 2000, 2499-2536.

Yukarıda açıklanan ters seçim hikayesinin, açık piyasa satın almalarından ziyade en iyi satın alma tekliflerine uygulanabileceği anlaşılmaktadır. Fakat en azından son 20 yıldır, şirketlerin kendi hisse senetlerini almaların büyük çoğunluğu satın alma teklifleri değil, açık piyasa şirketlerin kendi hisse senetlerini almalarıdır.³⁵

Yöneticiler yeni olaylardan dolayı hisse fiyatları düşük olduğunda geri satın almayı hızlandırdıklarını belirtmiştir. Firmalar hisselerinin gerçek değerine oranla daha iyi değeri olduğuna inandıklarında geri satın alma yaptıklarını belirtmiştir. Firmaların %86,6'sı bu görüşü desteklemektedir. Bu görüş açısı özellikle küçük firmalar için doğrudur. Tersine, temettü politikası hisse fiyatlarıyla büyük oranda etkilenmemektedir.

Hisse satın almalarının gelecek fiyatlar hakkında bilgi içermesinden dolayı ve böyle zamanlarda piyasada oluşan fiyata nazaran oluşan fiyatın daha fazla bilgi içerdiği görüşünden dolayı yöneticiler daha fazla geri satın almaya hisse fiyatları düşük değerlendirildiğinde gittiklerinde belirtmiştir.

Hisse fiyatları düşüken geri satın almaya gitmek, duruma bağlı bir görüştür. Mali yöneticinin ilk önceliği firmanın çalışması için ihtiyacı olan likiditeyi sağlamaktır. Şirketlerin kendi hisse senetlerini almalar fonların sağlanmasıyla olur. Bazı yöneticiler geri satın alma için en iyi zaman olduğunda yapamadıklarından şikayet ederler ve fazlasıyla geri satın almayı yapacak fon olduğunda hisse fiyatları genellikle yüksektir.

Varlıkların yanlış değerlendirildiği zaman boyunca arbitrajcılar fonları tamamen bağlı tutmakta beceriksiz olabilirler. Bu bakış açısından arbitrajcılar mantıksız oluşan yanlış fiyatlamayı belirleyebilirler. Ne var ki, verilerin sabit

³⁵ Gustavo GRULLON, IKENBERRY David: "What do know about stock repurchase?" *Journal of Applied Corporate Finance*, 13, 2000, 31-51.

olmaması ve yüksek ölçüde olması, onların, yatırımcılara fiyatların yanlış fiyatlandığını yansıtmasına engel olur. Böylece, onlar yanlış fiyatlanma süresi boyunca fonları ele geçiremez ve alıkoyamazlar. Arbitrajcular yöneticilerin oynadığı rolü oynar ve yöneticilerin düşük değeriye hisselerini geri satın alma eğilimi olarak görülebilir.

Arbitraj aktivitesindeki limit, yöneticilerin hisseleri düşük değeriyeğinde genellikle bu işlemleri tamamen yapacak gerekli fonu olmaması durumundan kaynaklanmaktadır. Örneğin, bazı yöneticiler geri satın almaya isteksiz olduklarını söylemektedir çünkü şirketlerin kendi hisse senetlerini almaları için kullanılan nakit düşük borç tahminlerine rehber olabilir. Böylece dış tahmin temsilcileri Shleifer ve Vishny' in yaklaşımındaki rasyonel yatırımcılar için rol oynar. Komplekslik ve bilgi asimetrisine bağlı olarak değeriendirme temsilcileri firmaların nakdi pozitif net şimdiki değeri sağlaması için geri satın almayı kullanabileceği sonucunu çıkaramamaktadır.

Hisse başına geliri ilgili konular geri satın alma kararları için çok önemlidir. %75 katılımcı hisse başına gelirlerdeki artışın geri satın alma kararlarını etkileyen en önemli faktör olduğunu belirtmektedir. Bu kısmen düşük büyüme hızındaki firmalar için önemlidir.

Finansal yöneticiler hisse başına geliri arttırmak için şirketlerin kendi hisse senetlerini almaların arkasındaki sebepten bölünmeye giderler. Yöneticiler şirketlerin kendi hisse senetlerini almaların toplam hisse sayısını azaltacağını ve böylece otomatik olarak hisse başına gelirlerin artacağını belirtmektedir. Diğer taraftan eğer şirketlerin kendi hisse senetlerini almaları kullanılan fonları dışarı çıkarıyorsa sermaye maliyetinden de kurtulur ve bu gelirlere eklenir. Eğer fonlar pozitif getirili yatırımlarda kullanılırsa, geri satın alma hisse başına geliri en azından uzun dönemde azaltır.³⁶

³⁶ Alan BRAV: a.g.m., 1-37.

3.1.5. Melez Temettü

Nakit ve hisse senedi şeklinde temettü dağıtımının birlikte yapılması durumudur. Bu tip temettüde, temettülerin dağıtım oranları önemli değildir. Melez temettüler nakit temettü dağıtımına verilen tepkilere benzer tepkiler verir.

Türkiye’de melez temettü dağıtımı yaygın olarak görülmemektedir. Ancak bu temettü tipini tercih eden yönetici grubunun düşüncesinin, her iki temettü dağıtım şeklini tercih eden yatırımcı kitlesinin bu hisselerle yönelmesini sağlamak olduğu düşünülmektedir. Firmanın sadece nakit temettü dağıtım şeklini tercih etmesi, hisse senedi şeklinde temettü dağıtımını tercih eden yatırımcı kitlesini kaybetmesi anlamına gelmektedir. Aynı şey tersi durum içinde geçerlidir.

Ayrıca firmanın melez temettü dağıtımı, dağıtılacak temettü oranının da firma isteğine göre ayarlanabilmesini sağlar. Melez temettü dağıtımında ne oranda nakit ne oranda hisse senedi şeklinde temettü dağıtılacağına dair bir yaptırım yoktur. Bu sayede firma eğer likidite sıkıntısı içindeyse , bu sıkıntısını arttırmayacak oranda nakit, geri kalanı hisse senedi şeklinde dağıtarak, hem kendi hem de müşteri memnuniyetini sağlar.

3.1.6. Seçmeli Temettü Dağıtımı (Optional Dividend)

Ortaklara, nakit yada senet temettü alma hususunda seçme hakkı verilmesidir.

Temettü dağıtımı, haberinin alınmasından sonra, belirli bir süre içinde ortaklarca verilecek karar, pay senetlerinin piyasa değeri ile nakit temettü miktarının karşılaştırılması sonucu alınacaktır. Eğer iki alternatiften sağlanacak fayda birbirine eşit yada yakınsa - ki genellikle böyledir - alınacak

yeni senetlerin saklanması yada satılması zahmetine girmek istemeyen küçük pay sahipleri nakit temettü alternatifini seçeceklerdir.

Nakit temettü almakla elde edilecek getirinin, yeni senet alma alternatifinden sağlanacak getiriden daha düşük olması durumunda ise, ortaklar senet temettü alternatifini tercih edecek, dolayısıyla firma da ihtiyacı olan nakit fonları bünyesinde tutma imkanını korumuş olacaktır.³⁷

3.1.7. Bono Temettü (Scrip Dividend)

Firmaların, nakit sıkıntısı çektikleri dönemlerde veya ellerindeki nakit fonları daha önemli ihtiyaçları için kullanmak istedikleri zamanlarda, ortaklarına kar paylarına karşılık olmak üzere, belirli sürelerde ödenecek faizli bonolar vermeleridir.

Bono temettü, firmanın gerçekten kar elde ettiği fakat cari varlıklarını nakle dönüştürebilmek için belirli sürelerin geçmesini beklemek zorunda olduğu durumlarda kullanıldığında olumlu sonuçlar verir.

Bunun aksine, bono temettü dağıtımı, kar olmadığı halde sadece ortaktan ödüllendirmek gayesi ile yapılıyorsa, bunun etkileri olumsuz olacaktır. Kar olmadığı halde böyle bir işlemin yapılması, belirli bir süre içinde verilen bono bedellerinin ve artı bir yük getiren faizlerin ödenmesi zorunluluğundan dolayı firmanın sermayesinde azalma sonucunu doğuracaktır.³⁸

³⁷ G. Harry GUTHMAN, DOUGALL E. Herbert: Corporate Financial Policy. Englewood Cliffs, Prentice-Hall, 1962, 546.

³⁸ Y. Bora ENHOŞ: a.g.e., 21.

3.1.8. Ayni Olarak Temettü Ödenmesi (Property Dividend)

Ayni temettü, nakit değerler dışındaki varlıkların ortakların kardan alacakları paya karşılık olmak üzere dağıtılmasıdır. Diğer bir deyişle, firmanın kendi portföyünde bulunan pay senetlerini, tahvillerini, hazine bonolarını ve devlet tahvillerini temettü olarak ortaklarına dağıtmasıdır. Çok nadir olmakla beraber, firmalar ürettikleri mamulleri de ayni temettü olarak dağıtabilmektedirler.

Bu tür temettü dağıtımının amacı eldeki nakit fonları muhafaza etmek ve daha uygun bir şekilde kullanmaktır. Firmanın portföyünde firmaca ihtiyaç duyulandan daha fazla menkul kıymet mevcut olması halinde bu tür dağıtıma gidilebilmektedir.

3.1.9. Tasfiyeden Temettü (Liquidating Dividend)

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

3.1.10. İntifa Senedi Temettü

Özellikle kuruculara verilen intifa senetleri, esas sermayeye iştirak söz konusu olmadan, sahiplerine net kara ve tasfiye bakiyesine katılma yada yeni çıkarılacak pay senetlerini alma hakkı sağlayan kıymetli evrak niteliğinde belgelerdir. Kar dağıtımının ortaklıkça uygun görülmediği veya nakit yada diğer şekillerde bir temettü ödemesinin yapılmak istenmediği bazı hallerde bu tür senetlerin kardan pay alacak kimselere paylarına karşılık olarak verilmesidir.

3.2. Türkiye’de Temettü Dağıtımına İlişkin Yasal Kurallar

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

Ülkemizde anonim ortaklıklara ilişkin genel hükümler Türk Ticaret Kanunu(TTK) ile düzenlenmiş olup, halka açık anonim ortaklıklara ilişkin özel düzenlemelere Sermaye Piyasası Kanunu'nda (SPKn) yer verilmiştir. Her iki kanuna göre de kar dağıtılması için önce bilançoda kar oluşması gerekir Genel kurul karar verirse, her iki halde de şirketler bilançoda kar gözükmese bile birikmiş ihtiyatlardan temettü dağıtabilirler.³⁹ Ancak bu hususta hiçbir kanun şirketleri zorlamamaktadır.

Bilançoda kar varsa, karın dağıtılıp dağıtılmayacağı konusu, Türk Ticaret Kanunu'na tabi anonim ortaklıklar ile Sermaye Piyasası Kanunu'na tabi anonim ortaklıklarda farklılık arz etmektedir.

Bu nedenle çalışmada TTK'nun kar payına ilişkin hükümleri ile SPK'nun ilgili hükümleri incelenecektir.

3.2.1. Türk Ticaret Kanununa Göre Temettü Dağıtımı

Türk Ticaret Kanunu'na tabi anonim şirketlerde, bilançoda kar var ve genel kurulda kar dağıtımı kararı almışsa, TTK'nun 466/2 fıkrası gereğince ödenmiş sermayenin %5'i müktesap hak olduğundan yeterli kar varsa

³⁹ TTK,md.470.

dağıtılır. Daha fazla kar dağıtılıp dağıtılmayacağı konusunda Genel Kurul dilediği gibi karar alabilir (TTK Md.466-469).⁴⁰

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

TTK' na tabi şirketlerde dağıtılacak temettü Tablo 3.3'teki şekilde hesaplanır.



⁴⁰ İstanbul Menkul Kıymetler Borsası, Sermaye Piyasası ve Borsa Temel Bilgiler Kılavuzu, İMKB Yayınları, 2003, 92.

Tablo 3.3 T.T.K.'na tabi şirketlerde dağıtılacak temettü⁴¹

Dönem Ticari Karından
(-) Kurumlar Vergisi ve diğer yasal yükümlülükler karşılığı ayrılır.
Net Dönem Karı(Vergiden Sonraki Kar)
(-) Geçmiş Yıl Zararları
(-) I. Tertip Kanuni Yedek Akçe(TTK 466/I) (Safi karın yirmide biri(Ödenmiş esas sermayenin beşte birini buluncaya kadar)
(-) İşletmede Bırakılması Zorunlu Fonlar
Dağıtılabilir Net Dönem Karı
(-) Ortaklara Birinci Temettü (T.T.K. 466/III) (Pay sahiplerine ödenmiş sermayenin %5'i oranında ödenir.)
(-) Ana sözleşme hükümlerince kuruculara, intifa senedi sahiplerine, yönetim kurulu üyelerine personele dağıtılan kar payı
(-) Ortakla İkinci Temettü
(-) II. Tertip Kanuni Yedek Akçe Birinci temettü ayrıldıktan sonra pay sahipleri ile kara iştirak eden diğer kimselere dağıtılması kararlaştırılan kısmın onda biri(1/10)dir. (T.T.K. Md.466/III).
(-) İhtiyari Yedek Akçeler(Statü Yedekleri, Diğer Yasal Yedekler, Olağanüstü Yedekler)

TTK' nın 469. maddesinde kanuni ve ihtiyari yedek akçelerle kanun ve esas mukavele hükmünce ayrılması gerekli diğer paralar safi kardan ayrılmadıkça kar payı dağıtılamayacağı ifade edilmiştir. Buna göre kar dağıtımından önce bu yükümlülüklerin yerine getirilmesi gerekmektedir.

Bazı şirketlerin hisse senedi vermek yoluyla kar dağıtımı yaptıkları, sermaye artışlarının tümünü veya genellikle bir bölümünü, mevcut ortaklara

⁴¹ İstanbul Menkul Kıymetler Borsası,Sermaye Piyasası ve Borsa Temel Bilgiler Kılavuzu, IMKB Yayınları, 2003, 93.

bedelsiz hisse senetleri vermek suretiyle gerçekleştirdiklerini daha önce belirtmiştik. Daha açık bir deyişle bazı şirketler, dağıtılmamış karlarının veya ihtiyari (olağanüstü yedek akçeler dahil) yedek akçelerinin bir bölümünü veya tamamını ortaklarına bedelsiz pay senedi vermek yoluyla sermaye artışında kullanmaktadırlar.

Anonim şirketlerde değişik şekillerde sermaye artırımı yapılmaktadır. Bunun en yaygın olanı, sermayenin nakit taahhüdü ve ödenmesidir. Nakit sermaye olarak taahhüt edilen tutarın 1/4'ü üç ay içinde, kalanı da üç yıl içinde ödenmelidir. Ancak bu süre, genel kurul kararı ile daha kısa tutulabilir.

Mevcut sermayenin tamamı ödenmediği sürece, şirket yeniden sermaye artırımına gidemez. Sermaye artırımında izlenecek diğer yollar ise olağanüstü yedeklerin sermayeye eklenmesi, geçmiş yıl karlarının sermayeye eklenmesi, yeniden değerlendirme sonucu oluşan fonun sermayeye eklenmesi, maliyet artışı fonunun sermayeye eklenmesi ve gayrimenkul ve iştirak hisselerinin satışından doğan karın sermayeye eklenmesi şeklindedir.⁴²

Yeniden değerlendirme⁴³ sonucunda elde edilen kıymet artışı da bir fonda toplanarak, bilançoların pasifinde gösterilip, istendiği takdirde bu fon şirket sermayesine kaydedilmek suretiyle yeni hisse senetleri bastırılarak, ortaklara bedelsiz hisse senedi olarak dağıtılabilir.

Hisse bölünmeleri yani hisse senetlerinin nominal değerinin belirli bir oranda azaltılması yoluyla hisse senetlerinin adedinin artırılması uygulamasını, Türk Ticaret Kanunu, şirket genel kuruluna, esas sermaye miktarı aynı kalmak üzere, esas sözleşmeyi değiştirmek suretiyle hisse

⁴² İstanbul Menkul Kıymetler Borsası, Sermaye Piyasası ve Borsa Temel Bilgiler Kılavuzu, İMKB Yayınları, 2003, 87.

⁴³ Yeniden değerlendirme, şirketlerin aktifinde bulunan bina, demirbaş, makine, nakil vasıtası gibi sabit kıymetlerin defter değerinin enflasyon ve sair sebeplerle farklılaşmış gerçek piyasa değerlerine eşitlenmesidir.

senetlerini, itibari (nominal) değeri daha az olan hisse senetlerine bölme hakkı olarak vermiştir.⁴⁴

Bir şirketin hisse senetlerini geri satın almasının temettü ödemesinin bir alternatifi olduğunu belirtmiştik. Ülkemizde bir anonim şirketin, kendi hisse senetlerini satın alarak, dolaylı bir şekilde temettü dağıtmasına yasal yönden olanak yoktur. Türk Ticaret Kanunu, ancak çok ayıksı hallerde anonim şirketlerin kendi hisse senetlerini satın almasına olanak vermiştir. Bu ayrı durumlar aşağıda belirtilmektedir:

- Hisse senetleri şirketin sermayesinin azaltılmasına dair bir karara dayanılarak devralınmışsa,
- Hisse senetleri şirketin kurulması veya esas sermayesinin çoğaltılması dolayısıyla vaki olan iştirak taahhüdünden başka bir sebepten doğan şirket alacaklarının ödenmesi maksadıyla devralınmışsa,
- Hisse senetleri bir işletmenin borç ve alacaklarıyla beraber temellük edilmesi neticesinde şirkete geçmişse,
- Hisse senetlerinin devir veya rehin alınması keyfiyeti esas mukaveleye göre şirket konusuna giren muamelelerden ise,
- Hisse senetleri idare meclisi üyeleri, müdürler ve memurlar tarafından kendilerine bu sıfatla düşen mükellefiyetlere karşı rehin olarak yatırılmış ise.

Devralınan hisse senetleri, şirketin sermayesinin azaltılmasına dair bir karara dayanılarak devralınmışsa, derhal imha edilir ve bu hususta tutulan zabıt ticaret siciline verilir. Diğer hallerde bu senetler ilk fırsatta tekrar elden çıkarılır.⁴⁵

⁴⁴ TTK, md.400.

⁴⁵ TTK,md.329

Pay sahiplerinin temettü haklarına ilişkin hükümler, esas itibariyle TTK'nun 455-458 ve 466, 467, 469 ve 470 numaralı maddelerinde geniş olarak düzenlenmiştir. Söz konusu maddeler ile yine pay sahiplerinin temettü haklarını etkileyecek hükümler taşıyan diğer TTK maddelerini incelediğimizde;

- a. TTK'nun 385'inci maddesinde müktesep hak⁴⁶ olarak tanımlanan pay sahiplerinin temettü hakkının, TTK'nun 455'inci maddesinde yer alan "Her pay sahibi, kanun ve esas mukavele hükümlerine göre pay sahiplerine dağıtmaya tahsis olunan safı kazanca, payı nispetinde iştirak hakkını haizdir" ifadesi ile yasal olarak hükme bağlandığı,
- b. Ödenecek temettülerin kaynaklarının, TTK'nun 470'inci maddesinin 2'nci fıkrası ile ancak safı kar ile bu gaye için ayrılan yedek akçeler olduğunun ve aynı Kanun' un 457'nci maddesinin 1'inci fıkrası ile de safı karın yıllık bilançoya göre tespit edilebileceğinin hükme bağlandığı, yapılan bu düzenlemeler ile şirket malvarlığının korunmasının amaçlandığı,
- c. Kar payı dağıtma yetkisinin, TTK'nun 364'üncü maddesinin 2'nci fıkrası ile 369'uncu maddesinin 2'nci fıkrası hükümleri uyarınca genel kurula verildiği ve TTK'nun 469'uncu maddenin 2'nci ve 3'üncü fıkraları⁴⁷ ile de dağıtılabilir kar payı üzerindeki genel kurulun yetkilerinin oldukça geniş tutulduğu,

⁴⁶ TTK'nun 385'inci maddesinin 2'nci fıkrasında müktesep haklar kanun veya esas mukavele hükümlerine göre umumi heyet ve idare meclisi kararlarına tabi olmayan haklar olarak nitelendirilmiş ve aynı maddenin 1'inci fıkrasında müktesep haklarda pay sahiplerinin rızası olmadan hiçbir değişikli yapılamayacağı hükme bağlanmıştır. Kar payı hakkının bu madde ile müktesep hak olarak tanımlanmış olmasına rağmen TTK'nun diğer hükümleri ile sınırlandırılabilmesine imkan tanınmasıyla müktesep haklar sisteminde tartışmalara yol açmış ve Türk literatüründe genellikle 385'inci maddenin düzenlenmesine bağlı kalınarak kar payı alma hakkı "nisbi müktesep hak" şeklinde nitelendirilmiş veya kar payı alma hakkının müktesep olmasına karşın mutlak nitelikte olmadığı kabul edilmiştir.

⁴⁷ TTK'nun 469'uncu maddesinin 2 ve 3'üncü fıkraları "Şirketin devamlı inkişafı veya mümkün mertebe istikrarlı kar paylarının dağıtılmasını temin bakımından münasip ve faydalı olduğu takdirde umumi heyet kar payının tespiti sırasında kanun ve esas mukavelede zikredilenden başka yedek akçeler ayrılmasına ve yedek akçeler kanun ve esas mukavele ile muayyen haddinin artırılmasına karar verebilir. Esas mukavelede hüküm olmasa bile umumi heyet, şirket müstahdem ve işçileri için yardım sandıkları ve sair yardım teşkilatı kurulması ve

- d. TTK'nun 466'ncı maddesinin 3'üncü bendinde pay sahipleri için belirli oranda (safı karın %5'i) kar payı ayrılmasının şart koşulduğu, ancak 469'uncu maddesinin 1'inci fıkrasında kanuni ve ihtiyari yedek akçeler ile TTK'nun 467'nci maddesinin 2'nci fıkrası uyarınca şirket esas sözleşmesine konulacak hükümler ile ayrılabilen yedek akçelerin⁴⁸, kar payından evvel ayrılmasının şart koşularak sınırlama getirildiği, ayrıca TTK'nun 458'inci maddesinde⁴⁹ öngörülen gizli yedek akçelerle ek bir sınırlama yapılması imkanının sağlandığı,
 - e. TTK'nun 466, 467, 468 ve 469'uncu maddeleri topluca değerlendirildiğinde yedek akçelere öncelik verildiği ve kar payı alma hakkının ikinci sıraya itildiği,
 - f. TTK'nun 401'inci maddesinde sayılan imtiyaz konularının da kar payının da dahil edildiği ve kar payı hakkının yasal hükme bağlandığı TTK'nun 45 5'inci maddesinin 2'nci fıkrası ile de imtiyazların saklı tutulduğu, bu kapsamda esas sözleşmeye konulacak hükümlerle, kar payına ilişkin imtiyazların oluşturulabildiği,
 - g. TTK'nun 473'üncü maddesi uyarınca, haksız ve kötü niyetle kar payı alan ortakların bunu geri verme mükellefiyetlerinin bulunduğu, ayrıca kar paylarının gerçek olmaması durumunda TTK'nun 336'ncı maddesinin 2'nci bendi uyarınca yönetim kurulu üyelerinin şirkete, münferit pay sahiplerine ve şirket alacaklılarına karşı müteselsil sorumluluklarının bulunduğu,
- görülmektedir.

idamesi maksadiyle veya diğer yardım maksatlarına hadim olmak üzere, safi kardan aidat tefrik edebilir, bu aidat esas mukavele ile muayyen yardım akçeleri hakkındaki hükümlere tabidir" hükümlerini içermektedir.

⁴⁸ TTK'nun 468'inci maddesinin 1'inci fıkrası "Esas mukavele ile şirketin müstahdem ve işçileri için yardım sandıkları ve sair yardım teşkilatı ve idamesi maksadiyle akçe ayrılması derpiş olunabilir" hükmünü taşımaktadır.

⁴⁹ TTK'nun 458'inci maddesi "Şirket işlerinin devamlı inkişafını veyahut mümkün merteye istikrarlı kar payları dağıtılmasını temin bakımından munasip ve faydalı olduğu takdirde, aktiflerin bilanço günündeki kıymetlerinden daha aşağı bir kıymetle bilançoya konması şeklinde veya başka suretle gizli yedek akçe ayrılması caizdir, idare meclisi gizli yedek akçe ve sarf yerleri hakkında murakıplara malumat vermekle mükelleftir." hükmünü taşımaktadır.

3.2.2. Sermaye Piyasası Kanununa Göre Temettü Dağıtımı

Ülkemizde halka açık anonim ortaklıkların kar dağıtımlarına ilişkin düzenlemeler 3794 sayılı Kanun ile Değişik 2499 sayılı Sermaye Piyasası Kanunu ile yapılmıştır. SPK' nun 2nci maddesi uyarınca SPK ile kar payına ilişkin düzenlenmeyen konularda TTK hükümleri uygulanmaktadır.

Sermaye Piyasası Kanunu'na tabi olan halka açık anonim ortaklıkların temettü, temettü avansı ve oydan yoksun hisse senedi sahiplerine kar payı dağıtımında ve temettünün korunmasında uyacakları esaslar Sermaye Piyasası Kurulu'nun Seri:IV, No:27 sayılı Tebliği ile düzenlenmiştir.⁵⁰ Pay sahiplerinin temettü hakları ve ödemeleri SPK' nun 15'inci maddesi ile bu maddedeki hükümler Seri:IV, No: 1 "Sermaye Piyasası Kanunu'na Tabi Olan Anonim Ortaklıkların Uyacakları Esaslar" Tebliği'nin (Tebliğ) "Birinci Temettü Oranı, ve Temettü Ödemeleri" başlıklı 7'nci maddesinde düzenlenmiştir.

SPK' na tabi anonim şirketlerde, bilançoda kar oluşmuşsa, halka açık anonim ortakların birinci temettü tutarı, hesap dönemi net karından vergi ve benzerleri düşülmek suretiyle bulunan dağıtılabılır karın yarısından az olamaz. Ancak halka açık anonim ortaklıklardan hisse senetleri Borsa' da işlem görenler, birinci temettüyü nakden ve/veya hisse senedi biçiminde dağıtmak konusunda serbesttir. Hisse senetleri borsada işlem görmeyen halka açık anonim ortaklıklar ise temettüyü nakden dağıtmak zorundadırlar.

Aktif toplamı 50 milyar TL.'sını aşmayan halka açık anonim ortaklıklarda Kurul düzenlemelerine göre hesaplanan dağıtılabılır birinci temettü tutarının, ödenmiş sermayenin %10'undan daha düşük olması ve aktif toplamı 50 milyar TL' sı ve üstünde olan halka açık anonim ortaklıklarda Kurul düzenlemelerine göre hesaplanan dağıtılabılır birinci temettü tutarının, ödenmiş sermayenin %5'inden daha düşük olması

⁵⁰ İstanbul Menkul Kıymetler Borsası, Sermaye Piyasası ve Borsa Temel Bilgiler Kılavuzu, IMKB Yayınları, 2003.

hallerinde, ortaklığın başvurusunun Kurulca uygun görülmesi kaydıyla, ilgili hesap dönemleri için birinci temettü dağıtılmayabilir (Seri IV, No.9 md.3).⁵¹ SPK' na tabi halka açık şirketlerde dağıtılacak temettü Tablo 3.4'te açıklandığı şekilde hesaplanır:

Tablo 3.4 SPK' na tabi halka açık şirketlerde dağıtılacak temettü⁵²

Dönem Karı
(-) Geçmiş Yıl Zararları
(-) Kurumlar Vergisi ve Diğer Yasal Yükümlülükler
Safı Kar
(-) Birinci Tertip Yasal Yedek Akçe
Safı karın yirmide biri (1/20), ödenmiş sermayenin beşte birini (1/5) buluncaya kadar I. Tertip Kanuni Yedek Akçe olarak ayrılır (T.T.K. 466)
Net Dağıtılabilir Dönem Karı
(-) Ortaklara Birinci Temettü (Seri: IV, No: I Md.7 Dağıtılabilir karın yarısından (%50) az olmamak üzere birinci temettü ödenir. Halka açık anonim ortaklıklarda birinci temettü oranını belirleme yetkisi Sermaye Piyasası Kurulu'ndadır.
(-) Memur ve İşçilere Temettü Esas sözleşmelerinde hüküm bulunması zorunludur (SPK, Md.15)
(-) Yönetim Kuruluna Temettü Esas sözleşmelerinde hüküm bulunması zorunludur (SPK, Md.15)
(-) İkinci Temettü
(-) II. Tertip Kanuni Yasal Yedekler Birinci temettü ayrıldıktan sonra pay sahipleri ile kara iştirak eden diğer kimselere dağıtılması araştırılan kısmın onda biri (1/10)'dir. (T.T.K. Md.466/3)
(-) Statü Yedekleri
(-) Özel Yedekler
Olağanüstü Yedek

⁵¹ İstanbul Menkul Kıymetler Borsası, Sermaye Piyasası ve Borsa Temel Bilgiler Kılavuzu, IMKB Yayınları, 2003, 94.

⁵² İstanbul Menkul Kıymetler Borsası, Sermaye Piyasası ve Borsa Temel Bilgiler Kılavuzu, IMKB Yayınları, 2003, 95.

Temettü dağıtımı ortaklarca, hesap dönemini izleyen 5'inci ayın sonuna kadar tamamlanmak zorundadır. Temettü dağıtımına ilişkin bilgiler bu işlemlerin tamamlanmasından itibaren 1 ay içerisinde Kurul' a ulaştırılır.⁵³

SPKn' nun "Temettü ve Bedelsiz Payların Dağıtım Esasları" başlıklı 15'inci maddesi;

"Hisse senetleri halka arz yolu ile satılan anonim ortaklıkların esas sözleşmelerinde birinci temettü oranının gösterilmesi zorunludur. Bu oran, Kurul tarafından tespit olunacak miktardan aşağı olamaz.

Yönetim kurulu üyeleri ile memur, müstahdem ve işçilere kardan pay dağıtılabilmesi için esas sözleşmede hüküm bulunması şarttır. Yasa hükmü ile ayrılması gereken yedek akçeler ile esas sözleşmede pay sahipleri için belirlenen birinci temettü ayrılmadıkça, başka yedek akçe ayrılmasına, ertesi yıla kar aktarılmasına ve yönetim kurulu üyeleri ile, memur, müstahdem ve işçilere kardan pay dağıtılmasına karar verilemez.

Temettü hesap dönemi sonu itibarıyla mevcut payların tümüne, bunların ihraç ve iktisap tarihleri dikkate alınmaksızın eşit olarak dağıtılır.

Hisse senetleri halka satılan, bir anonim ortaklık; yönetim, denetim veya sermaye bakımından dolaylı veya dolaysız olarak ilişkili bulunduğu diğer bir teşebbüs veya şahısla emsallerine göre bariz şekilde farklı ücret ve bedel uygulamak gibi işlemlerde bulunarak yıllık karını azaltamaz. "

hükümlerini içermektedir.

SPKn' nun 15'inci maddesi ile düzenlenen hususlar incelendiğinde ise aşağıdaki sonuçlara ulaşılmıştır:

- a. SPKn' nun 15'inci maddesinin 1'inci fıkrası ile, birinci temettü oranının Sermaye Piyasası Kurulu (Kurul) tarafından tespit edilen orandan

⁵³ Sermaye Piyasası Kanunu'na Tabi Anonim Ortaklıkların Uyacakları Esaslar Tebliği, Bu fıkra 19-2.1996 R.G. tarihli seri IV No. 18 s. Tebliğ ile eklenmiştir.

daha az olmamak koşulu ile şirket esas sözleşmesinde belirtilmesi zorunlu kılınarak, pay sahiplerinin kar payı alma hakkı mutlak hale dönüştürülmüştür. Çünkü, hak bir taraftan SPKn' 'nun emredici hükmüne, diğer taraftan da esas sözleşme hükmüne dayandırılmıştır.

- b. SPKn' nun 15'inci maddesinin 2'nci fıkrası ile TTK'nun 469'uncu maddesindeki temettü - yedek akçe sıralaması değiştirilmiş ve esas sözleşme veya genel kurul kararı ile ayrılabilen yedek akçeler pay sahiplerinin temettü alma hakkından daha sonraya indirgenmiştir. Ayrıca, bu madde hükmü ile birinci temettü ayrılması, yedek akçeler karşısında olduğu gibi, ertesi yıla kar aktarılması ve personele kazanç paylarının dağıtılması karşısında da güvenceye alınmıştır.
- c. SPKn' nun 15'inci maddesinin 3'üncü fıkrası ile kardan yararlanma tarihi olarak hesap dönemi sonu temel alınmış ve ihraç ve iktisap tarihleri dikkate alınmaksızın kar paylarının eşit olarak hesaplanıp dağıtılması hükmüne bağlamıştır.
- d. SPKn' nun 15'inci maddesinin 4'üncü fıkrası ile de karı azaltıcı işlemler önlenmeye çalışılmıştır.

SPKn' nda, pay sahiplerinin temettü hakkını güvence altına alma ve daha fazla kar payı almalarını sağlama amacını taşıyan 15'inci maddenin yanı sıra, pay sahiplerinin kar dağıtım ve birinci temettü haklarının ihlaline ilişkin hukuki sorumluluğun ötesinde cezai sorumluluk da öngörülmüştür.

SPKn' nun 47/B-4 hükmü uyarınca, SPKn' nun 15'inci maddesinde yer alan hükümlere aykırı hareket edenler ile SPKn' nda yer alan yetkilere dayanılarak Kurul tarafından çıkarılan yönetmelik ve tebliğlere, düzenlenen standart ve formlara, alınan genel ve özel nitelikteki kararlara aykırı hareket edenlerin 100 milyon liradan 500 milyon liraya kadar ağır para cezası ile cezalandırılmaları ve verilecek ağır para cezalarının üst sınıra bağlı olmaksızın suçun işlenmesi suretiyle temin edilen menfaatin üç katından az olamayacağı hükmüne bağlanmıştır.

2499 Sayılı Sermaye Piyasası Kanunu Değişiklik Tasarısı ile mevcut düzenlemelerde yer verilmeyen temettü avansı Kanun Tasarısı' nda, yürürlükte bulunan SPKn' nun "Temettü ve Bedelsiz Payların Dağıtım Esasları" başlıklı 15'inci maddesine eklenen hükümler ile düzenlenmiştir.

Kanun Tasarısı' nda temettü avansına ilişkin olarak eklenen fıkra "Halka açık anonim ortaklıklar, sermaye piyasası mevzuatına uygun olarak düzenlenmiş ve bağımsız denetimden geçmiş üçer aylık ara dönemler itibari ile hazırladıkları mali tablolarında yer alan karlarından, kanunlara ve esas sözleşmeye göre ayırmak zorunda oldukları yedek akçeler ile vergi karşılıkları düşüldükten sonra kalan kısmın yarısını geçmemesi, ana sözleşmelerinde hüküm bulunması ve genel kurul kararıyla ilgili yıla sınırlı olmak üzere yönetim kuruluna yetki verilmesi koşullarıyla temettü avansı dağıtabilirler. Her ara dönemde verilecek temettü avansı bir önceki yıla ait bilanço karının yarısını aşamaz. Önceki dönemde ödenen temettü avansları mahsup edilmeden ilave temettü avansı verilmesine ve temettü dağıtılmasına karar verilemez.

Temettü avansı dağıtımına karar verilmesinde ve avansın ödenmesinde Türk Ticaret Kanunu'nun bu madde hükmüne aykırı olan, bilanço ve gelir tablosunun kabulüne ve karın dağıtılmasına ilişkin hükümleri uygulanmaz. Yönetim kurulu üyeleri ve temsilcisi oldukları tüzel kişiler, şirket denetçileri, bağımsız denetimi yapanlar ve bağlı oldukları gerçek ve tüzel kişiler, ara dönemler bilanço ve gelir tablolarının gerçeği aksettirmemesinden veya mevzuat ile muhasebe ilke ve kurallarına uygun olarak düzenlenmemiş olmasından doğan zararlar için şirkete, pay sahiplerine, şirket alacaklılarına ve ayrıca doğrudan doğruya olmak üzere temettü avansının kararlaştırıldığı veya ödendiği bilanço yılı içinde pay senedi iktisap etmiş bulunan kişiler ile üçüncü kişilere karşı müteselsilen sorumludurlar.

Hukuki sorumluluk doğuran hallerin varlığı halinde, pay sahipleri, yönetim kurulu üyeleri, denetçiler ve Kurul tarafından kararın ilanından

itibaren otuz gün içinde, 12'nci maddenin altıncı fıkrasındaki esaslar çerçevesinde iptal davası açılabilir.

Kurulun vergi ve diğer yasal yükümlülüklerin doğruluk incelemesi dahil bilanço ve gelir tablolarını denetleme ve düzeltme hakkı saklıdır. Bu fıkranın uygulanmasına ilişkin esaslar Kurul tarafından belirlenir." hükümlerim içermektedir.

Kanun Tasarısı'nda yer alan hükümler, temettü avansına ilişkin yurtdışı düzenlemeleri ile karşılaştırıldığında, Almanya'daki düzenlemeye yakın hükümler içerdiği ve temettü avansı ödemelerinin belirli şartlara bağlandığı görülmektedir.

3.2.3. Kar Dağıtımında Vergi ve Diğer Yasal Yükümlülükler

Kurumların elde ettiği gelirlerin vergilendirilmesi Kurumlar Vergisi Kanunu (KVK) hükümlerine göre yapılmaktadır. Kurumlar vergisi, Kurumlar Vergisi Kanunu'na göre saptanan kurum kazancının % 30'u olarak ödenecektir⁵⁴.

24.04.2003 tarihinde yürürlüğe giren 4842 sayılı Kanun ile getirilen düzenlemeler sonrasında,⁵⁵

- Kurumlar vergisinden istisna edilmiş kazançlar üzerinden yapılan stopaj uygulamasına son verilmiştir.
- Kârın sermayeye ilavesi kâr dağıtımı sayılmaz, dolayısıyla stopaja tabi değildir.

54 25.12.2003 tarihli 5035 sayılı kanunla, 2004 yılı kazançlarının vergilendirilmesinde kurumlar vergisi oranının %33 olarak uygulanacağı düzenlenmiştir.

55 İstanbul Menkul Kıymetler Borsası, Sermaye Piyasası ve Borsa Temel Bilgiler Kılavuzu, İMKB Yayınları, 2003, 129.

24.04.2003 tarihinde yürürlüğe giren 4842 sayılı Kanun ile getirilen düzenlemeyle, fon payı kesintisi uygulamasına 01.01.2004 tarihinden itibaren son verilmiştir⁵⁶.



56 Daha önceki uygulamada, gelir ve kurumlar vergisi mükellefleri ile sorumluları tarafından, gelir ve kurumlar vergisinden ayrı olarak söz konusu vergiler üzerinden, oranı 95/6428 sayılı kararname ile % 10 olarak belirlenen “fon payı” kesilmekteydi.

DÖRDÜNCÜ BÖLÜM

İ.M.K.B.'Sİ 100 ENDEKSİNDEKİ FİRMALARIN TEMETTÜ DAĞITIM ŞEKİLLERİNİN FİRMA DEĞERİNE ETKİSİ ÜZERİNE BİR İNCELEME

Temettü dağıtım şekillerinin firma değerine etkisi üzerine yapılan çalışmaları literatür taraması yaparak inceledikten sonra tezimizin inceleme konusu olan İMKB Ulusal 100 Endeksinde işlem gören firmaların temettü dağıtım şekillerinin firma değeri üzerine etkisini araştırmak için istatistik hesaplamalarına başvurulmuştur.

İMKB 100 Endeksinde işlem gören firmalar tespit edildikten sonra hesaplamalar için gerekli bilgiler toplanarak çeşitli hesaplamalar yapılmış ve temettü dağıtım şekillerinin firma değeri üzerine etkisi olup olmadığı tespit edilmeye çalışılmıştır.

4.1. İMKB 100 Endeksi Hakkında Genel Bilgi

İMKB Hisse Senetleri Piyasası Endeksleri, Borsa'da işlem gören hisse senetlerinin fiyat ve getirilerinin bütünsel ve sektörel bazda performanslarının ölçülmesi amacıyla oluşturulmuştur.

1996 yılı sonuna kadar sadece İMKB-100, Mali ve Sınai sektör endeksleri hesaplanmakta iken, 1997 yılı başından itibaren sektör ve alt sektör endeksleri hem fiyat hem de toplam getiri olarak hesaplanmaya başlanmıştır. İMKB Fiyat Endeksleri tüm seans süresince, getiri endeksleri

ise sadece seans sonunda hesaplanmakta ve yayınlanmakta olup, İMKB Ulusal-100 Endeksi Ulusal Pazar için temel endeks olarak kullanılmaktadır.

1986 yılında 40 şirketin hisse senedi ile başlayarak zamanla sayısı 100 şirketin hisse senedi ile sınırlanan Bileşik Endeksin (İMKB-100) devamı niteliğindedir. Ulusal Pazar'da işlem gören menkul kıymet yatırım ortaklıkları hariç, çeşitli şartlara göre seçilmiş hisse senetlerinden oluşmakta olup, İMKB Ulusal-30 ve İMKB Ulusal-50 hisse senetlerini otomatik olarak kapsamaktadır.¹

İMKB-100 Endekslerinde yer alacak hisse senetlerinin seçimi; İMKB Yönetim Kurulu, Değerleme ve İstatistik Müdürlüğü tarafından yapılmaktadır. Hazırlanan periyodik piyasa verileri incelenerek endekslerde ve yedek listelerde yer alacak hisse senetleri belirlenir.

Ulusal Pazarda işlem gören hisse senetlerinin İMKB Ulusal-100 endeksine alınabilmesi için; Borsa'da en az 60 gün süreyle işlem görmesi şarttır.

İMKB Ulusal-100 endeksine A, B, C gibi birden fazla grup (örneğin A, B, C) hisse senedi bulunan şirketin, sadece bir grup hisse senedi dahil edilir. İMKB Ulusal-100 endekslerine katılacak olan hisse senetlerinin büyüklük ve likidite açısından sağlaması gereken şartlar:

- **Büyüklük:** Takasbank saklamasında bulunan hisse senetlerinin değerlendirme dönemi sonu itibariyle piyasa değeri; İlk % 75'in içinde olmalıdır.
- **Likidite:** Endekslerde yer alacak hisse senetlerinin - birincil piyasa, toptan satış, özel emir işlemleri hariç – son bir yıl içinde günlük ortalama işlem hacmi (değerleme dönemi içinde işlem görmeye

¹ www.ataonline.com.tr/content/Yatirimci_okulu

başlayan hisse senetlerinin ilk 20 günü hariç); ilk % 75'in içinde olmalıdır.

- Gün sayısı: Endekslere alınacak hisse senetlerinin işlem gördüğü gün sayısının işlem görebileceği gün sayısına oranı %75 olmalıdır. ²

İMKB Ulusal 100, 50, 30 endekslerinde işlem gören firmalara ilişkin değerlendirme oranları 2003 yılı için Tablo 4.1'de, 2002 yılı için Tablo 4.2'de verilmiştir.

Bu tablodaki verilere göre İMKB 100 endeksindeki firmaların piyasa değerinin 30 endeksindeki firmaların değerlerine yakın olması, 30 endeksindeki firmaların piyasa değerlerinin yüksekliğine işaret etmektedir. Bu durumu PD/DD oranı da desteklemektedir.

Ayrıca 2002 ve 2003 yılları verileri karşılaştırıldığında hem piyasa değerlerinde hem net kar rakamlarında hem de nakit temettü dağıtım değerlerinde gözle görülür bir artış vardır. Bu durum kriz döneminden çıkıldığı şeklinde yorumlanabilir.

² www.analiz.com/egitim/endeksler.html

Tablo 4.1 2003 Yılında İMKB Endekslerinde İşlem Gören Şirketlerin Değerleme Oranları³

	(Milyar TL)					F/K (P/E)				
	Piyasa Değeri	Net Kar	Toplam Amortisman	Nakit Temettü	Özsermaye	TL(1)	TL(2)	ABD\$	TV (%)	F/NA PD/DD
İMKB Ulusal-100 Top./Ort.	87.202.694	7.015.505	3.503.531	670.317	38.496.910	14,60	12,43	13,45	0,77	8,29 2,27
İMKB Ulusal-50 Top./Ort.	79.131.531	6.574.839	3.068.096	463.284	34.093.120	14,16	12,04	13,11	0,59	8,21 2,32
İMKB Ulusal-30 Top./Ort.	72.978.037	6.063.450	2.760.028	409.324	30.356.565	14,04	12,04	13,16	0,56	8,27 2,40
İMKB Ulusal-Tüm Top./Ort.	95.395.160	7.743.555	4.123.354	890.865	44.255.339	14,53	12,32	13,25	0,93	8,04 2,16
Pazarlar Genel Top./Ort.	96.072.774	7.820.179	4.173.102	900.704	44.565.956	14,54	12,29	13,19	0,94	8,01 2,16

³ İMKB Şirketler Yıllığı, 2003.

Tablo 4.2 2002 Yılında İMKB Endekslerinde İşlem Gören Şirketlerin Değerleme Oranları⁴

	(Milyar TL)						F/K (P/E)				
	Piyasa Değeri	Net Kar	Toplam Amortisman	Nakit Temettü	Özsermaye	TL(1)	TL(2)	ABD\$	TV	F/NA	PD/DD
İMKB Ulusal-100 Top./Ort.	49.522.459	1.567.139	2.353.139	514.208	24.380.009	156,52	31,56	27,88	1,04	12,61	2,03
İMKB Ulusal-50 Top./Ort.	44.342.238	977.428	1.963.969	294.271	20.982.372	-	45,37	38,96	0,66	15,08	2,11
İMKB Ulusal-30 Top./Ort.	40.858.485	543.110	1.764.691	227.186	18.478.455	-	75,23	65,24	0,56	17,70	2,21
İMKB Ulusal-Tüm Top./Ort.	55.267.676	1.712.047	2.784.603	641.247	27.787.260	334,99	32,08	28,26	1,16	12,21	1,99
Pazarlar Genel Top./Ort.	56.370.247	2.076.458	2.826.844	674.513	28.055.537	195,92	26,98	23,78	1,20	11,42	2,01

⁴ İMKB Şirketler Yıllığı, 2002.

4.2. İstatistiksel Analiz ve Bulgular

Bu bölümde yapılan çalışmanın yöntemi, kullanılan verilerin özellikleri ve çıkan sonuçların yorumlarına yer verilecektir.

4.2.1. Kullanılan Verilerin Özellikleri

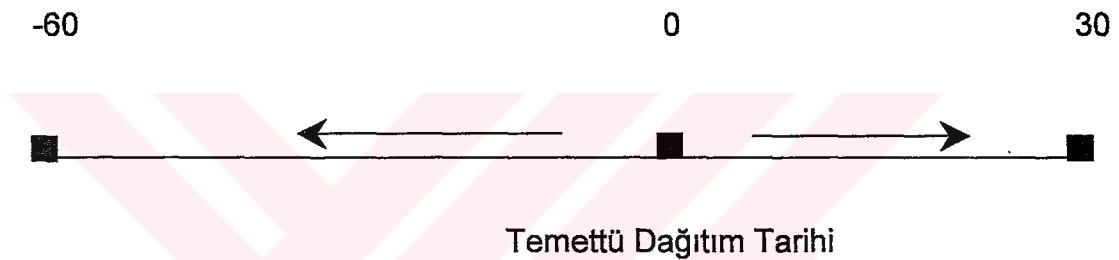
Çalışmamızın veri toplama aşamasında, İstanbul Menkul Kıymetler Borsası 100 endeksinde 2003 yılında işlem gören firmalar temel alınmıştır. Bu firmalar Tablo 4.3'te ve Ek 1'de daha detaylı bir şekilde verilmiştir. İMKB-100 Endeksinde işlem gören 99 firma ele alınmış ve geriye dönük olarak 1997 yılına kadar firmaların temettü dağıtımları incelenmiş ve modelde bu firmalara ilişkin veriler kullanılmıştır. Firmaların temettü dağıtımları İMKB-100 endeksine dahil oluş yıllarına göre 2003-1997 dönemi için incelenmiştir. Bu verilere de Ek 2'de yer verilmiştir. 2003 yılında İMKB-100 endeksinde 99 firma işlem görmesine rağmen bazı firmaların incelen dönemde temettü dağıtmaması yada endeksten çıkması dolayısıyla incelenen firma sayısında azalma gözlenmiştir.

Tablo 4.3 2003 Yılında İMKB 100 Endeksine Dahil Olan Firmalar

XU100	31.12.2003	XU100	31.12.2003	XU100	31.12.2003
ADNAC	ADANA ÇİMENTO C	DOKTS	DOKTAŞ	MNDRS	MENDERES TEKSTİL
AKENR	AK ENERJİ	ECILC	ECZACIBAŞI İLAÇ	MIGRS	MIGROS
AKBNK	AKBANK	ECYAP	ECZACIBAŞI YAPI	MILYT	MİLLİYET GAZETECİLİK
AKCNS	AKÇANSA	ECZYT	ECZACIBAŞI YATIRIM	MIPAZ	MİLLİYET PAZARLAMA
AKSA	AKSA	EFES	EFES HOLDİNG	NTHOL	NET HOLDİNG
AKGRT	AKSİGORTA	EGSER	EGE SERAMİK	NTTUR	NET TURİZM
ALGYO	ALARKO GMYO	ENKAI	ENKA İNŞAAT	NETAS	NETAŞ TELEKOM
ALARK	ALARKO HOLDİNG	EREGL	EREĞLİ DEMİR ÇELİK	OTKAR	OTOKAR
ALCTL	ALCATEL TELETAS	FINBN	FINANSBANK	PRKTE	PARK ELEKTRİK
ALKIM	ALKİM KİMYA	FROTO	FORD OTOSAN	PETKM	PETKİM
ALKA	ALKİM KAĞIT	GARAN	GARANTİ BANKASI	PTOFS	PETROL OFİSİ
ANACM	ANADOLU CAM	GIMA	GİMA	SAHOL	SABANCI HOLDİNG
AEFES	ANADOLU EFES	GLMDE	GLOBAL MENKUL DEĞERLER	SANKO	SANKO PAZARLAMA
ANHYT	ANADOLU HAYAT EMEKLİLİK	GOLDS	GOLDAŞ KUYUMCULUK	SASA	SASA
ASUZU	ANADOLU İSUZU	GSDHO	GSD HOLDİNG	SODA	SODA SANAYİ
ANSGR	ANADOLU SİGORTA	GUSGR	GÜNEŞ SİGORTA	SKBNK	ŞEKERBANK
ARCLK	ARÇELİK	HEKTS	HEKTAŞ	SISE	ŞİŞE CAM
ARSAN	ARSAN TEKSTİL	HURGZ	HÜRRIYET GAZETECİLİK	TUDDF	T. DEMİRDÖKÜM
ASELS	ASELSAN	IHEVA	İHLAS EV ALETLERİ	TNSAS	TANSAŞ
AYGAZ	AYGAZ	IHGYO	İHLAS GMYO	TATKS	TAT KONSERVE
BEKO	BEKO ELEKTRONİK	IHLAS	İHLAS HOLDİNG	TEBNK	TEB
BOLUC	BOLU ÇİMENTO	ISCTR	İŞ BANKASI C	THYAO	TÜRK HAVA YOLLARI
BRSAN	BORUSAN YAT. PAZARLAMA	ISFIN	İŞ FİNANSAL KİRALAMA	TOASO	TOFAŞ OTOMOBİL FABRİKASI
BRYAT	BORUSAN BORU	ISGYO	İŞ GMYO	TRKCM	TRAKYA CAM
BOSSA	BOSSA	IZMDC	İZMİR DEMİR ÇELİK	TRCAS	TURCAS PETROL
BSPRO	BŞH PROFİLO	KRDMD	KARDEMİR D	TCELL	TURKCELL
CYTAS	CEYTAŞ MADENCİLİK	KIPA	KİPA	TUPRS	TÜPRAŞ
CARSI	ÇARŞI	KCHOL	KOÇ HOLDİNG	UZEL	UZEL MAKİNA
CIMSA	ÇİMSA	KORDS	KORDSA DUPONT	VESTL	VESTEL
DEVA	DEVA HOLDİNG	KRSTL	KRİSTAL KOLA	YKBNK	YAPI KREDİ BANKASI
DISBA	DIŞBANK	LIOYS	LİO YAĞ	YKGYO	YAPI KREDİ KORAY
DOHOL	DOĞAN HOLDİNG	MRDIN	MARDİN ÇİMENTO	YKSGR	YAPI KREDİ SİGORTA
DYHOL	DOĞAN YAYIN HOLDİNG	MMART	MARMARİS MARTI OTEL	YAZIC	YAZICILAR HOLDİNG

Gözlem setini oluşturan 99 firmaya ait temettü dağıtım şekilleri, temettü dağıtım oranları, genel kurul ve yönetim kurulu tarihleri ve temettü dağıtım tarihleri, hisse senetlerinin günlük fiyatları ve İMKB 100 endeksinin günlük değerleri seans bazında belirlenmiştir.

Temettü dağıtım tarihinden 60 gün öncesi ve 30 gün sonrası hisse senedi fiyatları modelde kullanılmıştır. Hisse senedi fiyatlarında temettü dağıtım şekline göre meydana gelmiş olabilecek fiyat artışının sebebini daha iyi açıklayabilmek için günlük veriler seans bazında kullanılmıştır.



Temettü dağıtım tarihinden 60 gün öncesinin alınmasının sebebi bu dönemde genel kurul ve yönetim kurulu tarihlerinin yer almasıdır. Genel kurul ve yönetim kurulu tarihinde yapılan ilanların etkisinin de incelemeye dahil edilmesi ve etkisinin tespit edilebilmesini sağlamak için temettü dağıtım tarihinden 60 gün öncesine gidilmiştir. Temettü dağıtım tarihinden sonraki 30 günlük dönemin alınmasının sebebi ise temettü dağıtımından sonra hisse senedi fiyatındaki değişimin incelenebilmesini sağlamaktır. Daha uzun bir dönemin alınmamasının sebebi ise temettü dağıtım etkisinin daha uzun dönemde yok olacağı ve ortaya diğer etmenlerin etkilerinin çıkacağıdır. Sonucu olumsuz yönde etkilememesi ve sadece temettü dağıtımının etkisinin incelenmesi için sadece bu günleri içeren dönemler dahil edilmiştir.

Araştırmada kullanılan her firma için aşağıdaki kriterler aranmıştır:

1. Her firmanın İMKB 100 endeksinde kesintisiz işlem gördüğü 91 günlük verileri 1997-2003 yılları için ele alınmıştır.

2. Örnek grubun oluşturulmasında temettü dağıtım yılları baz alınmış temettü dağıtılmayan yıllar ihmal edilmiştir.
3. Temettü dağıtım tarihinden 60 gün önce ve 30 gün sonrası için hisse senedi fiyatları ve 100 endeksi değerleri seans bazında değerlendirilmiştir.
4. Temettü ilan tarihi olarak firmaların genel / yönetim kurulu tarihleri kabul edilmiştir.
5. Firmaların genel/yönetim kurul tarihleri ve temettü dağıtım tarihleri İMKB şirket haberleri baz alınarak tespit edilmiştir.
6. Yapılan incelemede sapma olmaması için tek seans işlem gören günler ihmal edilmiştir.

Temettü dağıtım şekilleri 5 grupta incelenmiştir;

1. Nakit
2. Hisse Senedi
3. Bedelli
4. Bedelsiz
5. Melez (Nakit+ Hisse Senedi)

1997-2003 yıllarında İMKB-100 Endeksine dahil olan firmaların temettü dağıtım şekillerine göre temettü dağıtım sayıları Tablo 4.4'te verilmiştir. Tablo incelendiğinde İMKB 100 Endeksindeki firmaların 1997-2003 yıllarında en fazla bedelsiz hisse senedi dağıttığı, ikinci olarak da nakit temettü dağıtımına ağırlık verdiği gözlenmektedir. Örnek grupta en küçük pay melez temettü dağıtımına aittir. Bunun sebebinin ise henüz Türkiye'deki firmaların melez temettü dağıtım şeklini tam olarak benimsememeleri olabilir.

Tablo 4.4 Yıl/Temettü dağıtım şekli bazında İMKB 100 Endeksine dahil olan firmaların temettü dağıtım sayısı

ÖDEME TİPİ	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	TOPLAM
NAKİT	33	32	26	19	21	19	35	185
HİSSE SENEDİ	7	7	10	14	13	8	9	68
MELEZ	5	5	2	6	6	4	2	30
BEDELLİ	20	19	10	17	17	10	9	102
BEDELSİZ	42	39	35	51	40	38	50	295
TOPLAM	107	102	83	107	97	79	105	680

Yapılan incelemede kullanılan veriler İMKB İnternet adresinden, www.analiz.com adlı İnternet sitesinden, Capital ve Ekonomist dergilerinden elde edilmiştir. Firmaların temettü dağıtım şekilleri, oranları, genel kurul tarihleri, yönetim kurulu tarihleri, temettü dağıtım tarihleri www.imkb.gov.tr İnternet adresinden elde edilmiştir. Firmaların günlük düzeltilmiş hisse senedi fiyatları ise www.analiz.com İnternet adresinden elde edilmiştir. Seans bazında günlük hisse senedi fiyatları düzeltilmiş değerlerdir. Düzeltilmiş değerlerin alınmasının sebebi ise sermaye artırımını ile hisse senedi fiyatında oluşan düzensizliğin giderilmesidir.

İMKB 100 endeksindeki hemen hemen tüm firmaları kapsayan bu çalışmada örnek sayısının fazla olması elde edilen sonuçların güvenilirliğini de arttırmaktadır.

4.2.2. Yöntem

Hisse senedi getirileri çok değişkenli normal bir dağılım gösterdiği için bu çalışmada, Brown ve Warner'ın⁵ piyasa modeli⁶ kullanılmıştır.

$$R_{i,t} = \alpha_i + \beta_i R_{\text{IMKB-100},t} + e_{i,t}$$

$R_{i,t}$: i firmasının t günündeki getirisi

$R_{\text{IMKB-100},t}$: İMKB-100 Endeksinin günlük getirisi

α_i, β_i : i hisse senedi için piyasa model parametreleri

$e_{i,t}$: Hata terimi

Hisse senedinin reel getirisini bulmak içinse;

$$ABR_{i,t} = R_{i,t} - \alpha_i - \beta_i R_{\text{IMKB-100},t}$$

formülünü kullanacağız.

4.2.2.1. Anormal getirinin hesaplanması (AbR)

Anormal getirinin hesaplanması için İMKB-100 Endeksine dahil olan firmaların hisse senedi fiyatları İMKB100 endeksinden arındırılmıştır. Bu sayede anormal getiri bulunmuştur.

$$AbR_{i,t} = (H_{i,t,2} - H_{i,t,1}) - (E_{t,2} - E_{t,1})$$

$AbR_{i,t}$: i hisse senedi fiyatında t gününde meydana gelen anormal getiri

⁵ S. BROWN, WARNER J. : "Measuring security price performance", Journal of Financial Economics 8, 1980, 205-258.

⁶ Bu konuyla ilgili detaylı bilgi edinmek için www.fsa.ulaval.ca, www.uwasa.fi, www.iemss.org, www.fep.up.pt, <http://web.utk.edu/uprdaves599/excessreturns.htm>. internet adreslerine başvurulabilir.

$H_{i,t,2}$: t gününün 2 .seansında i hisse senedinin fiyatı

$H_{i,t,1}$: t gününün 1 .seansında i hisse senedinin fiyatı

$E_{t,2}$: İMKB-100 Endeksinin t gününün 2. seansındaki değeri

$E_{t,1}$: İMKB-100 Endeksinin t gününün 1. seansındaki değeri

Olay dönemi olarak adlandırılan dönemde herhangi bir t gününde getiride anormal getiriyi bulmak için aşağıdaki formül kullanılmıştır:

$$\overline{AbR_t} = \frac{1}{N} \sum_{i=1}^{N_t} AbR_{i,t}$$

4.2.2.2. Kümülatif getirinin hesaplanması(CAR)

Kümülatif getirinin hesaplanmasında anormal getiriler kullanılmıştır. Her firmanın günlük anormal getirilerinin kümülatif toplamı örnek dönemler için yani, -60' dan +30 dönemine kadar hesaplanmıştır.

CAR(a,b) a gününden b gününe kadarki günlük anormal getirilerin kümülatif toplamıdır. Oluşturulan hipotezlere göre temettü dağıtımının kümülatif toplamalarda beklenen etkisinin sıfır olması beklenmektedir.

$$CAR_{(a,b)} = \sum_a^b \overline{AbR_t}$$

4.2.2.3. Hipotezlerin kontrolü

Temettü dağıtım şekillerinin firma değeri üzerine etkisini kontrol etmede Brown ve Warner'ın iki yöntemi seçilmiştir⁷. Bu iki yöntem iki farklı varsayıma dayanarak oluşturulmuştur: zaman kesitine bağımlı ve zaman kesitinden bağımsız.

⁷ S. BROWN, WARNER J. : "Using Daily Stock Returns; The Case of Event Studies" Journal of Financial Economics Volume 14, Issue 1, March, 1985, 3-31.

Zaman kesitine bağımlı olduğu öngörülerek oluşturulan yöntemde; t testleri, anormal getirilerde zaman serilerini kullanarak yapılmaktadır. Zaman serileri hisse senedi anormal getirilerinde bağımlı olarak hesaba katılmaktadır. Aynı zamanda t testleri anormal getirilerde başka zaman serileri bağımlılığını da göz ardı etmektedir.

Bir istatistiki dizinin dağılımını anlamak için bazı ölçüler vardır. Bunların en basiti, dizideki en büyük ve en küçük değerler arasındaki açıklıktır. Dizideki değerlerin, dizinin aritmetik ortalamasından farklarının kareleri toplamının N-1'e bölünmesiyle hesaplanan varyans da dizideki dağılım hakkında biraz daha ayrıntılı bilgi verir. Varyansın karekökünü almak(standart sapma), dağılımı gözlem cinsinden bir değerle ifade etmek olur. Ortalamanın standart sapmaya bölümü ise bize t değerini verir.

Zaman kesiti bağımlılığı olduğu kabul edilen t testi değeri;

$$t = \frac{\overline{AbR_t}}{s(AbR_t)}$$

şeklinde hesaplanır.

Formülde kullanılan standart sapma ise aşağıdaki formül yardımıyla bulunur.

$$s(AbR_t) = \left[\frac{\sum_{-60}^{+30} (AbR_t - \overline{AbR_t})^2}{90} \right]^{1/2}$$

Kümülatif getiri için t değeri ise;

$$t_{(CAR)} = \frac{CAR_{(-60,+30)}}{s(CAR_{(-60,+30)})}$$

Kümülatif getirinin standart sapma formülü ise;

$$s(CAR_{(-60,+30)}) = \left(\sum_{-60}^{+30} s^2(AbR_t) \right)^{1/2}$$

şeklindedir.

Ayrıca zaman kesitinden bağımsız varsayımı altında, zaman serileri bağımsızlığı da hesaba katılmıştır. Tek tipe indirgenmiş artı getiriler bağımlı değildir.

Tek tip anormal getiriyi $AbR'_{i,t}$ elde etmek için, her bir anormal getiri öncelikle o güne ait anormal getirinin standart sapmasına bölündü.

$$AbR'_{i,t} = AbR_{i,t} / s^*(AbR_{i,t})$$

Formüldeki standart sapmanın hesabı aşağıdaki formül yardımı ile bulunmuştur:

$$s(AbR_{i,t}) = \left[\left(\sum_{-60}^{+30} (AbR_{i,t} - AbR_i) / 90 \right) \right]^{1/2}$$

$$AbR_i = \frac{1}{91} \sum_{-60}^{+30} AbR_{i,t}$$

Zaman kesiti bağımsızlığı olduğu kabul edilen t testi değerinin hesaplandığı formül;

$$t(ABR) = \frac{\sum_{i=1}^{N_t} AbR'_{i,t}}{(N_t)^{1/2}}$$

Formülde N_t t gününde, örnek grupta kullanılan hisse senedi sayısını ifade etmektedir.

Kümülatif getiri için hesaplanacak t testi değeri ise;

$$t(CAR) = \frac{SCAR(p,f)}{(N_t)^{1/2}}$$

formülü ile bulunmuştur

Zaman kesitinden bağımsız olarak hesaplanan sonuçlar bu bölümde verilecek ve açıklanacaktır. Zaman kesitine bağımlı olarak elde edilen sonuçlar ise Ek 3'de verilmiştir. Zaman kesitinden bağımsız olarak yapılan çalışmanın zaman kesitine bağımlı olarak yapılan çalışmaya tercih edilmesinin sebebi, zaman kesitinden bağımsız olarak elde edilen sonuçların kullanılmasının varyans tahmin etmede kullanılan yöntem verimliliğini arttırmasıdır. t testlerinde kullanılan varyans tahmininde daha net olmaya olanak tanıyarak, bağımsızlık varsayımı anormal performansın var olduğunda ortaya çıkmasını kolaylaştırır. Ayrıca hariç bırakılamayacak bazı özel standartlaşmış fazla getirilerin olabilme olasılıkları nedeniyle zaman kesitinde bağımsızlık yöntemi zaman kesiti bağımlılık yöntemine tercih edilmiştir. Nitekim Ek 3'te verilen zaman kesitine bağımlı olarak hesaplanan değerlerle, zaman kesitinden bağımsız olarak hesaplanan değerler farklı sonuçlar vermektedir. Bu da seçilen yöntemin doğruluğunu göstermektedir.

4.2.3. Hipotezler

Bu çalışmada temettü dağıtım şekillerinin firma değeri üzerine etkisi incelenmiştir. Analizde temettü dağıtım oranları dikkate alınmamıştır. Temettüler dağıtım şekillerine göre incelenmiştir. Çalışmada temettü dağıtım günü başlangıç noktası olarak ele alınmıştır. Başlangıç günü etrafındaki temettü dönemi riskinin temettü dağıtım şekline göre değişiklik gösterdiği farz edilmiştir.

Yukarıdaki açıklamalar ışığında her temettü dağıtım şekli için ayrı hipotezler oluşturulmuştur.

Hipotez1

H_0 : Nakit temettü dağıtım döneminde, hisse senedi sahipleri, nakit temettü dağıtımına bağlı olarak fazla getiri elde etmez.

H_1 : Nakit temettü dağıtım döneminde, hisse senedi sahipleri, nakit temettü dağıtımına bağlı olarak normal getirinin üzerinde getiri elde eder.

Hipotez2

H_0 : Hisse senedi şeklinde temettü dağıtım döneminde, hisse senedi sahipleri, hisse senedi şeklinde temettü dağıtımına bağlı olarak fazla getiri elde etmez.

H_1 : Hisse senedi şeklinde temettü dağıtım döneminde, hisse senedi sahipleri, hisse senedi şeklinde temettü dağıtımına bağlı olarak normal getirinin üzerinde getiri elde eder.

Hipotez3

H_0 : Bedelli temettü dağıtım döneminde, hisse senedi sahipleri, bedelli temettü dağıtımına bağlı olarak fazla getiri elde etmez.

H_1 : Bedelli temettü dağıtım döneminde, hisse senedi sahipleri, bedelli temettü dağıtımına bağlı olarak normal getirinin üzerinde getiri elde eder.

Hipotez4

H_0 : Bedelsiz temettü dağıtım döneminde, hisse senedi sahipleri, bedelsiz temettü dağıtımına bağlı olarak fazla getiri elde etmez.

H_1 : Bedelsiz temettü dağıtım döneminde, hisse senedi sahipleri, bedelsiz temettü dağıtımına bağlı olarak normal getirinin üzerinde getiri elde eder.

Hipotez5

H_0 : Melez temettü dağıtım döneminde, hisse senedi sahipleri, melez temettü dağıtımına bağlı olarak fazla getiri elde etmez.

H_1 : Melez temettü dağıtım döneminde, hisse senedi sahipleri, melez temettü dağıtımına bağlı olarak normal getirinin üzerinde getiri elde eder.

4.2.4. Analiz Sonuçları

Araştırmayla ilgili veriler toplanıp düzenlendikten sonra daha önce bahsedilen analiz yöntemleriyle değerlendirilmiş ve her temettü dağıtım şekli için ayrı tablo ve grafikler elde edilmiştir.

Analiz işlemleri bilgisayar ortamında SPSS isimli programda yapılmıştır. Bu programda veriler t-testi⁸ analizine tabi tutulmuş ve her dağıtım şekli için ayrı sonuçlar elde edilmiştir.

⁸ t değerleri örnek grup 500'den büyük olduğu için 0,99 anlamlılık düzeyinde 2,576 değerine, 0,95 anlamlılık düzeyine göre ise 1,960 değerine göre değerlendirilmiştir. Bu değerler t değerleri dağılım tablosundan elde edilmiştir.

Tablo 4.5⁹ Firmaların Temettü Dağıtım Şekillerine Göre –60;+30 Dönemine Ait t Değerleri ve Anlamlılık Düzeyi Tablosu

	NAKİT			HİSSE			BEDELLİ			BEDELSİZ			MELEZ		
olay	ABR	CAR	t(ABR)	ABR	CAR	t(ABR)	ABR	CAR	t(ABR)	ABR	CAR	t(ABR)	ABR	CAR	t(ABR)
-60	-0,02	-0,02	-0,15	0,15	0,15	0,78	-0,07	-0,07	-0,44	0,01	0,01	0,13	-0,21	-0,21	-0,81
-59	-0,26	-0,28	-2,07	-0,17	-0,02	-0,89	0,01	-0,06	0,07	0,02	0,03	0,13	-0,69	-0,90	-2,66
-58	-0,05	-0,33	-0,40	-0,19	-0,21	-0,97	-0,28	-0,34	-1,86	-0,12	-0,09	-1,07	0,42	-0,48	1,61
-57	-0,15	-0,49	-1,22	0,31	0,10	1,58	0,06	-0,28	0,38	0,00	-0,10	-0,04	0,20	-0,28	0,79
-56	0,25	-0,23	1,99	-0,54	-0,44	-2,75	-0,14	-0,42	-0,92	-0,10	-0,20	-0,85	0,13	-0,14	0,52
-55	-0,09	-0,32	-0,69	0,13	-0,31	0,68	0,05	-0,36	0,36	0,12	-0,08	1,02	0,04	-0,10	0,17
-54	-0,04	-0,36	-0,31	-0,08	-0,39	-0,42	-0,03	-0,39	-0,19	-0,13	-0,21	-1,10	0,18	0,09	0,72
-53	-0,18	-0,54	-1,39	-0,26	-0,65	-1,32	0,01	-0,38	0,08	-0,05	-0,26	-0,45	0,04	0,13	0,17
-52	0,07	-0,47	0,56	2,21	1,56	11,27	0,06	-0,32	0,39	0,04	-0,22	0,34	-0,06	0,07	-0,23
-51	-0,01	-0,48	-0,09	-4,16	-2,59	-21,19	-0,07	-0,39	-0,46	-0,08	-0,30	-0,66	0,10	0,17	0,40
-50	-0,53	-1,01	-4,20	-0,05	-2,65	-0,27	0,03	-0,37	0,17	0,06	-0,24	0,52	-0,02	0,15	-0,09
-49	0,13	-0,89	1,00	0,21	-2,43	1,09	0,16	-0,21	1,06	-3,16	-3,40	-27,19	-0,03	0,12	-0,13
-48	-0,20	-1,09	-1,61	-1,71	-4,14	-8,73	0,07	-0,14	0,44	-0,21	-3,60	-1,77	-0,29	-0,17	-1,12
-47	0,41	-0,68	3,21	-0,36	-4,51	-1,85	-0,03	-0,17	-0,23	-0,18	-3,78	-1,53	0,33	0,16	1,28
-46	-0,04	-0,72	-0,30	-0,12	-4,62	-0,60	-0,38	-0,56	-2,53	-0,20	-3,98	-1,72	-0,33	-0,17	-1,26
-45	0,13	-0,59	1,01	0,37	-4,25	1,91	-0,13	-0,69	-0,88	0,02	-3,96	0,17	0,09	-0,08	0,34
-44	0,00	-0,59	0,00	0,02	-4,23	0,10	-0,02	-0,71	-0,14	0,40	-3,56	3,45	-0,02	-0,10	-0,07
-43	-0,27	-0,87	-2,17	0,01	-4,22	0,05	-0,04	-0,75	-0,28	-0,04	-3,60	-0,32	-0,07	-0,17	-0,28
-42	-0,01	-0,88	-0,09	-0,16	-4,38	-0,80	-0,07	-0,82	-0,44	-0,19	-3,79	-1,64	0,00	-0,17	0,00
-41	0,50	-0,38	3,90	0,15	-4,23	0,76	-0,11	-0,93	-0,72	-0,21	-4,00	-1,80	0,09	-0,08	0,36
-40	-0,15	-0,53	-1,17	-0,02	-4,25	-0,09	-0,02	-0,95	-0,16	-0,43	-4,43	-3,74	-0,06	-0,14	-0,23
-39	-0,94	-1,47	-7,43	-0,12	-4,37	-0,62	-0,10	-1,05	-0,64	-0,12	-4,55	-1,00	0,00	-0,13	0,02
-38	-0,13	-1,60	-0,98	-0,01	-4,38	-0,05	0,13	-0,92	0,88	-0,53	-5,08	-4,60	0,32	0,18	1,23
-37	-0,35	-1,95	-2,79	-0,49	-4,87	-2,51	-0,73	-1,65	-4,86	-0,22	-5,30	-1,89	-0,01	0,18	-0,03
-36	-0,01	-1,96	-0,06	-1,05	-5,92	-5,36	-0,13	-1,77	-0,83	-0,38	-5,68	-3,25	0,07	0,24	0,25
-35	0,01	-1,96	0,04	0,58	-5,34	2,96	0,02	-1,76	0,11	0,04	-5,64	0,34	0,40	0,64	1,55
-34	0,40	-1,55	3,19	0,05	-5,30	0,25	0,56	-1,19	3,74	-0,05	-5,69	-0,40	-0,01	0,63	-0,04
-33	0,21	-1,34	1,69	-0,45	-5,74	-2,28	-0,06	-1,26	-0,43	-0,29	-5,97	-2,46	-0,02	0,61	-0,09
-32	-0,23	-1,56	-1,78	-0,02	-5,76	-0,09	0,23	-1,02	1,55	0,18	-5,79	1,57	0,07	0,68	0,26
-31	-0,13	-1,69	-1,02	-1,16	-6,92	-5,90	-0,35	-1,37	-2,32	-2,19	-7,98	-18,85	-0,01	0,66	-0,04
-30	-0,08	-1,77	-0,65	0,26	-6,66	1,30	0,17	-1,21	1,12	-0,11	-8,09	-0,95	-0,03	0,63	-0,13
-29	0,05	-1,73	0,37	-0,06	-6,72	-0,32	-0,18	-1,38	-1,18	-0,09	-8,18	-0,78	-0,18	0,45	-0,70
-28	-0,10	-1,82	-0,78	-2,38	-9,10	-12,12	-0,20	-1,59	-1,35	-0,77	-8,95	-6,60	0,12	0,57	0,48
-27	-0,98	-2,80	-7,69	-0,11	-9,21	-0,57	0,28	-1,31	1,85	0,00	-8,95	0,03	-0,05	0,53	-0,19
-26	-0,21	-3,01	-1,64	0,45	-8,76	2,30	-0,01	-1,32	-0,08	-0,42	-9,36	-3,58	0,17	0,70	0,66
-25	-0,52	-3,53	-4,06	-0,04	-8,80	-0,19	0,02	-1,30	0,15	-0,99	-10,35	-8,53	-0,05	0,65	-0,18
-24	-0,04	-3,56	-0,30	1,09	-7,71	5,54	-0,01	-1,31	-0,05	-0,14	-10,49	-1,20	0,15	0,80	0,59
-23	0,08	-3,49	0,62	-0,02	-7,73	-0,09	-0,08	-1,39	-0,56	0,01	-10,48	0,09	0,11	0,91	0,44
-22	1,02	-2,47	8,02	-2,21	-9,94	-11,25	-0,01	-1,40	-0,04	-0,08	-10,56	-0,68	-0,22	0,70	-0,84
-21	0,51	-1,95	4,05	0,34	-9,60	1,73	-0,05	-1,45	-0,33	0,07	-10,49	0,57	0,17	0,87	0,66
-20	-0,44	-2,40	-3,50	-0,43	-10,02	-2,17	-0,08	-1,53	-0,56	-0,25	-10,74	-2,11	-0,31	0,55	-1,21
-19	0,16	-2,23	1,30	0,01	-10,02	0,03	-0,24	-1,77	-1,56	0,07	-10,67	0,60	0,16	0,72	0,63
-18	0,18	-2,05	1,46	1,82	-8,20	9,28	-0,06	-1,83	-0,39	-0,08	-10,76	-0,73	1,07	1,79	4,16

⁹ 0,05 anlamlılık düzeyindeki hücreler gri renkle, 0,01 anlamlılık düzeyindeki hücreler koyu renkte rakamlarla belirtilmiştir.

Tablo 4.5(Devamı)

	NAKİT			HİSSE			BEDELLİ			BEDELSİZ			MELEZ		
olay	ABR	CAR	t(ABR)	ABR	CAR	t(ABR)	ABR	CAR	t(ABR)	ABR	CAR	t(ABR)	ABR	CAR	t(ABR)
-17	0,22	-1,82	1,77	-0,61	-8,81	-3,11	-0,06	-1,89	-0,41	-0,06	-10,82	-0,53	-0,08	1,71	-0,32
-16	0,00	-1,82	-0,02	-0,08	-8,89	-0,42	-0,27	-2,16	-1,78	0,06	-10,76	0,48	1,47	3,18	5,69
-15	0,15	-1,68	1,16	0,23	-8,66	1,19	-0,04	-2,20	-0,27	-0,08	-10,84	-0,69	0,10	3,28	0,38
-14	0,09	-1,58	0,73	-0,66	-9,31	-3,36	0,09	-2,11	0,60	0,16	-10,68	1,41	0,22	3,50	0,86
-13	0,11	-1,47	0,87	0,02	-9,30	0,08	0,00	-2,11	-0,01	0,26	-10,41	2,27	0,03	3,53	0,13
-12	0,00	-1,48	-0,03	-0,02	-9,32	-0,12	-0,12	-2,23	-0,83	-0,04	-10,45	-0,36	0,25	3,78	0,97
-11	0,56	-0,92	4,41	0,98	-8,34	4,99	-0,09	-2,32	-0,59	0,36	-10,09	3,13	-0,25	3,53	-0,95
-10	0,05	-0,86	0,42	-0,21	-8,56	-1,09	-0,11	-2,44	-0,75	-0,04	-10,13	-0,34	-0,02	3,52	-0,07
-9	0,09	-0,77	0,71	0,04	-8,52	0,21	-0,26	-2,70	-1,74	-0,11	-10,24	-0,91	-0,10	3,42	-0,37
-8	0,42	-0,36	3,29	0,04	-8,48	0,19	-0,07	-2,77	-0,48	0,03	-10,21	0,26	-0,09	3,33	-0,36
-7	0,10	-0,26	0,79	0,11	-8,37	0,58	0,03	-2,74	0,18	0,00	-10,20	0,02	0,00	3,33	0,01
-6	0,28	0,03	2,22	0,41	-7,96	2,08	-0,05	-2,80	-0,35	0,00	-10,21	-0,03	0,15	3,48	0,56
-5	0,13	0,15	0,99	0,01	-7,95	0,07	0,18	-2,62	1,19	0,12	-10,09	1,01	0,63	4,11	2,46
-4	-0,09	0,07	-0,68	-0,28	-8,23	-1,45	0,12	-2,49	0,83	-0,08	-10,17	-0,72	0,03	4,14	0,12
-3	-0,04	0,03	-0,29	-0,17	-8,40	-0,84	0,10	-2,40	0,63	-0,02	-10,19	-0,18	0,16	4,30	0,60
-2	-0,14	-0,12	-1,14	4,05	-4,35	20,64	0,12	-2,27	0,80	-1,40	-11,60	-12,07	0,14	4,43	0,53
-1	0,27	0,15	2,10	-0,96	-5,30	-4,87	0,11	-2,17	0,72	-0,18	-11,78	-1,54	-0,07	4,37	-0,26
0	0,01	0,16	0,06	0,15	-5,15	0,78	0,26	-1,91	1,73	0,10	-11,68	0,83	0,04	4,41	0,16
1	-0,29	-0,13	-2,31	-3,24	-8,39	-16,54	-0,10	-2,00	-0,64	-0,14	-11,82	-1,18	-0,04	4,36	-0,16
2	-0,16	-0,29	-1,26	-0,27	-8,66	-1,37	0,07	-1,93	0,47	-0,20	-12,02	-1,75	-0,16	4,21	-0,61
3	-0,02	-0,32	-0,18	-0,19	-8,85	-0,95	-0,11	-2,04	-0,74	-0,05	-12,07	-0,42	0,21	4,42	0,83
4	-0,20	-0,51	-1,54	0,21	-8,64	1,06	0,04	-2,00	0,30	-0,26	-12,33	-2,25	-0,13	4,29	-0,51
5	0,06	-0,45	0,47	-0,15	-8,79	-0,75	-0,01	-2,01	-0,05	-0,07	-12,40	-0,60	0,36	4,65	1,38
6	-0,29	-0,75	-2,30	-0,15	-8,94	-0,77	0,33	-1,67	2,20	0,03	-12,37	0,28	-0,19	4,45	-0,75
7	0,09	-0,66	0,69	-2,82	-11,76	-14,36	-1,40	-3,07	-9,26	-1,03	-13,40	-8,88	0,07	4,52	0,27
8	-0,40	-1,06	-3,15	0,62	-11,14	3,14	-0,04	-3,11	-0,29	-0,11	-13,51	-0,94	0,01	4,53	0,05
9	0,11	-0,95	0,87	0,17	-10,97	0,88	-0,01	-3,13	-0,09	0,04	-13,47	0,36	0,18	4,71	0,69
10	-0,02	-0,97	-0,14	0,94	-10,03	4,80	0,84	-2,28	5,59	-0,09	-13,56	-0,79	-0,10	4,61	-0,40
11	0,08	-0,89	0,61	0,06	-9,97	0,32	-0,08	-2,36	-0,50	-0,08	-13,64	-0,71	0,12	4,73	0,47
12	0,06	-0,83	0,46	-0,14	-10,10	-0,71	-0,52	-2,87	-3,42	-0,37	-14,01	-3,16	0,05	4,78	0,19
13	-0,32	-1,15	-2,52	0,42	-9,68	2,15	-0,32	-3,20	-2,13	-0,21	-14,21	-1,76	-0,04	4,73	-0,17
14	0,28	-0,87	2,20	0,04	-9,64	0,23	0,04	-3,15	0,28	0,06	-14,15	0,50	0,14	4,87	0,54
15	-0,12	-0,99	-0,97	-0,05	-9,69	-0,28	-0,04	-3,20	-0,27	-0,14	-14,29	-1,17	-0,39	4,48	-1,52
16	-0,05	-1,04	-0,41	-0,73	-10,42	-3,71	-0,07	-3,26	-0,45	-0,03	-14,32	-0,22	0,17	4,65	0,66
17	-0,09	-1,14	-0,74	-1,69	-12,11	-8,64	-0,61	-3,87	-4,02	-0,44	-14,76	-3,80	0,03	4,68	0,10
18	0,34	-0,80	2,67	0,32	-11,79	1,64	0,07	-3,80	0,45	0,07	-14,69	0,60	-0,06	4,62	-0,24
19	-0,18	-0,98	-1,43	0,08	-11,71	0,41	-0,17	-3,97	-1,11	-0,18	-14,87	-1,57	0,29	4,90	1,11
20	0,02	-0,96	0,18	1,73	-9,98	8,83	-0,07	-4,04	-0,48	0,00	-14,87	-0,02	-0,10	4,80	-0,41
21	0,20	-0,76	1,59	0,01	-9,97	0,03	1,04	-3,00	6,92	0,75	-14,13	6,44	-0,08	4,71	-0,33
22	0,08	-0,68	0,60	2,34	-7,63	11,94	-0,05	-3,05	-0,34	0,04	-14,09	0,34	-0,17	4,54	-0,68
23	-0,02	-0,70	-0,15	-0,03	-7,67	-0,17	0,11	-2,94	0,70	0,03	-14,05	0,29	0,00	4,54	0,01
24	-0,03	-0,73	-0,27	0,06	-7,60	0,31	-0,08	-3,03	-0,55	0,01	-14,04	0,08	0,11	4,66	0,44
25	-0,06	-0,79	-0,48	-0,44	-8,04	-2,22	0,11	-2,92	0,71	-2,19	-16,23	-18,83	-0,22	4,43	-0,87
26	0,08	-0,71	0,62	0,15	-7,89	0,76	0,59	-2,33	3,91	0,06	-16,18	0,47	0,03	4,46	0,12
27	-0,15	-0,86	-1,15	0,19	-7,70	0,95	-0,05	-2,38	-0,35	0,06	-16,12	0,50	-0,08	4,39	-0,30
28	-0,10	-0,96	-0,76	-0,32	-8,02	-1,61	-0,13	-2,51	-0,86	-0,05	-16,17	-0,44	0,07	4,46	0,27
29	0,06	-0,89	0,50	1,21	-6,81	6,16	-1,61	-4,12	-10,66	0,04	-16,13	0,35	0,01	4,47	0,05
30	-0,17	-1,06	-1,31	0,41	-6,40	2,10	0,22	-3,90	1,47	0,02	-16,10	0,21	-0,12	4,35	-0,48

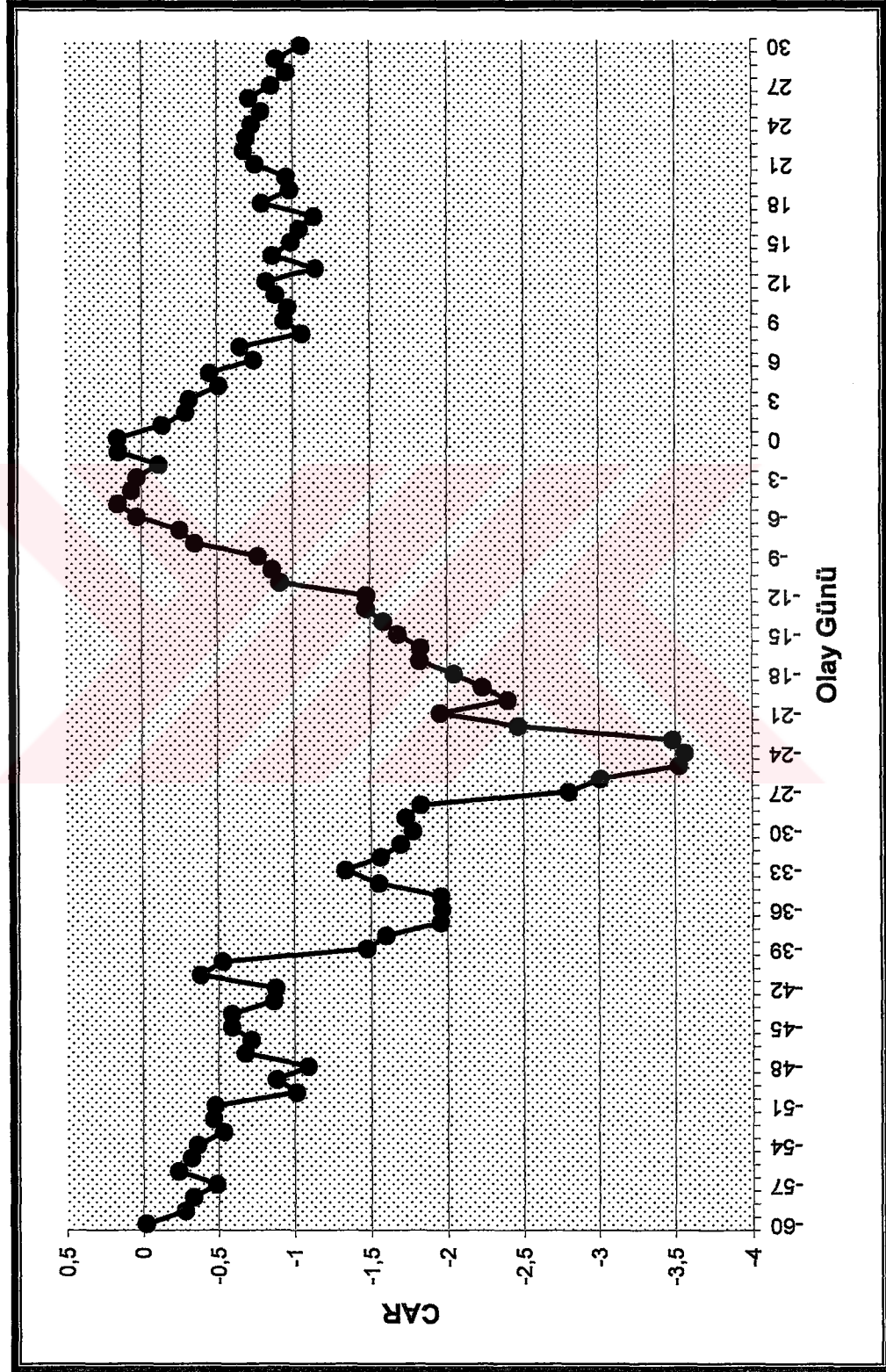
4.2.4.1. Nakit temettü

Nakit temettü dağıtımına ilişkin olarak oluşturulan hipotezlerin kontrolü için, zaman kesitinden bağımsız varsayımı altında öncelikle İMKB 100 Endeksine dahil olan firmaların nakit temettü dağıttıkları dönemlerdeki verileri firma bazında değerlendirilerek, her firma için tek bir standartlaştırılmış ABR'ler hesaplanmıştır. Elde edilen bu ABR'ler yardımıyla CAR değerleri hesaplanmıştır. Daha sonra toplam 62 firmaya ait bir olay dönemi için $t(\text{ABR})$ değerleri hesaplanmıştır. Bu üç değer bir tabloda toplanarak t değerlerinin anlamlılık derecesine göre değerlendirilmesi yapılmıştır. Bu tablo Tablo 4.5'te tüm temettü dağıtım şekilleriyle birlikte verilmiştir. Yapılan uygulamada nakit temettü dağıtımı için 62 firmanın 5915 verisi değerlendirilmiştir.

Tablo 4.6 Nakit Temettü Dağıtımında Firma ve Olay Sayısı Tablosu

	Firma Sayısı	N (olay sayısı)
ABR	62	5915
CAR	62	5915

Yapılan hesaplamalar doğrultusunda CAR/Olay günü grafiği elde edilmiştir. İMKB 100 Endeksine dahil olan firmaların nakit temettü dağıtımı için karar aldıkları genel kurul tarihlerinin, olay dönemi olarak kabul ettiğimiz -60/+30 döneminde -20. günlerde olduğu tespit edilmiştir. Bu yüzden yorumlamaya bu noktadan başlanacaktır. -20 gününden önceki dönemdeki değişimler, temettü dağıtımı dışındaki faktörlerin etkisiyle olmuş olabilir. Grafik 4.1'de bu nokta tespit edildiğinde, bu noktadan başlayan ve 0 noktasına yani temettü dağıtım tarihine kadar süren bir artış olduğu gözlenmektedir. Bu durumun nakit temettü dağıtım kararının piyasada duyulması ile oluşan bir artış olduğu düşünülmektedir. Temettü dağıtım tarihinde -20 noktasında başlayan artış en üst noktasına ulaşmaktadır.



Grafik 4.1 Nakit temettü dağıtım dönemindeki Ortalama Kümülatif Getiri(CAR) Grafiği

Temettü dağıtım tarihinden sonra bir düşüş trendi oluşmaktadır. Getirilerde pozitif ancak önemsiz artışlar olmasına rağmen negatif trend 13. güne kadar devam etmektedir. Bu noktada yeni denge fiyatı oluşuktan sonra getirilerde dengeli bir düzelme görülmektedir.

Tablo 4.5'e göz attığımızda -20;+30 döneminde 0,95 anlamlılık düzeyinde -6, -1. günlerde pozitif reel getirilerin oluştuğunu görüyoruz. 0,99 anlamlılık düzeyinde ise -11 ve -8. günlerde artışlar gözlenmektedir. Düşüş trendi temettü dağıtım tarihinden sonraki gün başlamakta ve 13. güne kadar devam etmektedir. 5. günde oluşan yeni tepe noktasından sonra, kümülatif getiriler 0,95 anlamlılık düzeyine göre 1, 6 ve 13. günlerde önemli düşüşler oluşturarak tekrar negatif trende dönmektedir.

Nakit temettü dağıtım ilanına piyasanın olumlu bir tepki verdiği hem grafikten hem de Tablo 4.5'den açıkça gözlenmektedir. Fazla getirinin bu dönemde elde edilebileceği düşünülmektedir. Yükseliş trendi temettü dağıtım tarihine kadar devam etmekte ve bu tarihte de en üst noktasına ulaşmaktadır.

Bir yatırımcının nakit temettü dağıtacak bir firmanın hisse senedini hangi noktada alıp hangi noktada satması gerektiğini incelemek için, olay dönemini bölümlere ayırdık ve kümülatif getirilerle bunlara ait t değerlerini içeren bir tablo oluşturduk. Tablo 4.7'de görüldüğü gibi, eğer bir yatırımcı temettü dağıtım tarihinden 25 gün önce bir hisse senedini satın alıp, temettü dağıtım tarihinden 25 gün sonra satarsa en yüksek getiriyi 0,99 anlamlılık düzeyine göre elde eder. Yine -30;-1 döneminde de yatırımcılar yüksek bir getiri elde edebilirler. Ancak temettü dağıtım tarihinden sonra kümülatif getirilerde negatif bir eğilim meydana gelmekte bu da yatırımcıların getirilerini olumsuz etkilemektedir.

Tablo 4.7 Nakit temettü dağıtım döneminde kümülatif getiriler¹⁰

	CAR	t(CAR)
-60;30	-1,06039	-8,34951
-40;30	-0,67851	-5,34257
-30;30	0,631583	4,973089
-25;25	2,21585	17,44762
-20;20	0,993172	7,820248
-15;15	0,832644	6,556247
-10;10	-0,04811	-0,37883
-5;5	-0,48043	-3,7829
-5;-1	0,124685	0,981775
-30;-1	1,843497	14,51571
-40;-3	0,411286	3,238471
-7;-3	0,385182	3,032929
1;5	-0,6127	-4,82439
1;30	-1,2195	-9,60233
3;7	-0,36394	-2,86563
1;10	-1,12497	-8,858
1;15	-1,15128	-9,06519
1;20	-1,11777	-8,80133
1;25	-0,95289	-7,50309
0;0	0,007583	0,059712
-1;1	-0,01919	-0,1511

Dolayısıyla grafikten ve tablolardan anlaşılacağı gibi nakit temettü dağıtım ilanı hisse senedi fiyatını olumlu etkilemektedir. Piyasa, nakit temettü haberine olumlu tepki vermekte ve yatırımcılar hisse senedini alış eğilimine girmektedir. Nakit temettü dağıtımından sonra ise yatırımcılar hisse

¹⁰ 0,05 anlamlılık düzeyindeki hücreler gri renkle, 0,01 anlamlılık düzeyindeki hücreler koyu renkte rakamlarla belirtilmiştir.

senedinden bekledikleri getiriye elde ettiklerini düşünerek hisse senedini satma eğilimine girmekte, bu da hisse senedi fiyatında dolayısıyla yatırımcıların reel getirisinde düşüşe sebep olmaktadır.

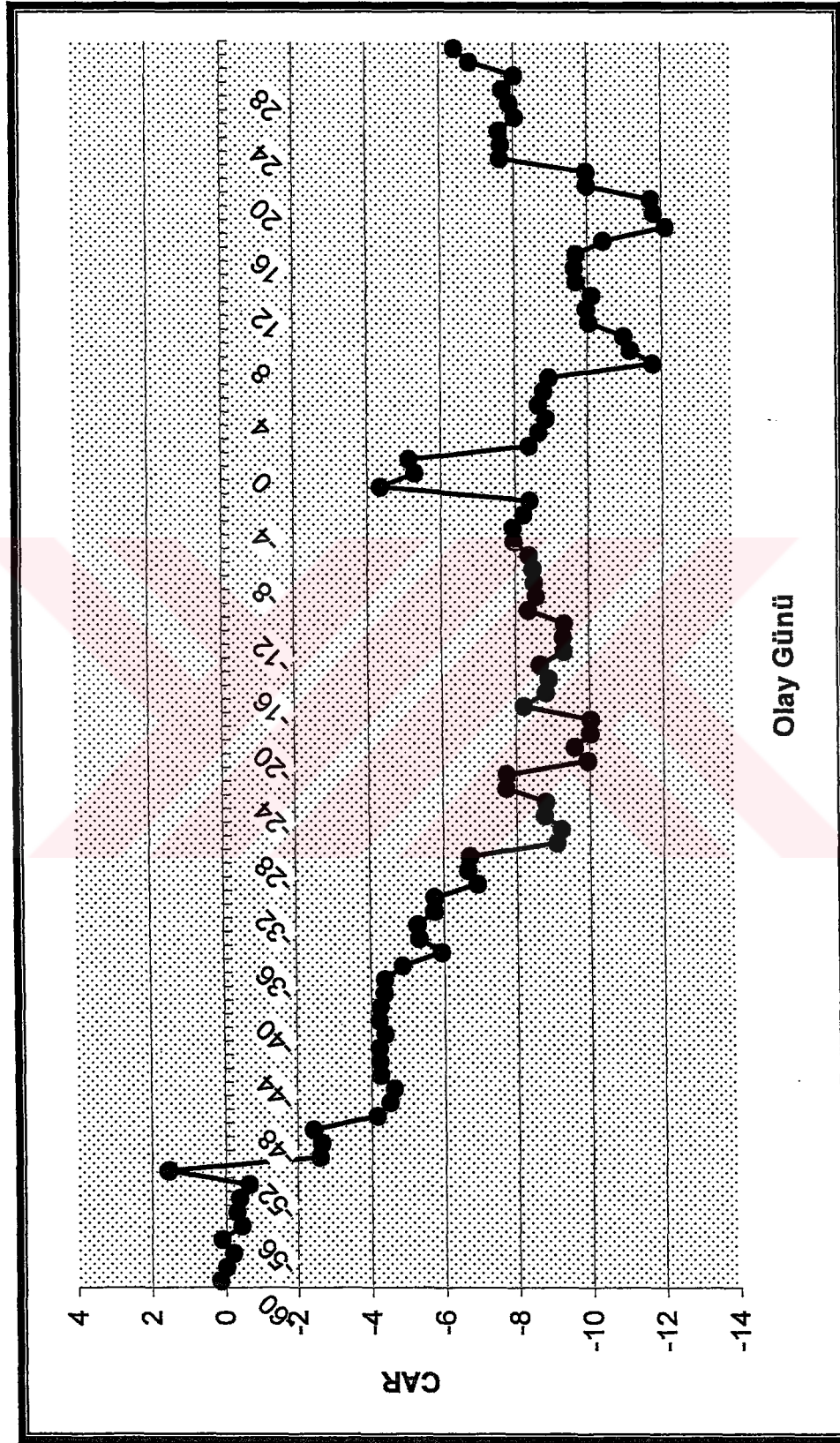
4.2.4.2. Hisse senedi şeklinde temettü

Hisse Senedi Şeklinde temettü dağıtımına ilişkin olarak oluşturulan hipotezlerin kontrolü için, AbR, CAR değerleri daha önce belirtilen yöntemler yardımıyla hesaplanmış ve t değerleri bulunmuştur. Tablo 4.8'den görüleceği gibi hisse senedi şeklinde temettü dağıtımında 26 firmanın 2457 değeri incelenmiştir. 1997-2003 döneminde 26 firmanın hisse senedi şeklinde temettü dağıttığı tespit edilmiştir.

Tablo 4.8 Hisse Senedi Şeklinde Temettü Dağıtımında Firma ve Olay Sayısı Tablosu

	Firma Sayısı	N Olay sayısı
ABR	26	2457
CAR	26	2457

Hisse senedi şeklinde temettü analizi şaşırtıcı bir sonuç ortaya koymuştur. Hisse senedi şeklinde temettü dağıtımına ilişkin olarak hazırlanan grafik dikkatle incelendiğinde temettü dağıtım tarihine kadar kısmen sabit çizgisel bir trend yakalanmıştır. Hisse senedi şeklinde temettü dağıtımında, seçilen firmaların genel kurul tarihlerinin, -52. günde olduğu tespit edilmiştir. Grafik 4.2'de bu nokta tespit edildiğinde -52. günde ani bir düşüş yaşanmakta, sonra temettü dağıtım tarihine kadar hafif bir düşüş eğilimi oluşsa da genelde oluşan trendde ani sapmalar gözlenmemektedir. -53. günde yatırımcıların olumlu beklentisiyle -52. günde oluşan artış, hisse senedi şeklinde temettü dağıtılacağı ilanı ile iniş trendine girmektedir.



Grafik 4.2 Hisse Senedi şeklinde temettü dağıtım dönemindeki Ortalama Kümülatif Getiri Grafiği

Temettü dağıtım tarihinden sonra ise keskin ve aşağı doğru bir trend oluşmakta ve 7. günde en düşük seviyesine ulaşmaktadır. Bu günden sonra piyasa yeni denge fiyatını oluşturmaya başlamaktadır.

Tablo 4.5'den günlük verilere baktığımızda, -51. günde meydana gelen ani ve keskin düşüşün temettü ilanından kaynaklandığı söylenebilir. Bu günden sonra inişli ve çıkışlı sabit bir trendin olduğu gözlenmektedir. Artışlar -35, -26, -24, -18, -11, -6 ve -2. günlerde pozitif getiriler sağlasa da, azalışlarda negatif getirilere sebep olmaktadır.

Temettü dağıtım tarihinde önemli olmayan yukarı yönlü trend keskin ve önemli bir hareketle negatife doğru dönmektedir. 1. günde 0,99 anlamlılık düzeyine göre oldukça önemli negatif bir değer oluşmaktadır. 1 günde oluşan negatif trend 7. güne kadar devam etmektedir. Bu günden sonra piyasada yeni denge fiyatının oluşmaya başlamasıyla trend pozitive dönmekte ve 8 10 13, 20, 22, 29 ve 30. günlerde pozitif değerler oluşmaktadır.

Yapılan incelemeden yatırımcıların hisse senedi şeklinde temettü dağıtım haberine kayıtsız kaldıkları, diğer temettü dağıtım şekillerindeki kadar keskin bir tavır sergilemedikleri açıkça görülmektedir.

Temettü dağıtım tarihinden sonra oluşan düşüş ise oldukça normaldir. Çünkü hisse senedi şeklinde temettü dağıtımı, dolaşımdaki hisse senedi sayısını artırmakta, bu da hisse senedi fiyatını düşürmektedir. Ayrıca daha önce yapılan literatür taramasından da hatırlanacağı gibi yatırımcılar firmaların hisse senedi şeklinde temettü dağıtımını olumsuz karşılamakta, bu haberi, firmanın yeterli nakdi olmadığı için hisse senedi şeklinde temettü dağıttığı şeklinde yorumlamaktadır.

Eğer bir yatırımcı hisse senedi şeklinde temettü dağıtan bir firmanın hisse senetlerini almayı düşünüyorsa, alış ve satış kararını hangi günlerde vereceğini Tablo 4.9'a bakarak tespit edebilir.

Tablo 4.9 Hisse senedi şeklinde temettü dağıtım döneminde kümülatif getiriler

	CAR	t(CAR)
-60;30	-6,39907	-32,629
-40;30	-2,1689	-11,0593
-30;30	0,516918	2,635774
-25;25	0,721388	3,678372
-20;20	-0,382	-1,94783
-15;15	-0,80307	-4,09486
-10;10	-1,68328	-8,5831
-5;5	-0,83099	-4,23721
-5;-1	2,655019	13,53799
-30;-1	1,612694	8,22316
-40;-3	-4,16518	-21,2383
-7;-3	0,084645	0,431607
1;5	-3,6394	-18,5574
1;30	-1,24917	-6,36956
3;7	-3,09389	-15,7758
1;10	-4,87823	-24,8742
1;15	-4,54348	-23,1673
1;20	-4,82974	-24,6269
1;25	-2,89009	-14,7366
0;0	0,153396	0,78217
-1;1	-4,04687	-20,6351

Tablo 4.5'e göre hisse senedi şeklinde temettü dağıtım döneminde en yüksek getiri -5;-1 döneminde oluşmaktadır. 0,99 anlamlılık derecesine göre en yüksek pozitif değer bu dönemde oluşmuştur. Zaten hisse senedi şeklinde temettü dağıtımından sonra oluşan negatif trend göz önüne alındığında temettü dağıtım tarihinin beklenmemesi en iyi karar olabilir. Diğer

dönemlerde oluşan negatif değerlerin büyüklüğü hisse senedi şeklinde temettü dağıtımının piyasa tarafından olumlu karşılanmadığını açıkça göstermektedir.

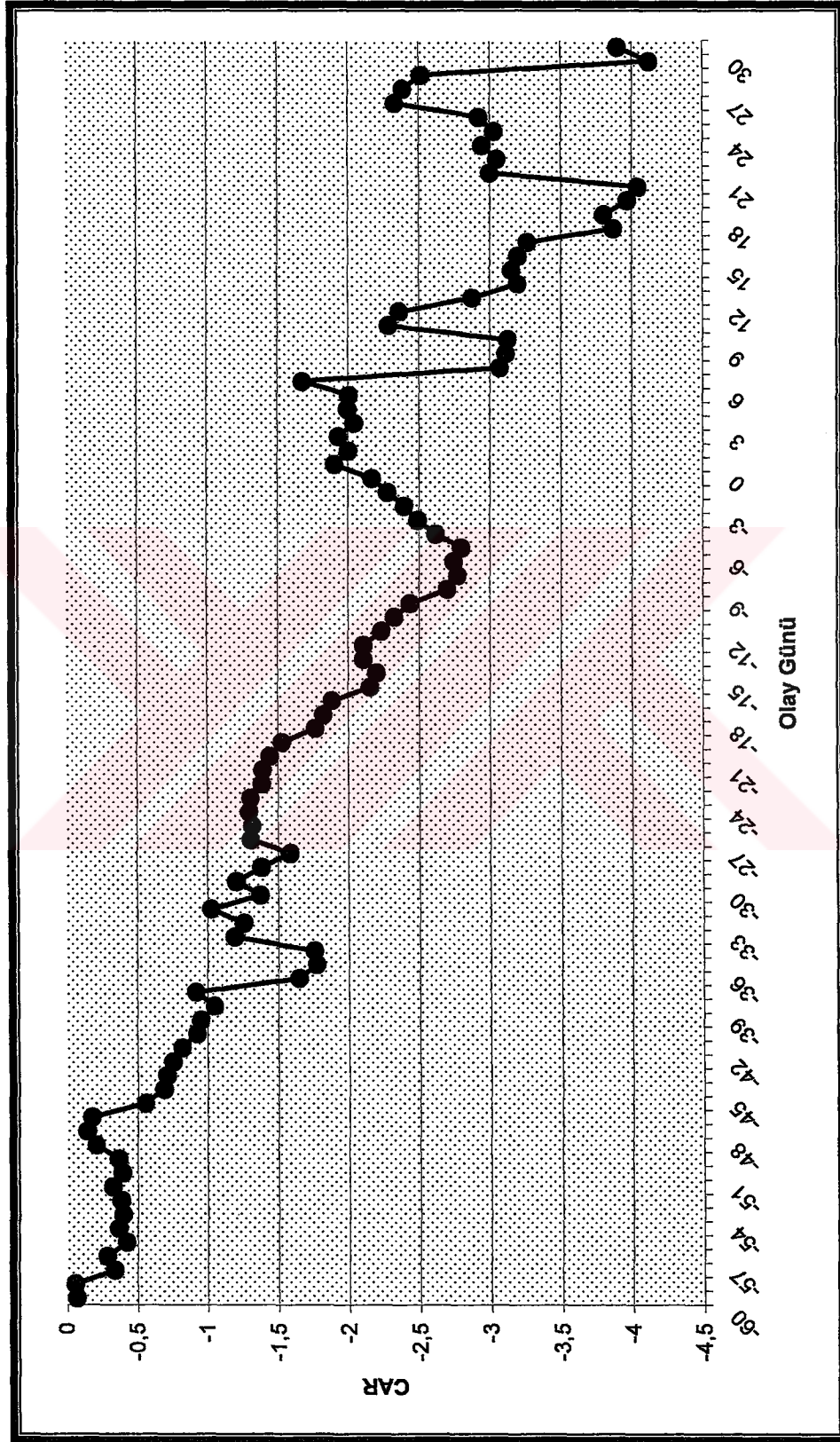
4.2.4.3. Bedelli sermaye artırım

Bedelli sermaye artırımına ilişkin olarak yapılan istatistik hesaplamalarında Tablo 4.10'da belirtildiği gibi 44 firmanın 4095 verisi kullanılmıştır.

Tablo 4.10 Bedelli Sermaye Artırımının Firma ve Olay Sayısı Tablosu

	Firma Sayısı	N Olay Sayısı
ABR	44	4095
CAR	44	4095

Yapılan hesaplamalar doğrultusunda CAR/Olay günü grafiği elde edilmiştir. İMKB 100 Endeksine dahil olan firmaların bedelli sermaye artırım için karar aldıkları yönetim kurulu tarihlerinin, olay dönemi olarak kabul ettiğimiz -60/+30 döneminde -50. günlerde olduğu tespit edilmiştir. -50 gününden önceki dönemdeki değişimler, temettü dağıtım dışındaki faktörlerin etkisiyle olabileceği için yorumlamaya bu noktadan başlanacaktır. Grafik 4.3'te bu nokta tespit edildiğinde bu noktadan başlayan ve -6 noktasına yani temettü dağıtım tarihinden 6 gün öncesine kadar devam eden bir düşüş trendinin olduğu gözlenmektedir. Bu durumun bedelli sermaye artırım kararının piyasada duyulması ile oluşan bir azalış olduğu düşünülmektedir. Temettü dağıtım tarihinden 6 gün öncesinde bu düşüş trendi en düşük noktaya ulaşmaktadır.



Grafik 4.3 Bedelli Sermaye Artırım dönemindeki Ortalama Kümülatif Getiri Grafiği

-6. günden sonra temettü dağıtım trendine kadar negatif yönlü eğilim pozitifte dönmekte ve temettü dağıtım tarihiyle temettü dağıtım tarihinden 6 gün sonrasında tepe noktasına ulaşmaktadır. Temettü dağıtım tarihinden 6 gün sonra ani iniş ve çıkışlar piyasada yeni denge fiyatının oluşumu sinyalini vermektedir.

Temettü dağıtım tarihinden sonra oluşan inişli çıkışlı trendi t değerleri de desteklemektedir. 0,99 ve 0,95 anlamlılık düzeylerine göre incelenen değerlerde hem pozitif hem de negatif getirilere işaret etmektedir.

Tablo 4.5'e göz attığımızda -50;+30 döneminde 0,95 anlamlılık düzeyinde -46, -31. günlerde negatif reel getirilerin oluştuğunu görüyoruz. 0,99 anlamlılık düzeyinde ise -37. günde negatif, -34. günde ise pozitif getiri oluşmaktadır.

Düşüş trendi temettü dağıtım tarihinden 6 gün sonra başlamakta ve 30. güne kadar ani iniş çıkışlarla devam etmektedir. 6. günde oluşan yeni tepe noktasından sonra, kümülatif getiriler 0,99 anlamlılık düzeyine göre 7, 12, 17 ve 29. günlerde önemli düşüşler oluşturarak tekrar negatif trendi devam ettirmektedir.

Bedelli sermaye artırım kararı ilanına piyasanın olumsuz bir tepki verdiği hem grafikten hem de Tablo 4.5'den açıkça gözlenmektedir. Fazla getirinin temettü dağıtım tarihinden 6 gün önce başlayan yükseliş trendinde elde edilebileceği düşünülmektedir.

Bir yatırımcının bedelli sermaye artırımı yapan bir firmanın hisse senedini hangi noktada alıp hangi noktada satması gerektiğini incelemek için Tablo 4.11 oluşturulmuştur. Kümülatif getirilerle hesaplanan t değerlerine göre, eğer bir yatırımcı temettü dağıtım tarihinden 5 gün önce bir hisse senedini satın alıp, temettü dağıtım tarihinden 5 gün sonra satarsa en yüksek

getiriyi 0,99 anlamlılık düzeyine göre elde eder. Yine -5;-1 ve -7;-3 döneminde de yatırımcılar yüksek bir getiri elde edebilirler.

Tablo 4.11 Bedelli sermaye artırım döneminde ki kümülatif getiriler

	CAR	t(CAR)
-60;30	-3,89969	-25,8676
-40;30	-2,97193	-19,7136
-30;30	-2,52479	-16,7476
-25;25	-1,60012	-10,614
-20;20	-2,59602	-17,22
-15;15	-1,04023	-6,90012
-10;10	0,039134	0,259587
-5;5	0,79053	5,243781
-5;-1	0,630218	4,180392
-30;-1	-0,79119	-5,24815
-40;-3	-1,46821	-9,73901
-7;-3	0,375217	2,488909
1;5	-0,10043	-0,66618
1;30	-1,99435	-13,229
3;7	-1,13898	-7,55514
1;10	-0,37787	-2,50648
1;15	-1,29008	-8,55743
1;20	-2,13628	-14,1705
1;25	-1,01509	-6,73334
0;0	0,260743	1,729572
-1;1	0,273076	1,811382

Kümülatif getirilerle elde edilen Tablo 4.11’de dönemlere dikkat edersek bedelli sermaye artırım ilanının yapıldığı dönemden sonra piyasada oluşan olumsuz etki nedeniyle yatırımcıların pozitif getiri elde etmeleri

mümkün gözükmemektedir. Bedelli sermaye artırım döneminde, artırımdan 5 gün öncesinde ve 5 gün sonrasında olumlu bir trend yakalanmaktadır. Yatırımcıların bu dönemi dikkatle takip edip yatırımlarını yapmaları tavsiye edilebilir. Aksi takdirde bedelli sermaye artırım döneminin başında yatırım yapan bir yatırımcının negatif getiri elde etmesi engellenemeyebilir.

Bedelli sermaye artırımı piyasada olumsuz karşılanmakta ve haberin piyasada duyulmasıyla hisse senedi fiyatında olumsuz etkisi görülmektedir. Hisse senedi fiyatında ani bir düşüş gerçekleşmektedir. Bunun sebebi de daha önce yapılan literatür çalışmalarından da hatırlanacağı gibi, hisse senedi sahiplerinin artırıma katılmak için ödeme yapmak istememeleridir. Ellerindeki paranın daha sonra elde etme olasılıkları olan paradan daha kıymetli olduğunu düşünmektedirler. Ayrıca olayın psikolojik etkisi de hesaba katılmalıdır. Bu durum yatırımcılar tarafından, firmanın para toplama yöntemi olduğu şeklinde yorumlanmaktadır. Ayrıca firmanın nakit sıkıntısı içinde olabileceği kuşkuvarının uyanması ise yatırımcıları bu olaya karşı olumsuz tepki vermesine sebep olmaktadır.

Burada dikkat edilmesi gereken bir nokta piyasanın bedelli sermaye artırım ilanı döneminde negatif bir tutum takınmasına rağmen neden bedelli sermaye artırımından 6 gün önce bu tutumlarını pozitif çevirdikleridir. Yatırımcıların paranın zaman değerini düşündüklerini varsayarsak, bedelli sermaye artırım ilanı ile ellerindeki parayı bu hisse senedine yatırmak yerine, bedelli sermaye artırım tarihine kadar ellerindeki parayı başka yerlerde değerlendirip, artırım tarihinden 6 gün önce yatırım yapmayı tercih edebilirler.

Diğer bir varsayımda piyasanın bedelli sermaye artırımına olumsuz tepki vereceğini bilen yatırımcıların, bu olumsuz trendin bitmesini bekleyip öyle yatırım yaptıkları şeklinde olabilir. Sermaye artırımından 6 gün önce yatırımcıların bu hisse senedini tercih etmeleri hisse senedinin fiyatını dolayısıyla getirisini artırıcı yönde etki yapmaktadır.

Grafik ve tablolardan anlaşılacağı gibi bedelli sermaye artırım ilanı hisse senedi fiyatını olumsuz etkilemektedir. Piyasa, bedelli sermaye artırım haberine olumsuz tepki vermektedir. Bedelli sermaye artırımından sonra ise piyasanın olumsuz eğilimi devam etmekte ve getirilerdeki düşüş inişli çıkışlı bir trendle devam etmektedir.

4.2.4.4. Bedelsiz sermaye artırımı

Bedelsiz sermaye artırımına ilişkin olarak oluşturulan hipotezlerin kontrolü için, AbR,CAR değerleri daha önce belirtilen yöntemler yardımıyla hesaplanmış, t değerleri bulunmuş ve Tablo 4.12'den görüleceği gibi bedelsiz sermaye artırım hesaplarında 74 firmanın 6916 değeri incelenmiştir. 1997-2003 döneminde 74 firmanın bedelsiz sermaye artırım yaptığı tespit edilmiştir.

Tablo 4.12 Bedelsiz Sermaye Artırımının Firma ve Olay Sayısı Tablosu

	Firma Sayısı	N Olay Sayısı
ABR	74	6916
CAR	74	6916

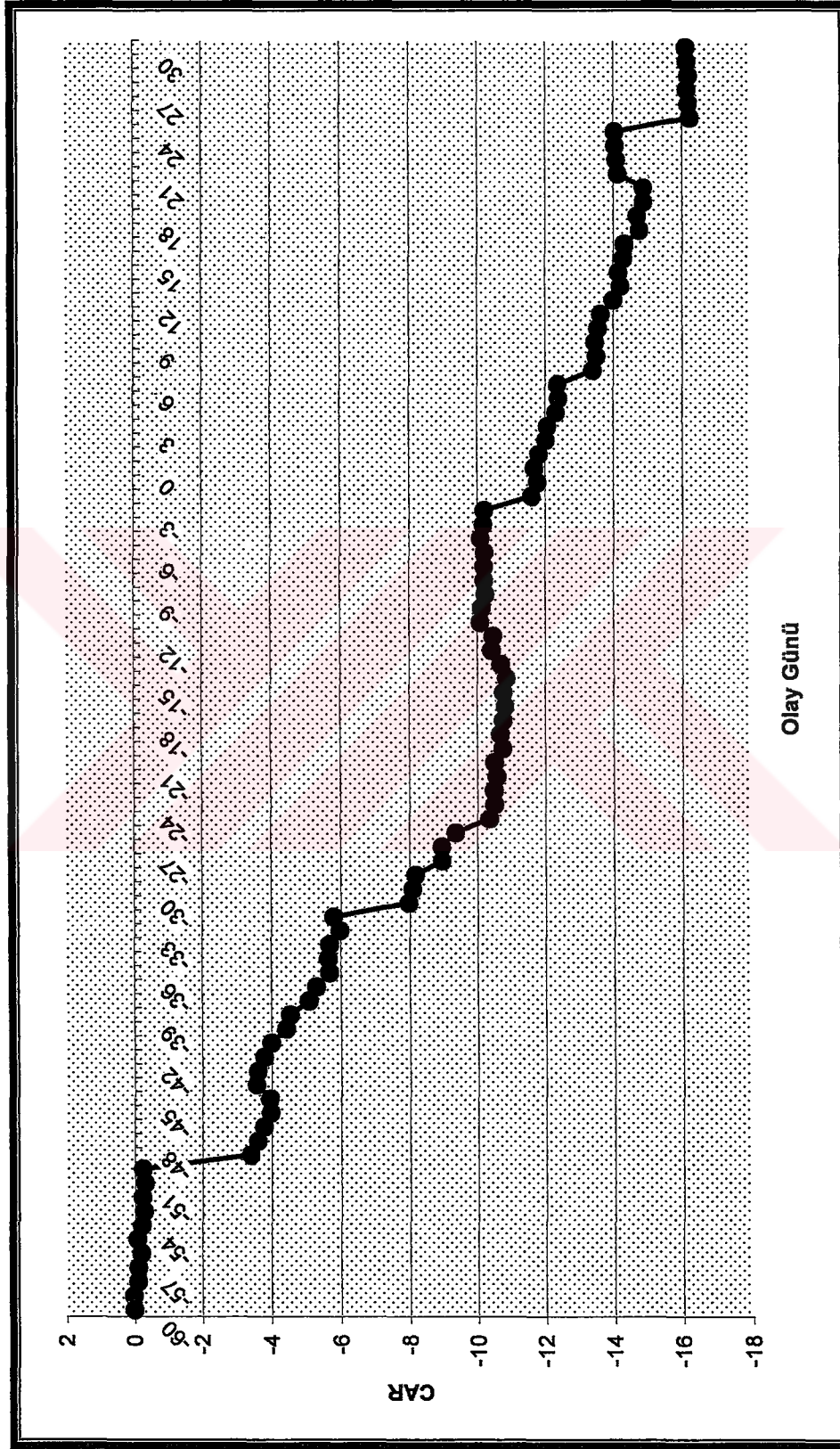
Bedelsiz sermaye artırımında, seçilen firmaların genel kurul tarihlerinin, -50. günde olduğu tespit edilmiştir. Grafik 4.4'te bu nokta tespit edildiğinde -50. günde ani bir düşüş yaşandıktan sonra, temettü dağıtım tarihine kadar hafif bir düşüş eğilimi oluşsa da genelde oluşan trendde ani sapmalar gözlenmemektedir. Hatta -25;-3 döneminde durağan ve çizgisel bir trend oluşmaktadır. Bedelsiz artırımdan 2 gün önce hafif bir düşüş yaşansa da, -2;6 döneminde sabit bir çizgi oluşturmaktadır. Bedelsiz artırım ilanı piyasa da çok büyük bir olumsuzluk yaratmasa da hisse senedi getirisini iniş trendine sokmaktadır. Ne var ki, bedelsiz sermaye artırım gününde aynı

şeyden söz etmek mümkün değildir. 0 noktasında ne pozitif ne de negatif bir değişme olmamaktadır.

Bu durum oldukça ilginç sonuçları da beraberinde getirmektedir. 0 noktasından sonra durağan bir seyrin oluşması, denge fiyatının hemen sermaye artırım gününde oluşmaya başladığı sinyalini vermektedir.

Günlük verilerden oluşan Tablo 4.5'e baktığımızda, -50. günde meydana gelen ani ve keskin düşüşün sermaye artırım ilanından kaynaklandığı söylenebilir. Bu günden sonra inişli ancak sabit bir trendin olduğu gözlenmektedir. Artışlar 0,99 anlamlılık düzeyine göre -44, -11 ile 21. günlerde, 0,95 anlamlılık düzeyine göre-13.günde pozitif getiriler sağlasa da, azalışlarda negatif getirilere sebep olmaktadır.

Sermaye artırım tarihinden 25 gün önce başlayan durağan trend , artırım tarihinden 2 gün sonra anlamlılık düzeylerine göre önemli bir hareketle negatife doğru dönmektedir.



Grafik 4.4 Bedelsiz Sermaye Artırım dönemindeki Ortalama Kümülatif Getiri Grafiği

Yapılan incelemeden yatırımcıların bedelsiz sermaye artırım haberine olumsuz baktıkları açıkça görülmektedir.

Bedelsiz sermaye artırımına ilişkin elde edilen grafik aynı hisse senedi şeklinde temettü dağıtımına ilişkin elde edilen grafikte benzer bir sonuç ortaya koymuştur. Hisse senedi şeklinde temettü dağıtımında da bedelsiz hisse senetleri verilmektedir. Belki de hisse senedi şeklinde temettü dağıtımı ile bedelsiz sermaye artırım grafikleri arasındaki benzerlik buradan kaynaklanmaktadır. Yatırımcılar hem hisse senedi şeklinde temettü ilanına hem de bedelsiz sermaye artırım haberine tepkilerini hemen ve olumsuz şekilde vermektedirler. Daha sonra iki seçenekte de seyir durağan bir hal almaktadır. Temettü dağıtım tarihine gelindiğinde iki seçenek arasındaki fark ortaya çıkmaktadır. Hisse senedi şeklinde temettü dağıtımına piyasa hemen olumsuz bir etki oluştururken, bedelsiz sermaye artırımına piyasanın tepkisi gecikmeli olmaktadır.

Temettü dağıtım tarihinden sonra gecikmelide olsa oluşan düşüş ise oldukça normaldir. Çünkü bedelsiz artırım, dolaşımdaki hisse senedi sayısını artırmakta, bu da hisse senedi fiyatını düşürmektedir. Gerçi daha önce elinde hisse senedi olan yatırımcıların bedelsiz sermaye artırım ile getirilerinde bir değişme olmaması gerekmektedir. Çünkü eldeki hisse senedi sayısının artması fiyattaki düşüşü karşılamalıdır. Ancak yapılan çalışmanın sonucundan da anlaşılabileceği gibi matematiksel olarak bir etki olmasa da psikolojik açıdan bedelsiz sermaye artırım hisse senedi getirisini etkilemektedir. Yatırımcılar getirilerinde bir değişme olmayacağı şeklinde bir yorum yapmamakta firmanın bedelsiz sermaye artırımını olumsuz yönde yorumlamaktadır. Firmanın nakit temettü dağıtımını yapacak likiditeye sahip olmadığını ve elde tutulan sermaye ile yeni yatırımların yapılabileceği ancak yeni yatırımlardan bekledikleri getiriye elde edemeyebileceklerini düşünmektedirler.

Dolayısıyla grafikten de anlaşılacağı gibi bedelsiz sermaye artırım ilanı ve bedelsiz sermaye artırımını hisse senedi fiyatını olumsuz etkilemektedir. Bu olumsuzluk hisse senedi getirilerini de olumsuz etkilemektedir. Tablo 4.13 incelendiğinde t değerlerinin anlamlılık düzeylerine göre oldukça yüksek ve hepsinin negatif olduğu açıkça görülmektedir. Bu durumda bedelsiz artırımın piyasada ne denli olumsuz karşılandığının açık bir delili olabilir.

-7;-3 ve 0;0 döneminde pozitif getiriler elde edilebilirse de bunların anlamlılık düzeylerine göre hiçbir anlamları yoktur.

Eğer bir yatırımcı bedelsiz sermaye artırımını yapan bir firmanın hisse senetlerini almayı düşünüyorsa, alış ve satış kararını hangi günlerde vereceğini Tablo 4.13'e bakarak tespit edebilir. Ancak Tablo 4.13'deki veriler bize daha çok alış değil hisse senedine yatırım yapılmayacak dönemleri vermektedir.

Tablo 4.13 Bedelsiz sermaye artırım döneminde ki kümülatif getiriler

	CAR	t(CAR)
-60;30	-16,1049	-138,54
-40;30	-12,107	-104,148
-30;30	-8,12323	-69,8786
-25;25	-6,87126	-59,1088
-20;20	-4,37973	-37,6758
-15;15	-3,53053	-30,3708
-10;10	-3,4669	-29,8234
-5;5	-2,19144	-18,8515
-5;-1	-1,56807	-13,489
-30;-1	-3,79331	-32,6313
-40;-3	-6,196	-53,3
-7;-3	0,011658	0,100287
1;5	-0,72019	-6,19527
1;30	-4,42673	-38,0802
3;7	-1,37944	-11,8664
1;10	-1,87908	-16,1645
1;15	-2,61248	-22,4734
1;20	-3,1964	-27,4965
1;25	-4,55497	-39,1833
0;0	0,096812	0,832809
-1;1	-0,21882	-1,88232

Eğer bir yatırımcı, bir firmanın hisse senetlerine yatırım yapmayı düşünüyorsa, o firmanın bedelsiz sermaye artımı yaptığı dönemde bu yatırımını gerçekleştirmemelidir. Çünkü bedelsiz sermaye artırım döneminin başladığı -60. günde alış yapıp, +30. günde satış işlemini gerçekleştirirse, bedelsiz artırım döneminde elde edebileceği en büyü zarara uğrar. Benzer

şekilde $-40;+30$, $-30;+30$, $-25;+25$, $-40;-3$ dönemlerinde de yatırım yapılması getirilerde en büyük kayıplara sebep olur.

Sonuç olarak bu konuda yatırımcılara yapılabilecek tavsiye bedelsiz sermaye artırımını yapan firmalara, bu dönemde yatırım yapılmaması olacaktır.

4.2.4.5. Melez temettü

Melez temettü hem nakit hem de hisse senedi şeklinde temettünün birlikte dağıtılmasıdır. Nakit ve hisse senedi şeklinde dağıtılan temettülerin oranları önemli değildir.

Melez temettü dağıtımına ilişkin olarak oluşturulan hipotezlerin kontrolü için yapılan hesaplamalar sonucunda Tablo 4.5 ve Grafik 4.5 elde edilmiştir.

Tablo 4.14’de görüldüğü gibi yapılan çalışmada 1997-2003 döneminde melez temettü dağıtan sadece 15 firmanın olduğu tespit edilmiş ve bu firmalara ait 1638 veri incelenmiştir.

Tablo 4.14 Melez Temettü Dağıtımının Firma ve Olay Sayısı Tablosu

	Firma Sayısı	N Olay Sayısı
ABR	15	1638
CAR	15	1638

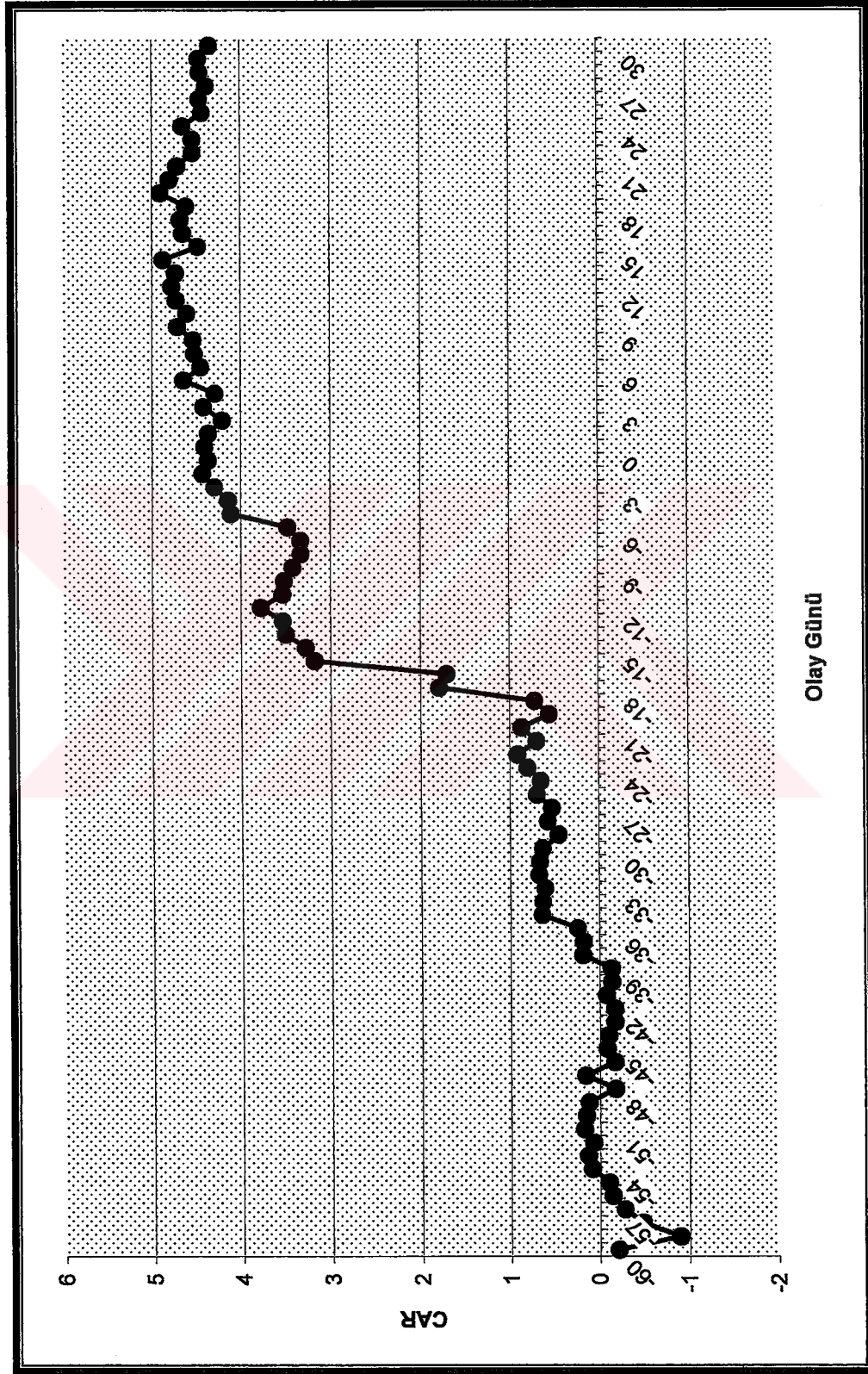
Yapılan hesaplamalar doğrultusunda CAR/Olay günü grafiği elde edilmiştir. Melez temettü dağıtım kararının alındığı genel kurul tarihlerinin, olay dönemi olarak kabul ettiğimiz $-60/+30$ döneminde -50 . günde olduğu tespit edilmiştir.

Melez temettü dağıtımına ilişkin oluşturulan grafik incelendiğinde, grafiğin bir parçasının hisse senedi şeklinde temettü dağıtım grafiğinden diğer kısmının ise nakit temettü dağıtım grafiğinden oluştuğu görülmektedir. Aynı hisse senedi şeklinde temettü dağıtım grafiğinin başlangıç dönemindeki gibi inişli çıkışlı ancak durağan bir trend oluşmakta, daha sonra bu trend nakit temettü dağıtım grafiğindeki gibi artış göstermektedir.

Grafik 4.5'e göre, -50. günden başlayıp -20. güne kadar devam eden durağan trend, -20. günden sonra artış göstermektedir. Bu artış -5. güne kadar devam ettikten sonra tekrar durağan bir yapı sergilemektedir. 0,99 anlamlılık düzeyinde -18 ve -16. günlerde önemli pozitif değerlerin oluştuğu belirlenmiştir. -20. günde başlayan yükseliş trendi temettü dağıtım tarihinden sonra hafif bir düşüş yaşamaktadır. Temettü dağıtım tarihinden sonra oluşan hafif düşüşün piyasanın yeni denge fiyatını oluşturma eğiliminden olduğu düşünülmektedir.

Hafif düşüşten sonra, tekrar durağan bir trend oluşmaktadır. Tablo 4.5 incelendiğinde temettü dağıtım tarihinden sonra, anlamlılık düzeylerine göre, hiçbir pozitif yada negatif getiri elde edilmemektedir.

Melez temettü dağıtımına ilişkin grafik dikkatle incelenirse grafikte eğilimlerin hem nakit hem de hisse senedi şeklinde temettü dağıtım grafiğindeki eğilimlerin bir karışımı olduğu açıkça görülmektedir. Dolayısıyla bir işletmenin elinde belirli miktar nakit temettü dağıtacak likiditesi yoksa melez temettü dağıtarak nakit temettü dağıtımında ya da hisse senedi şeklinde temettü dağıtımında elde ettiği etkiyi elde edebilir. Ayrıca melez temettü dağıtımıyla, sadece nakit yada hisse senedi şeklinde temettü dağıtımında oluşan negatif etkiyi de azaltmış olacaktır. Çünkü hatırlanacağı gibi nakit ve hisse senedi şeklinde temettü dağıtımından sonra elde edilen getiride, yeni denge fiyatı oluşana kadar düşüş yaşanmaktadır. Melez temettü dağıtımıyla getirideki bu negatif eğilim durağana çevrilmiştir.



Grafik 4.5 Melez Temettü Dağıtım dönemindeki Ortalama Kümülatif Getiri Grafiği

Dolayısıyla grafikten ve t değerlerinden anlaşılacağı gibi melez temettü dağıtımına kadar hisse senedi sahipleri pozitif getiri elde etme imkanına sahiptir. Ayrıca temettü dağıtımından sonra da getirilerde önemli bir azalma gözlenmemektedir. Bu da temettü dağıtımından sonra oluşan negatif etkiyi kamufle etmek için yapılan hisse senedi satışlarına engel olacak, dolayısıyla hisse senedi satışından kaynaklanan hisse senedi fiyat düşüşleri de yaşanmayacaktır.

Melez temettü dağıtımı hisse senedi fiyatını dolayısıyla yatırımcıların elde edecekleri getiriye olumsuz yönde etkilememektedir. Ayrıca temettü ilanı belirli bir süre sonra getirilerde artışa sebep olmaktadır. Hem nakit hem de hisse senedi şeklinde temettü dağıtımı her iki hisse senedinin ayrı ayrı dağıtılmasıyla oluşan olumsuz etkilerini elimine etmektedir.

Ancak burada üzerinde durulması gereken bir hususta dağıtım oranlarıdır. Hangi oranda hangi temettü şeklinin kullanımı olumlu etki yaratmaktadır? Melez temettü dağıtım sayısı ülkemizde oldukça azdır. Buda dağıtım oranı konusunda bir yargıya varmayı olanaksız kılmaktadır. Ancak temettü oranlarının getirilerde oluşan etkiyi belirleyen önemli bir etmen olduğu düşünülmektedir.

Tablo 4.15 Melez temettü dağıtımı döneminde ki kümülatif getiriler

	CAR	t(CAR)
-60;30	4,345063	16,82836
-40;30	4,423891	17,13366
-30;30	3,680136	14,2531
-25;25	3,735769	14,46857
-20;20	3,93076	15,22377
-15;15	1,305246	5,055194
-10;10	1,072279	4,15292
-5;5	1,169533	4,529583
-5;-1	0,89022	3,447807
-30;-1	3,701063	14,33416
-40;-3	4,374263	16,94145
-7;-3	0,96725	3,746145
1;5	0,238389	0,923276
1;30	-0,06185	-0,23955
3;7	0,314172	1,216781
1;10	0,200038	0,774745
1;15	0,074753	0,289518
1;20	0,392433	1,519888
1;25	0,024835	0,096186
0;0	0,040925	0,1585
-1;1	-0,06809	-0,26372

Eğer bir yatırımcı, Tablo 4.15'e göre, melez temettü dağıtım tarihinden 40 gün önce hisse senedini alıp, 30 gün sonra satarsa önemli bir artı getiri elde edebilir. Çünkü temettü ilan tarihinden sonra piyasanın tepkisi olumlu olmaktadır. Ayrıca bu olumlu eğilim dönem sonuna kadar da devam etmektedir. -60;+30, -40;-3 ve -20;+20 dönemlerinde de melez temettü

dağıtan bir firmanın hisse senetlerine yapılırsa oldukça önemli artı getiriler elde edilebilir.



SONUÇ VE ÖNERİLER

Gelişen ekonomik koşullar şirketleri kar maksimizasyonundan çok firmanın değerini maksimize edecek kararlar almaya zorlamaktadır. Bu kararlar ana hatlarıyla yatırım/sermaye yapısı ve temettü kararları olarak ifade edilebilir. Günümüz finansman anlayışında fonların tedarikinden ziyade fonların kullanımının ağırlık kazanması, kar dağıtım kararlarının önemini artırmaktadır.

Temettüler genellikle firma yöneticilerinin firmaların şimdiki performanslarını ve gelecekteki performans beklentilerini açıklamada bir araç görevindedir. Bu yüzden temettü ilanları ve dolayısıyla temettü dağıtım tarihleri yatırımcılar için ve hisse senedi fiyatının belirlenmesinde oldukça önemli olabilir.

Temettünün fiyatı belirleme açısından önemi, firmaların hisse senedi fiyatlarına göre değişiklik göstermektedir. Bunun en önemli sebebi temettünün nominal değer üzerinden yüzdesel olarak ödenmesidir. Bu nedenle nominal değere yakın fiyatı olan şirketler için temettünün önemi daha fazla olmaktadır. Fiyat ile temettü arasındaki bu nisbi ilişki temettü ödeme dönemlerinde yatırımcıları düşük fiyatlı hisse senedi alımına yönlentmektedir. Yatırımcı ancak bu şekilde hisse senedine yatırdığı paranın bir kısmını temettü olarak geri alabilmektedir. Oysa ki piyasa değeri yüksek olan firmalarda alınan temettünün hisse senedi fiyatı içindeki oranı çok az kalmaktadır.

Temettüler çeşitli şekillerde ortaya çıkmaktadır. En yaygın olanı nakit temettü olmakla birlikte, hisse senedi şeklinde temettü dağıtımı, hisse

bölünmeleri ve şirketin kendi hisse senetlerini satın alarak temettü ödemeleri de yapılmaktadır.

Yapılan incelemede İMKB 100 Endeksinde işlem gören şirketlerin 1997 - 2003 yıllarında en fazla bedelsiz sermaye artırımını yaptıkları tespit edilmiştir. Bu sonuçlar enflasyonun hızlandığı ve şirketlerin fon gereksinmesinin arttığı dönemlerde, hisse senedi vermek yoluyla temettü dağıtımının yaygınlaşmaya başladığını göstermektedir.

Türkiye'deki yatırımcılar yatırım yapacakları hisseleri seçerken genellikle sermaye kazancına dikkat etmektedirler. Genellikle temettü getirisine hisselerin beklenen getirilerini incelerken dikkat etmektedirler.

Ayrıca Türkiye'deki yatırımcılar uzun süreli yatırımlar yapmamaktadır. Önemli bir getiri elde ettiklerinde bu hisseleri satıp, yeni başka hisseler almaktadırlar. Bu durumun bir örneği çalışmamızda yapılan uygulama örneğinde açıkça görülmektedir. Yatırımcılar temettü gelirini ve/veya temettü ilan etkisinden kaynaklanan geliri elde eder etmez hemen hisse senetlerini satma eğilimine girmektedir.

Ayrıca Türkiye koşulları çok hızlı değişmektedir ve bu değişen ekonomik ve politik koşullar İMKB' da etkisini hızla göstermektedir. Bu kötü etkiler nedeniyle bu yıllarda firmalar temettülerini arttırabilirler fakat bu durum hisse fiyatlarını arttırmayabilir.

İMKB' nın dünya standartlarına göre düşük hacmi yüzünden, bir hisse senedi hakkında iyi yada kötü haberler yayarak spekülasyon oluşturulabilir. Bu durum fiyat değişkenliğini arttırmaktadır.

İstanbul Menkul Kıymetler Borsası' nın yeterince etkin olmaması, yatırımcıların kısa vadeli düşünerek spekülatif davranmaları, spekülâtörlerin etkisinin fazla olması borsada ani fiyat düşüş ve yükselişlerine yol açmakta

ve yatırımcılar düşüş dönemlerinde büyük zararlara uğrayabilmektedir. Bu nedenle, temettü gelirinin toplam getiri içindeki payı yüksek getirinin elde edildiği dönemlerde düşük kalmakta, zarar edilen yıllarda ise zararın ancak küçük bir kısmı telafi edilebilmektedir. Hisse senedi fiyatı nominal değere yakın olan şirketlerde temettünün etkisi daha fazla hissedilmektedir.

Bu çalışmanın ana amacı, temettü dağıtım şekillerinin firma değeri üzerine etkisini yatırımcı tepkileriyle analiz etmektir. Bu sayede firma yöneticilerinin temettü dağıtım şekilleri konusunda alacakları kararlara yardımcı olmak ve yatırımcıların hangi temettü şeklini ve ne zaman tercih ettiğini belirleyerek, yatırım zamanı ve şekli hakkında tavsiyede bulunmak mümkün olabilecektir.

Çalışmamızda yatırımcıların temettü ödeme miktarındaki değişmelerle fazla ilgilenmedikleri, temettü dağıtım şekliyle ilgili kararların yatırımcılar üzerinde daha etkili olduğu varsayılmıştır.

Çalışmada, temettü dağıtım şekillerinin firma değeri üzerine etkisi olup olmadığının anlaşılması için, 1997-2003 döneminde İMKB-100 endeksine kayıtlı firmaların getirileri incelenmiştir. Uygulamamızda temettü dağıtım şekilleri; nakit temettü, hisse senedi şeklinde temettü, nakit ve hisse senedi şeklinde temettünün birlikte dağıtıldığı melez temettü, bedelli ve bedelsiz sermaye artırımları olmak üzere 5 grupta incelenmiştir.

Her bir temettü dağıtım şekli için oluşturulan hipotezlerde, temettü dağıtım şeklinin hisse senedi sahiplerine fazla getiri sağlayıp sağlamadığı test edilmiştir.

Brown ve Warner'ın piyasa modeli çalışmamızın uygulama bölümünde kullanılmıştır. Hipotezler Brown ve Warner'ın daha önce açıklanan metodlarına göre test edilmiştir. Hariç bırakılamayacak bazı özel standartlaşmış fazla getirilerin olabilme olasılıkları nedeniyle zaman kesitinde

bağımsızlık yöntemi zaman kesiti bağımlılık yöntemine tercih edilmiştir. Nitekim çıkan sonuçlar EK 3'te verilen sonuçlarla karşılaştırıldığında böyle bir olasılığın olduğu tespit edilmiş, çıkan sonuçlar farklılık göstermiştir.

Yapılan inceleme sonucuna göre, temettü dağıtım şekillerinin firma değerine etkisi olduğu tespit edilmiştir. Hipotez kontrolleri sonucu, her bir temettü dağıtım şekli için oluşturulan hipotezlerde H_0 red edilmiştir. Yani temettü dağıtım döneminde hisse senedi sahiplerinin artı getiri elde edemeyeceği hipotezi red edilmiştir. İncelenen dönemde temettü dağıtım ilanlarının ve dağıtımlarının farklı etkileri olduğu tespit edilmiştir.

Analiz sonucuna göre, nakit temettü dağıtım ilanı hisse senedi fiyatını olumlu etkilemektedir. Piyasa, nakit temettü haberine olumlu tepki vermekte ve yatırımcılar hisse senedini alış eğilimine girmektedir. Fazla getirinin bu dönemde elde edilebileceği düşünülmektedir. Yükseliş trendi temettü dağıtım tarihine kadar devam etmekte ve bu tarihte de en üst noktasına ulaşmaktadır. Nakit temettü dağıtımından sonra ise yatırımcılar hisse senedinden bekledikleri getiriyi elde ettiklerini düşünerek hisse senedini satma eğilimine girmekte, bu da hisse senedi fiyatında dolayısıyla yatırımcıların reel getirisinde düşüşe sebep olmaktadır.

Bir yatırımcının nakit temettü dağıtacak bir firmanın hisse senedini temettü dağıtım tarihinden 25 gün önce satın alıp, temettü dağıtım tarihinden 25 gün sonra satarsa en yüksek getiriyi elde edeceği tespit edilmiştir. Ancak temettü dağıtım tarihinden sonra kümülatif getirilerde negatif bir eğilim meydana gelmekte bu da yatırımcıların getirilerini olumsuz etkilemektedir.

Nakit temettü döneminde artı gelir elde edildiği daha önce Türkiye'de ve yurtdışında yapılan çalışmalarda da tespit edilmişti. Bu çalışmada da incelen döneme, firmalara ve belirlenen kriterlere göre nakit temettü dağıtım döneminde artı getiri elde edildiği tespit edilmiştir.

Yapılan incelemeden yatırımcıların hisse senedi şeklinde temettü dağıtım haberine kayıtsız kaldıkları tespit edilmiştir.

Temettü dağıtım tarihinden sonra ise getiride keskin bir düşüş yaşanmaktadır. Çünkü hisse senedi şeklinde temettü dağıtımı, dolaşımdaki hisse senedi sayısını artırmakta, bu da hisse senedi fiyatını düşürmektedir. Ayrıca daha önce yapılan literatür taramasından da hatırlanacağı gibi yatırımcılar firmaların hisse senedi şeklinde temettü dağıtımını olumsuz karşılamakta, bu haberi, firmanın yeterli nakdi olmadığı için hisse senedi şeklinde temettü dağıttığı şeklinde yorumlamaktadır.

Ayrıca nakit temettü dağıtımının sonra meydana gelen düşüşle hisse senedi şeklinde temettü dağıtımından sonraki düşüş karşılaştırıldığında hisse senedi şeklinde temettü dağıtımından sonra daha keskin bir düşüşün yaşandığı tespit edilmiştir. Bunun sebebinin ise hisse senedi şeklinde temettü dağıtımının piyasada yarattığı olumsuz etki olduğu düşünülmektedir.

Yapılan inceleme sonucu çıkan sonuçlar daha önceki yıllarda yurtdışında yapılmış çalışma sonuçlarıyla karşılaştırıldığında, hisse senedi şeklinde temettü dağıtımının yurtdışında olumlu karşılandığı görülmektedir. Yurtdışında işlem gören firmaların piyasa değerlerinin aşırı değerlenmiş olması hisse senedi şeklinde temettü dağıtımına piyasanın olumlu tepki vermesine sebep olmaktadır. Hisse senedi şeklinde temettü dağıtımı sayesinde firmaların hisse senetleri sayısı artarken hisse senedi fiyatları düşmektedir. Bu da normal değerine dönmesi istenen hisse senetleri için piyasada olumlu bir etki yaratmaktadır. Ancak bu durum Türkiye için geçerli değildir. Çünkü zaten oldukça düşük değerlenen hisse senetlerinin fiyatının daha da düşmesi piyasada olumsuz bir durum oluşturmakta, yatırımcılar hisse senedi şeklinde temettüyü tercih etmemektedirler.

Hisse senedi şeklinde temettü dağıtım döneminde en yüksek getiri -5;-1 döneminde oluşmaktadır. Bu durumda piyasanın hem hisse senedi

şeklinde temettü ilanına hem de temettü dağıtımına olumsuz tepki verdiğini açıkça göstermektedir.

Bedelli sermaye artırım dönemi incelendiğinde, artırım kararı ilanına piyasanın olumsuz bir tepki verdiği açıkça gözlenmektedir. Bunun sebebi de daha önce yapılan literatür çalışmalarından da hatırlanacağı gibi, hisse senedi sahiplerinin artırıma katılmak için ödeme yapmaları gerekmekte ve yatırımcılarda paranın zaman değerini hesaba katarak, ellerindeki paranın daha sonra elde etme olasılıkları olan paradan daha kıymetli olduğunu düşünmektedirler. Ayrıca olayın bir de psikolojik yönü vardır. Bedelli sermaye artırımına giden firmanın piyasaya verdiği sinyal, yatırım yapmak için elinde yeterli nakdi olmadığı şeklindedir. Bu durumda yatırımcıların firmaya olan güvenini sarsmaktadır.

Yapılan incelemede tespit edilen bir diğer husus ise firmaların bedelli sermaye artırımını özellikle diğer temettü dağıtım tarihlerinde yada bu tarihlere çok yakın dönemlerde yapıyor olmasıdır. Bu durum da bir aldatmacaya benzemektedir. Firma önce verip sonrada almaktadır. Yani gerçekte dağıttığı temettü oranını azaltmaktadır.

Bedelli sermaye artırım ilanının yapıldığı dönemden sonra piyasada oluşan olumsuz etki nedeniyle yatırımcıların pozitif getiri elde etmeleri mümkün gözükmemektedir. Bedelli sermaye artırım döneminde, artırımdan 5 gün öncesinde ve 5 gün sonrasında olumlu bir trend yakalanmaktadır. Yatırımcıların bu dönemi dikkatle takip edip yatırımlarını yapmaları tavsiye edilebilir. Aksi takdirde bedelli sermaye artırım döneminin başında yatırım yapan bir yatırımcının negatif getiri elde etmesi engellenemeyebilir.

Burada dikkat edilmesi gereken bir nokta piyasanın bedelli sermaye artırım ilanı döneminde negatif bir tutum takınmasına rağmen neden bedelli sermaye artırımından 6 gün önce bu tutumlarını pozitifçe çevirdikleridir. Yatırımcıların paranın zaman değerini düşündüklerini varsayarsak, bedelli

sermaye artırım ilanı ile ellerindeki parayı bu hisse senedine yatırmak yerine, bedelli sermaye artırım tarihine kadar ellerindeki parayı başka yerlerde değerlendirip, artırım tarihinden 6 gün önce yatırım yapmayı tercih edebilirler.

Diğer bir varsayımda piyasanın bedelli sermaye artırımına olumsuz tepki vereceğini bilen yatırımcıların, bu olumsuz trendin bitmesini bekleyip öyle yatırım yaptıkları şeklinde olabilir. Sermaye artırımından 6 gün önce yatırımcıların bu hisse senedini tercih etmeleri hisse senedinin fiyatını dolayısıyla getirisini artırıcı yönde etki yapmaktadır.

Yapılan incelemede bedelsiz sermaye artırım dönemi boyunca getirilerde sürekli bir düşüş olduğu tespit edilmiştir. Literatür taramasında da, bedelsiz sermaye artırım sonucu hisse senedi sayısında meydana gelen artışın doğal bir sonuç olarak hisse senedi fiyatını düşüreceği ancak bu durumun hisse senedi sahiplerinin servetlerini etkilemeyeceği belirtilmişti. Ancak yapılan çalışma, hisse senedi sayısının artmasının hisse senedi getirisini olumlu yada olumsuz şekilde etkilemediğini göstermektedir. Bedelsiz sermaye artırım döneminde oluşan sürekli düşüşe rağmen, bedelsiz hisse senetlerinin dağıtım gününde olumlu yada olumsuz bir değişimin oluşmaması ilginçtir.

Elde edilen sonuçlardan bir diğeri ise bedelsiz sermaye artırımında oluşan trendle hisse senedi şeklinde temettü dağıtımında oluşan trendin benzerlik göstermesidir. Bunun sebebi, hisse senedi şeklinde temettü dağıtımında da bedelsiz hisse senetlerinin veriliyor olmasıdır. İki temettü dağıtım şekli arasındaki fark temettü dağıtım tarihinde ortaya çıkmaktadır. Hisse senedi şeklinde temettü dağıtımına piyasa hemen olumsuz bir tepki verirken, bedelsiz sermaye artırımına piyasanın tepkisi gecikmeli olmaktadır.

Bu gecikmenin bedelsiz sermaye artırımının başta, yatırımcıların getirilerinde bir değişme oluşturmayacağının düşünülmesinden kaynaklanmaktadır. Çünkü eldeki hisse senedi sayısının artması fiyattaki

düşüşü karşılamaktadır. Ancak yapılan çalışmanın sonucundan da anlaşılacağı temettü dağıtımının ilk döneminde matematiksel olarak bir etki olmasa da daha sonra dolaşımdaki hisse senedi sayısının artması hisse senedi fiyatını düşürmektedir. Ayrıca yatırımcıların bedelsiz sermaye artırımını firmanın yeterli nakdi olmadığı için yaptığı şeklinde yorumlaması da, artırım döneminde oluşan olumsuz trendin oluşmasına sebep olmaktadır.

Eğer bir yatırımcı, bir firmanın hisse senetlerine yatırım yapmayı düşünüyorsa, o firmanın bedelsiz sermaye artırımını yaptığı dönemde bu yatırımını gerçekleştirmemelidir.

Bedelli ve bedelsiz sermaye artırımına ilişkin daha önce yapılan çalışmalardan çıkan sonuçlarda bedelli ve bedelsiz sermaye artırımına piyasanın olumsuz tepki verdiği görüşünü desteklemektedir.

Bedelsiz sermaye artırımının getirileri ve dolayısıyla hisse senedi fiyatlarını bu denli olumsuz etkilemesine rağmen tercih edilmesinin sebebi ne olabilir? Bedelsiz sermaye artırımının hisse senedi fiyatını düşürmesi belki Türkiye koşullarında fazla tercih edilmeyebilir. Çünkü zaten hisse senedi fiyatları yeterince düşük değerklenmiş durumdadır. Ancak bedelsiz artırımın hisse senedi fiyatını düşürürken, işlem hacmini arttırdığı göz ardı edilmemelidir. İMKB gelişmekte olan bir piyasadır. Piyasanın gelişmesi yatırımcı kitlesinin genişlemesine de bağlıdır. İşlem hacminin artması yatırımcı kitlesinin genişlemesine yardımcı olmaktadır. İMKB’nda bedelsiz sermaye artırımını sayısının fazla olmasının sebebi, likiditeyi artırarak yatırımcı kitlesini genişletmek olabilir.

Melez temettü dağıtımına ilişkin yapılan hesaplamalar incelendiğinde, hisse senedi şeklinde temettü dağıtım dönemindeki verilerle nakit temettü döneminde elde edilen verilerin birleşiminden oluşan bir sonuç çıktığı görülmektedir. Dolayısıyla bir işletmenin elinde belirli miktar nakit temettü

dağıtacak likiditesi yoksa melez temettü dağıtarak nakit temettü dağıtımında elde ettiği etkiyi elde edebilir.

Melez temettü dağıtımına kadar hisse senedi sahipleri pozitif getiri elde etme imkanına sahiptir. Ayrıca temettü dağıtımından sonra da getirilerde önemli bir azalma gözlenmemektedir.

Melez temettü dağıtımı hisse senedi fiyatını dolayısıyla yatırımcıların elde edecekleri getiriyi olumsuz yönde etkilememektedir. Ayrıca temettü ilanı belirli bir süre sonra getirilerde artışa sebep olmaktadır. Hem nakit hem de hisse senedi şeklinde temettü dağıtımı, her iki temettünün ayrı ayrı dağıtılmasıyla oluşan olumsuz etkilerini elimine etmektedir.

Yapılan çalışmada melez temettü dağıtımında nakit ve hisse senedi şeklinde temettü oranlarının önemli olmadığı varsayılmıştır. Oysa piyasadaki yatırımcı tipine göre hangi temettünün fazla olacağı önemli olabilir. Bu da dolayısıyla getirileri etkileyebilir. Örneğin Türkiye'deki gibi nakit temettüyü tercih eden bir yatırımcı kitlesinin olduğu bir piyasada dağıtılacak melez temettüde nakit temettü oranı ne kadar artarsa, yatırımcıların da beklentilerinin karşılanmasına bağlı olarak hisse senedi getirilerinde artış gözlenebilir.

Firmanın melez temettü dağıtımında hangi hisse senedinin oranının fazla olacağını firmanın nakit akışları belirleyecektir. Yeterli nakdi olan ve yeni yatırım planları olmayan bir firmanın nakit temettü oranının daha yüksek tutması beklenmektedir.

Yapılan çalışmada yeterli sayıda melez temettü dağıtımı olmadığı için firmaların kullandıkları oranlarda hesaplamalarda dikkate alınamamıştır. Yeterli bilginin olduğu bir piyasada yapılacak hesaplamalarda melez temettü dağıtımında kullanılacak nakit ve hisse senedi şeklinde temettü oranlarının dikkate alınması daha detaylı sonuçlar elde edilmesine yardımcı olabilir.

Sonuç olarak her temettü dağıtım şekline göre getirilerde farklı etkiler olduğu tespit edilmiştir. Hangi dönemde artı getiri elde edildiği belirlenmiştir. Yatırımcılara temettü dağıtım şekillerine göre piyasanın verdiği tepkileri dikkatle izleyip kendileri için uygun olan temettü dağıtım şeklini tercih etmeleri tavsiye edilmektedir.

İMKB'nin gelişmekte olan bir piyasa olması, yatırımcı kitlesinin spekülâtif haberlere göre hareket etmesine dolayısıyla, hisse senedi fiyatının bu haberler doğrultusunda değişmesine neden olmaktadır. Yatırımcıların daha bilinçli hareket edip, hisse senedi fiyatını etkileyen unsurları dikkate alıp yatırım yapmaları gerekmektedir. Aynı bilincin firma yöneticilerinde de oluşması piyasanın gelişmesine yardımcı olacaktır. Günümüzde kar dağıtım politikası hisse senedi alımı ve değerlemesinde bir kriter değildir. Ancak yapılan çalışma sonuçlarında hisse senedi fiyatını etkileyen bir unsur olduğu tespit edilmiştir. Bu sonuçlara bağlı olarak giderek gelişmekte olan borsamızda temettü dağıtım şekillerinin ve dolayısıyla temettü politikalarının daha fazla öneme sahip olması gerekmektedir.

KAYNAKLAR

ADAOĞLU, Cahit. "İMKB' nda İşlem Gören Şirketlerin Temettü Politikaları Üzerine Ampirik Bir İnceleme", Çukurova Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Doktora Tezi, İşletme Anabilim Dalı, Adana, 1999.

AKGÜÇ, Öztin. Finansal Yönetim, 7. basım, Avcıol Matbaası, İstanbul. 1998.

AKSOY, Ahmet. İşletme Sermayesi Yönetimi. Gazi Büro Kitapevi, Ankara, 1993, 6.

AKSÖYEK, İsmet. Finansman Problemleri ve Açıklamalı Çözümleri. Gazi Kitap Evi, Ankara, 2000, 330.

ALLEN, Franklin, Antonio BERNARDO and Ivo WELCH. "A theory of dividends based on tax clientele," Journal of Finance, 55(6), 2000, 2499-2536.

AMBLING, Frederick. Investments, An Introduction To Analysis and Management. Prentice-Hall, New Jersey, 1970.

ANDERSON, Hamish D., Lawrence C. ROSE, Steven CAHAN. "Odd-lot costs and taxation arguments for the ex-date price effects of stock dividends", Department of Finance Banking and Property, College of Business, Massey University, New Zealand, 31.

ASLANOĞLU, Suphi. "Temettü Politikasının Firma Değerine Etkisi", Kırıkkale Üniversitesi Yüksek Lisans Tezi, Kırıkkale, 1996, 63.

BAKIR, Pınar. İşletmeler Açısından Temettü Politikası, Met/Er Matbaası, İstanbul, 1976, 23.

BALACHANDRAN, Balasingham ve Sally TANNER. "Bonus Share Issues and Announcement Effect: Australian Evidence", Department of Accounting and Finance, Monash University, Australia, 2001.

BALACHANDRAN, Balasingham. "Dividend Reductions and Interim Effect: UK Evidence", School of Accounting and Commercial Law Victoria University of Wellington, New Zealand, 1998.

BEN-HORIM, Moshe. Essentials of Corporate Finance. Allyn and Bacon Inc. Boston, 1987, 342.

BERBEROĞLU, Nejat. "Hisse Senetlerinde Değerleme Yöntemleri ve Türkiye' de Hisse Senetlerinin Fiyatlarını Belirleyen Faktörlerin Analizi", Anadolu Üniversitesi İ.İ.B.F Dergisi, Cilt:x, Sayı 1-2, Eskişehir 1992, 15.

BLACK, Stanley B., Geoffrey A. HIRT. Foundation of Financial Management. Irwin Inc, Homewood, Illinois 1987, 574.

BOEHME, Rodney D., Sorin M. SORESCU." Seven Decades of Long Term Abnormal Return Persistence: The Case of Dividend Initiations and Resumptions", Finance Department College of Business Administration University of Houston, Ocak, 2000, 1-32.

BRAV, Alan, John R. GRAHAM, Campbell R. HARVEY ve Roni MICHAELY. "Payout Policy in the 21 st Century" , National Bureau of Economic Research Working Paper, No. 9657, Cambridge, Nisan 2003, 1-37.

BREALEY, Richard A, Myers C. STEWARD, Alan J. MARCUS. İşletme Finansının Temelleri. Çev.:Ünal BOZKURT, Türkan ARIKAN, Hatice DOGUKANLI. Birinci Basım, Literatür Yayın. İstanbul, Ekim 1997.

BRETT, Micheal. How To Read The Financial Pages: A Simple Guide To The Way Money Works and Jorgan. Hutckinson Business, London, 1988, 93-102.

BRIGHAM, Eugene, F.. Fundamentals of Financial Management. 5. Baskı, The Dryden Press, Chicago, 1989, 688.

BROWN, S., J. WARNER. "Measuring security price performance", Journal of Financial Economics, 8, 1980, 205-258.

CEYLAN, Ali. İşletmelerde Finansal Yönetim. Ekin Kitabevi Yayınları, Bursa, 1993, 177.

de JONG, Abe, Ronald van DIJK, Chris VELD. "The Dividend and Share Repurchase Policies of Canadian Firms: Empirical Evidence Based on a new Research Design", Center for Economic Research, No. 2000-16, Kanada, Şubat 2000, 1-20.

ELFAKHANI, Said, Trevor LUNG. "The effect of split announcements on Canadian stocks", Global Finance Journal 14, 2003, 197–216.

ENHOŞ, Y. Bora. "Temettülerin Hisse Senedi Fiyatları Üzerine Etkisi ve İ.M.K.B' sında Bir Uygulama", Gazi Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Muhasebe – Finansman Bilim Dalı, Master Tezi, Ankara, 1991, 71.

ERCAN, Metin Kamil, Aykan ÜRETEN. Firma Değerinin Tespiti ve Yönetimi. Gazi Kitapevi, Ankara, 2000.

FRANCIS, Jack Clark. Investments Analysis and Management. Mc Grawhill, New York, 1976, 35.

GITMAN, Lawrence J.. Principles of Managerial Finance. Harper Collins, New York 1991, 586.

GÖNENLİ, Atilla. İşletmelerde Finansal Yönetim. 7. Baskı, İstanbul 1991, 9-15.

GRULLON, Gustavo, David IKENBERRY. "What do know about stock repurchase?" Journal of Applied Corporate Finance, 13, 2000, 31-51.

GUTHMAN, G. Harry, E. Herbert DOUGALL. Corporate Financial Policy. Englewood Cliffs, Prentice-Hall, 1962, 612.

GÜVEN, Ömer G. "Kar dağıtım Politikalarının Şirket değerine Etkisi ve Hisse Senedi Değerleme Modelleri", Karadeniz Teknik Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü İşletme Anabilim Dalı Master Tezi, Trabzon, 1997.

GÜYÜK, Tarkan. "The Signaling of Management About Their Companies' Performance Through Bonus Issues", Bilkent Üniversitesi İşletme Enstitüsü, Master Tezi, , Ankara, 1998.

HACIŞABANOĞLU, Arzu. "Temettü Politikaları", Marmara Üniversitesi Bankacılık ve Sigortacılık Enstitüsü Yüksek Lisans Tezi, İstanbul, 1998.

HAIM, Levy, Sarnat MARSHALL. Principles of Financial Management. Prentice Hall, Englewood Cliffs, New Jersey, 1988, 414.

HANSEN, Robert S., Raman KUMAR, Dilip K. SHAME. "Dividend Policy and Corporate Monitoring Evidence from the Regulated Electric Utility Industry", Journal of The Financial Management Association, Cilt: 23 Sayı:1 1994, 16-22.

HORNE, James Van. Financial Management and Policy. Prentice Hall Englewood Cliffs New Jersey, 1992, 2.

HUANG, Gow-Cheng, Kartono LIANO, Ming-Shiun PAN. "Do Stock Splits Signal Future Profitability", Department of Accounting and Finance Alabama State University , 2002.

<http://web.utk.edu/uprdaves599/excessreturns.htm>. İnternet adresinden 14/08/2004 tarihinde alınmıştır.

İstanbul Menkul Kıymetler Borsası, Sermaye Piyasası ve Borsa Temel Bilgiler Kılavuzu, İMKB Yayınları, 2003.

JOHN, Kose, Teresa JOHN. "Communicating With the Market Via Dividends, Investment and Trading by insiders", Recent Developments in Finance, Anthony Savinders (ed), Business One Irwin, 1992.

KAMARA, Avraham, Jennifer Lynch KOSKI. "Volatility, autocorrelations, and trading activity after stock splits", Journal of Financial Markets, 4, 2001, 163-184.

KANE, Alex, Young Ki LEE, Alan MARCUS. "Earnings and Dividend Announcement: Is There a Corroboration Effect?", The Journal of Finance , Vol: XXXIX, No:4 September 1984.

KARAAĞAÇ, Bülent. "Dividend Announcement Effect on the Value of the Firm", Bilkent Üniversitesi İşletme Enstitüsü Master Tezi, Ankara, 1997.

KARAŞİN, Gültekin. Sermaye Piyasası Analizleri. Özkan Matbaacılık Sanayi, Ankara 1987, 81.

KEOWN, J.Arthur. Basic Financial Management. Prentice-Hall Inc., 1996, 586.

KORGUN, Aynur. "Bir Temettü Politikası olarak Temettü Avansı; Teorisi ve Türkiye'ye İlişkin Uygulama Önerileri", T.C. Başbakanlık SPK Denetleme Dairesi, Ankara, 1999, 26.

Kurumlar Vergisi Kanunu; Yayımlandığı R.Gazete: Tarih: 24.04.2003 4842 sayılı Kanun, Yayımlandığı R.Gazete: Tarih 25.12.2003 5035 sayılı Kanun.

MANUEL, Timothy A., Le Roy D. BROOKS, Frederick P. SCHADLER. "Common Stock Price Effects of Security Issues, Conditioned by Current Earnings and Dividend Announcements", Journal of Business, 66, 1993, 573-574.

MILLER, Merton, Kevin ROCK. "Dividend Policy under Asymetric Information", The Journal of Finance, Cilt 11, sayı 4, Eylül 1985, 1031-1050.

MILONAS, Nikolaos, Nickoloas TRAVLOS, Jason Zezhong XIAO, Cunkai TAN." The ex-dividend day stock price behavior in the Chinese Stock Market", Second China Accounting and Finance Review Conference, Tsingua University, Beijing, China, Nisan 2002, 1-15.

ÖZER, M. Emin. "A Study on the Adjustment of Stock Prices to the Stock Dividend Rights Offerings Events" , Boğaziçi Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Master Tezi, İstanbul, 1992.

ÖZOĞUZ, Arzu Türksoy. "Stock Dividend Announcements and Stock Returns: An Empirical Analysis", Koç Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Master Tezi, İstanbul, 1996.

ROMON, Frédéric." Contribution of dividend policy stability to the measurement of dividend announcement and ex-dividend effects on the French Market", Maître de Conférences à l'I.A.E. de Valenciennes, Université de Valenciennes LARIME, Fransa, 1995, 1-15.

Sermaye Piyasası Kanunu. Kanun Numarası: 2499, Yayımlandığı R.Gazete: Tarih :30/7/1981, Sayı: 17416, Yayımlandığı Düstur: Tertip: 5, Cilt: 20, 356.

Sermaye Piyasası Kanunu'na Tabi Anonim Ortaklıkların Uyacakları Esaslar Tebliği. Yayımlandığı R.Gazete: Tarih :19-2.1996, seri IV No. 18.

SHAPIRO, Alan C.. Modern Corporate Finance. Macmillan Publishing Company, New York, 1991, 550-551.

TATARI, Mehmet Fatih. "Analysis of Cash vs. Stock Dividend Announcement's Effect on Stock Prices in İstanbul Stock Exchange", Marmara Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü İngilizce İşletme Anabilim Dalı İngilizce Muhasebe Finansman Bilim Dalı, Yüksek Lisans Tezi, İstanbul, 1999.

The Chartered Association of Certified Accountants. Financial Management. Longman Group, UK Ltd. London 1989, 161.

Türk Ticaret Kanunu. Yayımlandığı R.Gazete: Tarih 7.2.1985, 9-171/105, 4656.

Yayımlandığı R.Gazete: Tarih 3.6.1992, 11-276/365, 8878.

TÜRKO, Metin. Değerleme Açısından Kar Dağıtım Politikası. Atatürk Üniversitesi Basımevi, Erzurum, 1985, 3.

TÜRKO, Metin. Finansal Yönetim. Atatürk Üniversitesi Yayınları, Erzurum, 1994, 92.

WESTON, Fred, Thomas E. COPELAND. Managerial Finance. The Dryden Press, International Edition, New York, 1992, 557.

WESTON, J. Fred, Eugene F. BRIGHAM. Essentials of Managerial Finance. 6. Baskı, The Dryden Press, New York, 1992, 693.

WESTON, J. Fred, Thomas E. COPELAND. Essential of Managerial Finance. 9. Edition, 1994, 12.

www.analiz.com/egitim/endeksler.html internet adresinden 11/03/2004 tarihinde alınmıştır.

www.ataonline.com.tr/content/Yatirimci_okulu internet adresinden 11/03/2004 tarihinde alınmıştır.

[www.imkb.gov.tr/İMKB Şirketler Yıllığı 2003](http://www.imkb.gov.tr/İMKB_Şirketler_Yıllığı_2003) internet adresinden 11/03/2004 tarihinde alınmıştır.

[www.imkb.gov.tr/İMKB Şirketler Yıllığı 2002](http://www.imkb.gov.tr/İMKB_Şirketler_Yıllığı_2002) internet adresinden 11/03/2004 tarihinde alınmıştır.

www.fsa.ulaval.ca İnternet adresinden 14/08/2003 tarihinde alınmıştır.

www.uwasa.fi İnternet adresinden 14/08/2003 tarihinde alınmıştır.

www.iemss.org İnternet adresinden 14/08/2003 tarihinde alınmıştır.

www.fep.up.pt İnternet adresinden 14/08/2003 tarihinde alınmıştır.

YÜKSEL, Ali Sait. Para Bulma ve Yatırım. AR Basım Yayın ve Dağıtım, İstanbul, 1982, 291.



EK 1 : 2003-1997 Yıllarında İMKB 100 Endeksine Dahil Olan Firmalar

XU100	31.12.2003	31.12.2002	31.12.2001	31.12.2000	31.12.1999	31.12.1998	31.12.1997
ADNAC	ADANA ÇİMENTO C		ADANA ÇİMENTO A	ADANA ÇİMENTO A	ADANA ÇİMENTO A		
AKENR	AK ENERJİ	AK ENERJİ	AK ENERJİ			AKAL TEKSTİL	AKAL TEKSTİL
AKBNK	AKBANK	AKBANK	AKBANK	AKBANK	AKBANK	AKBANK	AKBANK
AKCNS	AKÇANSA	AKÇANSA	AKÇANSA	AKÇANSA	AKÇANSA	AKÇANSA	AKÇANSA
		AKIN TEKSTİL					
AKSA	AKSA	AKSA	AKSA	AKSA	AKSA	AKSA	AKSA
AKGRT	AKSİGORTA	AKSİGORTA	AKSİGORTA	AKSİGORTA	AKSİGORTA	AKSİGORTA	AKSİGORTA
		AKSU ENERJİ	AKSU ENERJİ				
				AKTAŞ ELEKTRİK	AKTAŞ ELEKTRİK	AKTAŞ	AKTAŞ
ALGYO	ALARKO GMYO	ALARKO GMYO	ALARKO GMYO	ALARKO GMYO		ALARKO CARRIER	
				ALARKO CARRIER	ALARKO CARRIER	ALARKO CARRIER	
ALARK	ALARKO HOLDİNG	ALARKO HOLDİNG	ALARKO HOLDİNG	ALARKO HOLDİNG	ALARKO HOLDİNG	ALARKO HOLDİNG	ALARKO HOLDİNG
ALCTL	ALCATEL TELETAS	ALCATEL TELETAS	ALCATEL TELETAS	ALCATEL TELETAS	ALCATEL TELETAS	ALCATEL TELETAS	ALCATEL TELETAS
ALKIM	ALKİM KİMYA	ALKİM KİMYA	ALKİM KİMYA				
ALKA	ALKİM KAĞIT						
						ALTERNATİFBANK	ALTERNATİFBANK
ANACM	ANADOLU CAM	ANADOLU CAM	ANADOLU CAM	ANADOLU CAM	ANADOLU CAM	ANADOLU CAM	ANADOLU CAM
AEFES	ANADOLU EFES	ANADOLU EFES	ANADOLU EFES	ANADOLU EFES			
					ANADOLU GIDA	ANADOLU GIDA	ANADOLU GIDA
ANHYT	ANADOLU HAYAT	ANADOLU HAYAT	ANADOLU HAYAT	ANADOLU HAYAT			
ASUZU	ANADOLU ISUZU	ANADOLU ISUZU	ANADOLU ISUZU	ANADOLU ISUZU	ANADOLU ISUZU	ANADOLU ISUZU	ANADOLU ISUZU
ANSGR	ANADOLU SIGORTA	ANADOLU SIGORTA	ANADOLU SIGORTA	ANADOLU SIGORTA			
ARCLK	ARÇELİK	ARÇELİK	ARÇELİK	ARÇELİK	ARÇELİK	ARÇELİK	ARÇELİK
					ARDEM	ARDEM	ARDEM
ARSAN	ARSAN TEKSTİL	ARSAN TEKSTİL					
ASELS	ASELSAN	ASELSAN	ASELSAN	ASELSAN	ASELSAN	ASELSAN	ASELSAN
		AYEN ENERJİ	AYEN ENERJİ				
AYGAZ	AYGAZ	AYGAZ	AYGAZ	AYGAZ	AYGAZ	AYGAZ	AYGAZ
		BAGFAŞ	BAGFAŞ	BAGFAŞ	BAGFAŞ	BAGFAŞ	BAGFAŞ

EK 1 (Devamı)

EK 1 (Devamı)

XU100	31.12.2003	31.12.2002	31.12.2001	31.12.2000	31.12.1999	31.12.1998	31.12.1997
EFES	EFES HOLDING	EFES SINAİ YAT.	EFES SINAİ	EFES SINAİ	EFES SINAİ	EFES SINAİ	
					EGE BİRACILIK	EGE BİRACILIK	EGE SERAMİK
						EGESER GİYİM	EGESER GİYİM
EGSER	EGE SERAMİK						EGS DIŞ TİCARET
				EGS DIŞ TİCARET	EGS DIŞ TİCARET	EGS DIŞ TİCARET	
				EGS GMYO			
				EGS HOLDING			
ENKAI	ENKA İNŞAAT	ENKA İNŞAAT	ENKA HOLDING	ENKA HOLDING	ENKA HOLDING	ENKA HOLDING	ENKA HOLDING
					ERCIYAS BİRACILIK	ERCIYAS BİRACILIK	ERCIYAS BİRACILIK
EREGL	EREĞLİ ÇELİK	DEMİREREĞLİ ÇELİK	DEMİREREĞLİ ÇELİK	DEMİREREĞLİ ÇELİK	DEMİREREĞLİ ÇELİK	DEMİREREĞLİ ÇELİK	DEMİREREĞLİ ÇELİK
		ESCORT COMPUTER					
FINBN	FINANSBANK	FINANSBANK	FINANSBANK	FINANSBANK	FINANSBANK	FINANSBANK	FINANSBANK
FROTO	FORD OTOSAN	FORD OTOSAN	FORD OTOSAN	FORD OTOSAN	FORD OTOSAN	FORD OTOSAN	FORD OTOSAN
GARAN	GARANTİ BANKASI	GARANTİ BANKASI	GARANTİ BANKASI	GARANTİ BANKASI	GARANTİ BANKASI	GARANTİ BANKASI	GARANTİ BANKASI
		GEDİZ İPLİK					
					GENTAŞ		GENTAŞ
GIMA	GIMA	GIMA	GIMA	GIMA			
GLMDE	GLOBAL MENKUL DEĞ.	GLOBAL MENKUL DEĞERLER	GLOBAL MENKUL DEĞERLER	GLOBAL MENKUL DEĞERLER	GLOBAL MENKUL DEĞERLER	GLOBAL MENKUL DEĞERLER	GLOBAL MENKUL DEĞERLER
GOLDS	GOLDAŞ KUYUMCULUK	GOLDAS	GOLDAS				
						GOODYEAR	GOODYEAR
GSDHO	GSD HOLDING	GSD HOLDING	GSD HOLDING	GÖLTAŞ ÇİMENTO	GÖLTAŞ ÇİMENTO	GÖLTAŞ ÇİMENTO	GÖLTAŞ ÇİMENTO
GUSGR	GÜNEŞ SİGORTA						
HEKTS	HEKTAŞ	HEKTAŞ	HEKTAŞ	HEKTAŞ		HEKTAŞ	HEKTAŞ
HURGZ	HÜRRİYET GAZETECİLİK	HÜRRİYET GAZETE	HÜRRİYET GAZETE	HÜRRİYET GAZETE	HÜRRİYET GAZETE	HÜRRİYET	HÜRRİYET
IHEVA	IHLAS EV ALET			IŞIKLAR AMBALAJ			

EK 1 (Devamı)

XU100	31.12.2003	31.12.2002	31.12.2001	31.12.2000	31.12.1999	31.12.1998	31.12.1997
IHGYS	IHLAS GMYO			IHLAS FINANS	IHLAS FINANS		
IHLAS	IHLAS HOLDING					IHLAS HOLDING	IHLAS HOLDING
ISCTR	IŞ BANKASI C	IŞ BANKASI C	IŞ BANKASI C	IHLAS HOLDING	IHLAS HOLDING	IŞ BANKASI C	IŞ BANKASI C
ISFIN	IŞ FINANSAL KİRA			IŞ BANKASI C	IŞ BANKASI C		
ISGYO	IŞ GMYO	IŞ GMYO	IŞ GMYO	IŞ GMYO			
			IŞ LEASING				
IZMDC	İZMİR DEMİR ÇELİK	İZMİR DEMİR ÇELİK	İZMİR DEMİR ÇELİK	İZMİR DEMİR ÇELİK	İZMİR DEMİR ÇELİK	İZMİR DEMİR ÇELİK	İZMİR DEMİR ÇELİK
		İZOCAM	İZOCAM	İZOCAM	İZOCAM		
KRDMD	KARDEMİR D	KARDEMİR D	KARDEMİR D	KARDEMİR D	KARDEMİR D		
		KARSAN	KARSAN	KARSAN			
					KARTONSAN	KARTONSAN	KARTONSAN
		KAV	KAV	KAV	KAV	KAV	KAV
		KENT GIDA	KENT GIDA			KENT GIDA	KENT GIDA
						KEPEZ	KEPEZ
					KEREVİTAŞ GIDA	KEREVİTAŞ GIDA	
KIPA	KIPA	KIPA	KIPA	KIPA	KIPA	KIPA	
			KLİMASAN	KLİMASAN	KLİMASAN		
KCHOL	KOÇ HOLDING	KOÇ HOLDING	KOÇ HOLDING	KOÇ HOLDING	KOÇ HOLDING	KOÇ HOLDING	KOÇ HOLDING
							KONYA ÇİMENTO
KORDS	KORDSA DUPONT	KORDSA	KORDSA	KORDSA	KORDSA	KORDSA	KORDSA
						KÖYTAŞ	KÖYTAŞ
KRSTL	KRİSTAL KOLA				KRİSTAL KOLA	KRİSTAL KOLA	
LIOYS	LİO YAĞ	LİO YAĞ SANAYİ	LİO YAĞ SANAYİ				
				MAKİNA TAKİM	MAKİNA TAKİM	MAKİNA TAKİM	MAKİNA TAKİM
MRDIN	MARDİN ÇİMENTO	MARDİN ÇİMENTO		MARDİN ÇİMENTO	MARDİN ÇİMENTO	MARDİN ÇİMENTO	MARDİN ÇİMENTO
MMART	MARMARIS MARTI						MARMARIS MARTI
	OTEL						OTEL
						MARSHALL	MARSHALL
MNDRS	MENDERES						
	TEKSTİL						
MIGRS	MİGROS	MİGROS	MİGROS	MİGROS	MEDYA HOLDING	MEDYA HOLDING	MEDYA HOLDING
					MİGROS	MİGROS	MİGROS

EK 1 (Devamı)

XU100	31.12.2003	31.12.2002	31.12.2001	31.12.2000	31.12.1999	31.12.1998	31.12.1997
MILYT	MILLİYET GAZET.		MILLİYET	MILLİYET	MILLİYET	MILLİYET	MILLİYET
MIPAZ	MILLİYET PAZARLAMA		MILPA	MILPA	MILPA	MILPA	MILPA
					MUDURNU		
NTHOL	NET HOLDING					NERGİS HOLDING	NERGİS HOLDING
NTTUR	NET TURİZM	NET HOLDING	NET HOLDING	NET HOLDING	NET HOLDING	NET HOLDING	NET HOLDING
NETAS	NETAŞ TELEKOM	NET TURİZM	NET TURİZM	NET TURİZM	NET TURİZM	NET TURİZM	NET TURİZM
		NETAŞ	NETAŞ	NETAŞ	NETAŞ	NETAŞ	NETAŞ
			NUH ÇİMENTO				
			NUROL GMYO				
			OSMANLI GMYO				
OTOKAR	OTOKAR	OTOKAR	OTOKAR	OTOKAR	OTOKAR	OTOKAR	OTOKAR
PRKTE	PARK ELEKTRİK	PARK ELEK.MADEN	PARK ELEK. MADEN	PARK ELEK. MADEN			
			PASTAVİLLA				
		PENGUEN GIDA			PENGUEN GIDA		
PETKİM	PETKİM	PETKİM	PETKİM	PETKİM	PETKİM	PETKİM	PETKİM
PTOFS	PETROL OFİSİ	PETROL OFİSİ	PETROL OFİSİ	PETROL OFİSİ	PETROL OFİSİ	PETROL OFİSİ	PETROL OFİSİ
				PINAR SÜT			
						RAKS ELEKTRONİK	RAKS ELEKTRONİK
				SABAH YAYINCILIK	SABAH YAYINCILIK	SABAH YAYINCILIK	SABAH YAYINCILIK
SAHOL	SABANCI HOLDING	SABANCI HOLDING	SABANCI HOLDING	SABANCI HOLDING	SABANCI HOLDING	SABANCI HOLDING	SABANCI HOLDING
SANKO	SANKO PAZARLAMA	SANKO	SANKO				
				SARKUYSAN	SARKUYSAN	SARKUYSAN	SARKUYSAN
SASA	SASA	SASA	SASA	SASA	SASA	SASA	SASA
			SEZGİNLER GIDA	SEZGİNLER GIDA			
						SİFAŞ	SİFAŞ
SODA	SODA SANAYİ	SODA SANAYİ	SODA SANAYİ	SODA SANAYİ			
SKBNK	ŞEKERBANK						
SİSE	ŞİŞE CAM	ŞİŞECAM	ŞİŞECAM	ŞİŞECAM	ŞİŞECAM	ŞİŞECAM	ŞİŞECAM
TUDDF	T. DEMİRDÖKÜM	T. DEMİRDÖKÜM	T. DEMİRDÖKÜM	T. DEMİRDÖKÜM	T. DEMİRDÖKÜM	T. DEMİRDÖKÜM	T. DEMİRDÖKÜM
TNSAS	TANSAŞ	TANSAŞ	TANSAŞ	TANSAŞ	TANSAŞ	TANSAŞ	TANSAŞ
			TARKYA CAM		TARKYA CAM		

EK 1 (Devamı)

XU100	31.12.2003	31.12.2002	31.12.2001	31.12.2000	31.12.1999	31.12.1998	31.12.1997
TATKS	TAT KONSERVE	TAT KONSERVE	TAT KONSERVE	TAT KONSERVE	TAT KONSERVE	TAT KONSERVE	TAT KONSERVE
TEBnk	TEB	TEB	TEB	TEB	TEKSTİLBANK		
THYAO	TÜRK HAVA YOLL	THY	THY	THY	THY	THY	THY
TOASO	TOFAŞ OTO FAB.	TOFAŞ OTO FAB.	TOFAŞ OTO FAB.	TOFAŞ OTO FAB.	TOFAŞ OTO FAB.	TOFAŞ OTO FAB.	TOFAŞ OTO FAB.
TRKCM	TRAKYA CAM	TRAKYA CAM		TRAKYA CAM			TRAKYA CAM
				TRANSTÜRK HOLD	TRANSTÜRK HOLD		TRANSTÜRK HOLD
TRCAS	TURCAS PETROL	TURCAS PETROL	TURCAS PETROL	TURCAS PETROL	TURCAS PETROL	TURCAS PETROL	TURCAS PETROL
TCELL	TURKCELL	TURKCELL	TURKCELL	TURKCELL			
TUPRS	TÜPRAŞ	TÜPRAŞ	TÜPRAŞ	TÜPRAŞ	TÜPRAŞ	TÜPRAŞ	TÜPRAŞ
		USAŞ			USAŞ	USAŞ	USAŞ
UZEL	UZEL MAKİNA	UZEL MAKİNE	UZEL MAKİNA	UZEL MAKİNA	UZEL MAKİNA	UZEL MAKİNA	UZEL MAKİNA
			VAN ET		VANET		
VESTL	VESTEL	VESTEL	VESTEL	VESTEL	VESTEL	VESTEL	VESTEL
YKBNK	YAPI KREDİ BANK	YAPI KREDİ BANK	YAPI KREDİ BANK	YAPI KREDİ BANK	YAPI KREDİ BANK	YAPI KREDİ BANK	YAPI KREDİ BANK
YKGYO	YAPI KREDİ KORAY	YAPI KREDİ KORAY	YAPI KREDİ KORAY				
YKSGR	YAPI KREDİ SİG						
					YASAŞ	YASAŞ	YASAŞ
					YAŞARBANK	YAŞARBANK	YAŞARBANK
YAZIC	YAZICILAR HOLDG	YAZICILAR	YAZICILAR AŞ.			YATAŞ YATAK	YATAŞ YATAK
		ZORLU ENERJİ	ZORLU ENERJİ	ZORLU ENERJİ			

**EK 2: İMKB 100 Endeksine Dahil Olan Firmaların 1997-2003
Döneminde Temettü Dağıtım Şekilleri ve Tarihleri**

HİSSE ADI	TEMETTÜ ÖDEME ŞEKLİ					TARİH			TEMETTÜ ÖDEME ORANI
	NAKİT	HİSSE SENEDİ	BEDELLİ	BEDELSİZ	MELEZ	GENEL KURUL TARİHİ	YÖNETİM KURULU TARİHİ	TEMETTÜ DAĞITIM TARİHİ	
ADANA C	X					04.03.2003		30.04.2003	9,05%
				X			20.03.2003	30.07.2003	60%
AK ENERJİ		X				22.03.2002		31.05.2002	146,82%
				X			02.04.2002	31.05.2002	300%
				X			07.03.2003	29.05.2003	10%
	X					28.03.2003		29.05.2003	15,60%
AKBANK	X					03.03.1997		09.04.1997	120%
				X			03.03.1997	28.03.1997	77,77%
			X				03.03.1997	28.03.1997	100%
			X				09.12.1997	08.05.1998	90%
				X			09.12.1997	08.05.1998	60%
	X					17.03.1998		20.05.1998	100%
			X				11.12.1998	07.05.1999	50%
				X			11.12.1998	07.05.1999	50%
	X					17.03.1999		20.05.1999	65%
					X	24.03.2000	27.03.2000		%15 NAKİT, %88 HİSSE SENEDE
				X			24.03.2000	07.06.2000	100%
	X					28.03.2001		29.03.2001	5%
				X			28.03.2001	06.07.2001	60%
				X			09.08.2002	12.11.2002	2%
	X					26.03.2003		27.03.2003	5%
				X			26.03.2003	23.06.2003	47,06%
AKÇANSA	X					26.03.1997		30.04.1997	40%
				X			26.02.1998	27.04.1998	400%
	X					31.03.1998		01.04.1998	110%
	X					24.03.1999		05.04.1999	45%
				X			05.04.1999	14.06.1999	100%
	X					31.03.2000		04.04.2000	24,80%
	X					29.03.2001		02.04.2001	3%
	X					19.03.2002		30.04.2002	7%
				X			15.11.2002	07.01.2003	150%
	X					28.03.2003		31.03.2003	17%
AKSA				X			23.09.2003	01.12.2003	75%
	X					19.03.1997		30.05.1997	85%
			X				20.03.1997	20.05.1997	50%
				X			20.03.1997	20.05.1997	20%
					X	17.03.1998	29.05.1998		%30 NAKİT, %75 HİSSE SENEDE
				X			24.03.1998	29.05.1998	75%
					X	28.03.2000	31.05.2000		%25 NAKİT, %75 HİSSE SENEDE
				X			29.03.2000	31.05.2000	75%
	X					21.11.2001		10.12.2001	25%
					X	20.03.2002	31.05.2002		%50 NAKİT, %25 HİSSE SENEDE
				X			21.03.2002	31.05.2002	25%
					X	25.03.2003	26.05.2003		%50 NAKİT, %25 HİSSE SENEDE
AKSİGORTA				X			26.03.2003	26.05.2003	25%
	X					28.03.1997		09.04.1997	13,50%
				X			04.09.1997	10.11.1997	50%
	X					27.03.1998		21.05.1998	29,30%
				X			08.03.1999	20.05.1999	100%
	X					25.03.1999		20.05.1999	57,50%

AKSIGORTA				X			25.11.1999	21.01.2000	200%
	X					29.03.2000		30.03.2000	20,50%
	X					28.03.2001		29.03.2001	40%
					X	28.03.2002	31.05.2002		%42 NAKIT, %68,1 HİSSE SENEDİ
				X			17.04.2002	06.06.2002	100%
	X					31.03.2003		10.04.2003	20%
				X			10.06.2003	30.07.2003	33,33%
ALARKO GMYO				X			19.11.2003	18.12.2003	70%
				X			25.02.2000	15.09.2000	25%
	X					29.02.2000		29.05.2000	15%
		X				09.04.2001		25.06.2001	12%
	X					25.03.2002		30.05.2002	20%
ALARKO HOLDİNG	X					25.03.2003		30.05.2003	20%
	X					31.03.1997		30.05.1997	40%
	X					31.03.1998		29.05.1998	25%
			X				18.11.1998	08.02.1999	149,14%
				X			18.11.1998	08.02.1999	1096,00%
	X					07.04.2000		29.05.2000	15%
		X				30.03.2001		07.06.2001	20%
ALCATEL				X			08.05.2001	07.06.2001	20%
	X					29.03.2002		30.05.2002	15%
	X					31.03.2003		30.05.2003	20%
	X					10.04.1997		30.05.1997	30%
				X			16.04.1997	06.10.1997	100%
ALKİM	X					04.05.1998		29.05.1998	50%
	X					19.04.1999		31.05.1999	70%
				X			26.06.2000	18.06.2001	300%
	X					29.03.2001		09.04.2001	31,17%
	X					19.03.2002		01.04.2002	88,40%
ALKİM KAĞIT				X			06.05.2002	25.07.2002	150%
	X					20.03.2003		21.03.2003	34,40%
	X					27.03.2003		30.05.2003	16,50%
				X			15.05.2003	17.07.2003	100%
	X					25.03.1997		30.05.1997	29%
ANADOLU CAM			X				25.03.1997	23.05.1997	15,11%
				X			25.03.1997	23.05.1997	14,02%
			X				06.03.1998	27.04.1998	100%
			X				28.01.1999	07.05.1999	32,41%
				X			13.11.2000	16.02.2001	149%
	X					22.03.2001		31.05.2001	5%
				X			16.10.2001	28.12.2001	47,40%
				X			16.10.2002	20.11.2002	36,76%
	X					27.03.2003		30.05.2003	22%
ANADOLU EFES				X			23.09.2003	07.11.2003	56,50%
	X					30.03.2001		31.05.2001	20%
				X			08.06.2001	24.09.2001	100%
	X					14.04.2003		30.05.2003	20%
ANADOLU HAYAT				X			24.07.2003	29.09.2003	125%
	X					31.03.2000		31.05.2000	
				X			27.07.2000	13.12.2000	150%
				X			02.03.2001	31.05.2001	40%
					X	23.03.2001	31.05.2001		%15,7 NAKİT, %22 HİSSE SENEDİ
				X			06.03.2002	07.06.2002	85,71%
		X				22.03.2002		31.05.2002	62,14%
ANADOLU ISUZU	X					20.03.2003		24.03.2003	10,20%
				X			09.06.1997	06.11.1997	1200%
	X					30.03.1998		28.05.1998	30%
	X					25.03.1999		14.05.1999	70%
				X			12.10.2000	28.05.2001	200%

EK 2 (Devamı)

ANADOLU SİGORTA			X			25.02.2000	31.05.2000	150%
	X				22.03.2000		31.05.2000	120%
			X			23.02.2001	22.06.2001	66,67%
				X	20.03.2001	30.03.2001		%4,5 NAKİT, %58 HİSSE SENEDİ
			X			04.03.2002	31.05.2002	60%
	X	X			21.03.2002		31.05.2002	54%
	X				20.03.2003		24.03.2003	11,79%
ARÇELİK			X			13.03.1997	30.05.1997	50%
				X	03.04.1997	30.05.1997		%30 NAKİT, %20 HİSSE SENEDİ
			X			12.03.1998	29.05.1998	100%
				X	15.04.1998	29.05.1998		%30 NAKİT, %50 HİSSE SENEDİ
				X	07.04.2000	29.05.2000		%40 NAKİT, %20 HİSSE SENEDİ
			X			25.04.2000	09.06.2000	50%
				X	04.04.2001	31.05.2001		%20 NAKİT, %40 HİSSE SENEDİ
			X			19.04.2001	31.05.2001	50%
	X				11.04.2002		31.05.2002	22%
			X			19.04.2002	31.05.2002	60%
			X			25.03.2003	28.05.2003	175%
				X	24.04.2003	28.05.2003		%50 NAKİT, %50 HİSSE SENEDİ
ARSAN TEKSTİL			X			06.06.2002	02.09.2002	350%
ASELSAN				X	27.03.1997	28.05.1997		%20 NAKİT, %20 HİSSE SENEDİ
			X			28.03.1997	28.05.1997	50%
	X				30.03.1998		29.05.1998	35%
			X			30.03.1998	29.05.1998	50%
				X	26.03.1999	31.05.1999		%10 NAKİT, %15 HİSSE SENEDİ
			X			26.03.1999	31.05.1999	50%
	X				22.03.2000		30.05.2000	50%
			X			29.03.2000	30.05.2000	100%
	X				28.03.2001		31.05.2001	10%
		X				24.01.2002	29.04.2002	100%
			X			24.01.2002	29.04.2002	100%
	X				21.03.2003		30.05.2003	70,85%
AYGAZ	X				27.03.1997		30.05.1997	100%
	X				26.03.1998		01.06.1998	80%
			X			14.09.1998	16.11.1998	100%
	X				24.03.1999		17.05.1999	80%
			X			23.11.1999	06.01.2000	100%
				X	23.03.2000	10.05.2000		%80 NAKİT, %50 HİSSE SENEDİ
			X			13.04.2000	31.05.2000	100%
	X				24.05.2001		30.05.2001	20%
			X			18.10.2001	24.12.2001	100%
				X	26.03.2002	08.04.2002		%30 NAKİT, %50 HİSSE SENEDİ
	X				09.04.2003		28.05.2003	88,45%
			X			09.04.2003	28.05.2003	230,00%

EK 2 (Devamı)

BEKO				X			14.03.1997	17.06.1997	75%
									%25 NAKİT,%50 HİSSE SENEDİ
					X	31.03.1997	30.05.1997		
				X			13.03.1998	02.06.1998	77,78%
									%25 NAKİT,%50 HİSSE SENEDİ
					X	03.04.1998	29.05.1998		
				X			19.03.1999	05.07.1999	89,28%
		X				07.04.1999		05.07.1999	50%
				X			21.03.2000	15.06.2000	50%
		X				07.04.2000		15.06.2000	25%
	X				19.03.2001		15.06.2001	25%	
			X			19.03.2001	15.06.2001	50%	
		X				11.03.2002	17.06.2002	100%	
			X			11.03.2002	17.06.2002	51,57%	
BOLU ÇİMENTO	X					26.03.1998		29.05.1998	45,88%
			X				03.04.1998	11.06.1998	20%
				X			03.04.1998	11.06.1998	65%
	X					20.02.2002		31.05.2002	40,39%
				X			20.02.2002	31.05.2002	38%
			X			27.01.2003	30.04.2003	45%	
	X					26.02.2003		30.04.2003	36,96%
BORUSAN BORU				X			28.02.2002	31.05.2002	200%
	X					05.04.2002		31.05.2002	83%
	X					27.03.2003		30.05.2003	43%
BORUSAN YAT. PAZ.				X			30.06.2000	16.10.2000	400%
				X			14.02.2001	07.05.2001	25%
BOSSA				X			27.01.1997	28.05.1997	150%
	X					14.03.1997		28.05.1997	27%
			X				26.08.1997	24.12.1997	35%
				X			26.08.1997	24.12.1997	65%
	X					26.03.1998		29.05.1998	17%
	X					25.03.1999		30.04.1999	29%
				X			28.04.1999	21.06.1999	100%
	X					30.03.2000		28.04.2000	15,10%
	X					27.03.2002		15.04.2002	67%
			X			23.10.2002	09.12.2002	150%	
					24.03.2003		08.04.2003	20%	
			X			20.10.2003	05.12.2003	50%	
BSH PROFİLO	X					29.05.2001		31.05.2001	38,65%
				X			04.09.2001	25.10.2001	100%
CEYTAŞ				X			04.12.2003	13.01.2004	30%
ÇARŞI	X					24.03.1998		29.05.1998	340%
			X				06.05.1998	05.06.1998	450%
			X				21.03.2000	28.04.2000	200%
			X				17.04.2001	17.09.2001	200%
			X				26.03.2002	17.05.2002	100%
		X				18.12.2003	01.03.2004	50%	
ÇİMSA	X					25.03.1997		26.05.1997	39%
				X			19.11.1997	23.12.1997	200%
	X					25.03.1998		29.05.1998	38%
	X					16.03.1999		05.05.1999	100%
				X			17.03.1999	20.05.1999	300%
	X					24.03.2000		28.04.2000	31%
	X					23.03.2001		09.04.2001	39%
				X			06.12.2001	11.02.2002	100%
	X					29.03.2002		03.04.2002	125%
			X			07.11.2002	12.12.2002	100%	
	X				31.03.2003		14.04.2003	47%	
			X			21.10.2003	12.12.2003	80%	

EK 2 (Devamı)

DEVA			X			19.03.1997	26.05.1997	96,66%
				X		19.03.1997	26.05.1997	70,00%
		X				28.03.1997	26.05.1997	25%
			X			10.02.2000	26.04.2000	200%
				X		10.02.2000	26.04.2000	100%
DIŞBANK	X					19.02.1997	10.04.1997	100%
			X			19.02.1997	02.04.1997	107,14%
				X		19.02.1997	02.04.1997	35,71%
			X			27.02.1998	25.05.1998	52,50%
				X		27.02.1998	25.05.1998	82,79%
		X				27.02.1998	25.05.1998	57%
		X				25.01.1999	26.04.1999	113,23%
				X		26.01.1999	26.04.1999	150%
		X				25.01.2000	05.04.2000	89,04%
				X		25.01.2000	05.04.2000	100%
		X				07.02.2001	30.04.2001	5%
				X		12.02.2001	30.04.2001	94%
		X				24.03.2003	25.08.2003	40%
DOĞAN HOLDİNG				X		04.04.2003	25.08.2003	40%
		X				27.08.1997	22.10.1997	20%
				X		27.08.1997	22.10.1997	50%
	X					27.08.1998	03.09.1998	20%
				X		28.08.1998	07.10.1998	250%
		X				13.08.1999	19.10.1999	15%
				X		16.08.1999	19.10.1999	60%
		X				31.07.2000	16.10.2000	20%
				X		04.08.2000	16.10.2000	40%
			X			29.05.2001	17.07.2001	120%
				X		29.05.2001	17.07.2001	50%
		X				14.06.2001	17.07.2001	32,50%
			X			18.10.2002	19.11.2002	80%
DOĞAN YAYIN			X			27.06.2003	20.08.2003	30%
		X				28.04.1999	22.07.1999	32,37%
				X		11.05.1999	22.07.1999	75%
				X		18.04.2000	03.07.2000	33%
		X				27.04.2000	03.07.2000	19,22%
		X				26.04.2001	05.09.2001	19,21%
			X			09.07.2001	05.09.2001	52,60%
				X		09.07.2001	05.09.2001	47,40%
		X				30.04.2002	26.08.2002	4,98%
				X		06.06.2002	26.08.2002	14%
		X				30.04.2003	29.08.2003	13,01%
				X		30.06.2003	29.08.2003	30%
DÖKTAŞ	X					14.03.1997	30.05.1997	50%
				X		16.10.1997	03.12.1997	400%
	X					27.03.1998	25.05.1998	19,79%
				X		17.03.1999	24.05.1999	100%
		X				06.04.1999	24.05.1999	25%
			X			26.04.2000	14.06.2000	50%
				X		26.04.2000	14.06.2000	50%
				X		13.04.2001	15.06.2001	100%
ECZACIBAŞI İLAÇ				X		15.04.2003	23.06.2003	230%
				X		31.12.1998	03.05.1999	300%
				X		09.01.2003	23.05.2003	200%
				X		22.12.2003	09.02.2004	400%
ECZACIBAŞI YAPI		X				26.04.2000	26.07.2000	16,68%
				X		05.05.2000	26.07.2000	25%
				X		08.01.2003	17.04.2003	900%
				X		14.11.2003	12.01.2004	125%

EK 2 (Devamı)

ECZACIBA Şİ YATIRIM				X		20.03.1997	04.08.1997	100%
				X		11.03.1998	22.06.1998	50%
				X		21.12.1998	15.03.1999	1000%
		X				26.04.2000	31.07.2000	50%
	X			X		01.05.2000	31.07.2000	50%
EGE SERAMİK			X			22.04.2003	30.05.2003	20%
				X		30.05.2003	11.07.2003	50%
ENKA İNŞAAT				X		30.05.2003	11.07.2003	65%
	X			X		04.11.2002	22.11.2002	123,16%
EREĞLİ DEMİR ÇELİK				X		31.03.2003	28.05.2003	35%
				X		20.10.2003	24.12.2003	98,58%
EREĞLİ DEMİR ÇELİK	X					27.03.1997	30.05.1997	45,37%
			X			25.11.1998	24.02.1999	200%
EREĞLİ DEMİR ÇELİK				X		25.11.1998	24.02.1999	400%
			X			13.02.1997	05.03.1997	100%
FİNANSBA NK	X					04.03.1997	05.03.1997	100%
			X			22.09.1997	18.11.1997	50%
FİNANSBA NK	X					16.03.1998	26.05.1998	70%
			X			22.04.1998	14.05.1998	58%
FİNANSBA NK				X		22.04.1998	14.05.1998	8,67%
		X				05.03.1999	31.05.1999	92,72%
FİNANSBA NK				X		11.03.1999	19.04.1999	130%
		X				29.03.2000	30.05.2000	65%
FİNANSBA NK				X		21.04.2000	29.05.2000	90%
		X				20.03.2001	31.05.2001	46%
FİNANSBA NK				X		21.03.2001	31.05.2001	61,60%
			X			18.07.2001	14.09.2001	41,60%
FİNANSBA NK				X		17.07.2002	07.11.2002	29,05%
		X				31.03.2003	30.05.2003	5%
FİNANSBA NK				X		24.04.2003	24.12.2003	19,80%
	X					27.03.1997	07.04.1997	401,08%
FORD OTOSAN	X					14.04.1998	20.04.1998	1100%
		X				07.04.1999	26.05.1999	1200%
FORD OTOSAN				X		19.04.1999	26.05.1999	2000%
		X				16.04.2001	15.05.2001	50%
FORD OTOSAN				X		19.04.2001	31.05.2001	150%
				X		05.08.2003	30.09.2003	300%
GARANTİ BANKASI	X					28.03.1997	01.04.1997	78,64%
			X			28.03.1997	09.05.1997	78,64%
GARANTİ BANKASI				X		28.03.1997	09.05.1997	43,57%
				X		17.04.1998	12.11.1998	25%
GARANTİ BANKASI				X		05.04.1999	14.06.1999	420%
				X		23.02.2001	16.07.2001	188,46%
GARANTİ BANKASI				X		23.07.2002	09.09.2002	5,56%
				X		30.04.2003	02.07.2003	3,82%
GİMA			X			26.03.2002	22.04.2002	100%
			X			10.12.2002	13.01.2003	50%
GİMA			X			02.12.2003	12.01.2004	33,33%
GLOBAL MENKUL DEĞ	X					28.05.1998	01.06.1998	20%
				X		05.08.1998	10.11.1998	150%
GLOBAL MENKUL DEĞ			X			26.04.2001	22.05.2001	100%
			X			15.04.2002	18.06.2002	100%
GOLDAŞ				X		10.09.2001	03.10.2001	160%
			X			07.11.2002	23.12.2002	140%
GOLDAŞ			X			25.03.2003	31.03.2003	28,20%
		X				18.04.2001	31.05.2001	150%
GSD HOLDİNG			X			26.04.2001	12.06.2001	200%
				X		26.04.2001	12.06.2001	200%
GSD HOLDİNG			X			17.01.2002	29.03.2002	100%
				X		09.12.2003	12.03.2004	86,04%
GÜNEŞ SİGORTA	X					28.02.2003	08.05.2003	11,70%

EK 2 (Devamı)

HEKTAŞ					X	27.03.1997	23.06.1997		%48,2 NAKİT, 26,89 HİSSE SENEDİ
				X			29.04.1997	23.06.1997	70%
		X				26.03.1998		22.06.1998	40,56%
				X			27.04.1998	22.06.1998	93%
			X				29.03.2000	24.05.2000	21,25%
				X			29.03.2000	24.05.2000	24,75%
				X			25.04.2001	06.08.2001	31,89%
		X				19.02.2002		31.05.2002	9,71
				X			19.02.2002	31.05.2002	43,80%
		X				27.02.2003		15.05.2003	18,08%
HÜRRİYET				X			27.02.2003	15.05.2003	58,50%
	X					31.03.1997		25.04.1997	100%
				X			09.01.1998	25.02.1998	250%
					X	16.03.1998	31.03.1998		%420 NAKİT, %300 HİSSE SENEDİ
				X			10.06.1998	27.08.1998	50%
					X	16.03.1999	14.06.1999		%50 NAKİT, %33 HİSSE SENEDİ
				X			23.03.1999	14.06.1999	90%
		X				20.03.2000		14.06.2000	36,47%
				X			28.03.2000	14.06.2000	70%
		X				13.03.2001		30.05.2001	28,06%
İHLAS GMYO				X			16.03.2001	30.05.2001	68%
				X		18.03.2002		31.05.2002	12,77%
İHLAS HOLDİNG				X			22.03.2002	31.05.2002	39,50%
		X				31.03.2003		26.05.2003	26,40%
İŞ BANKASI C				X			31.03.2003	26.05.2003	68,20%
			X				10.04.2003	09.06.2003	150%
İŞ GMYO				X			10.04.2003	09.06.2003	50%
		X				26.03.1998		14.05.1999	130,19%
İŞ BANKASI C				X			14.04.1998	14.05.1999	150%
				X			07.04.2000	25.05.2000	100%
			X				29.05.2003	30.06.2003	100%
	X					31.03.1997		30.04.1997	40,05%
			X				22.07.1997	03.09.1997	40%
				X			22.07.1997	03.09.1997	360%
			X				09.03.1998	15.05.1998	37,50%
				X			09.03.1998	15.05.1998	112,50%
	X					31.03.1998		25.05.1998	40,08%
			X				05.03.1999	13.05.1999	40%
İŞ GMYO				X			05.03.1999	13.05.1999	80%
	X					26.03.1999		24.05.1999	40,50%
			X				03.03.2000	15.05.2000	26%
				X			03.03.2000	15.05.2000	74%
	X					24.03.2000		29.05.2000	27%
			X				23.02.2001	15.05.2001	15,50%
				X			23.02.2001	15.05.2001	29,50%
	X					27.03.2001		28.05.2001	15,93%
				X			03.03.2003	29.12.2003	70%
		X				28.03.2003		29.12.2003	6%
İŞ GMYO			X				29.02.2000	15.05.2000	15%
				X			29.02.2000	15.05.2000	15%
		X				24.03.2000		15.05.2000	0,33%
			X				30.01.2001	16.04.2001	20%
				X			30.01.2001	16.04.2001	20%
		X				23.02.2001		16.04.2001	3,29%
			X				23.07.2001	10.09.2001	85%

EK 2 (Devamı)

İŞ FİNANSAL				X		25.03.2003	13.05.2003	25%
			X			05.05.1998	27.07.1998	50%
İZMİR DEMİR ÇELİK				X		05.05.1998	27.07.1998	150%
			X			03.04.2000	05.06.2000	40%
				X		03.04.2000	05.06.2000	110%
KİPA	X					17.04.1998	15.05.1998	25%
	X					12.05.1999	31.05.1999	92,50%
			X			17.09.1999	08.12.1999	100%
				X		17.09.1999	08.12.1999	100%
	X					04.05.2000	31.05.2000	15%
			X			15.06.2000	18.10.2000	100%
				X		15.06.2000	18.10.2000	70%
	X					03.05.2001	31.05.2001	10%
					X	28.03.2002	31.05.2002	%20 NAKİT, %30 HİSSE SENEDİ
				X		29.03.2002	31.05.2002	30%
KOÇ HOLDİNG	X					27.03.2003	10.04.2003	20%
	X					28.03.1997	26.05.1997	15%
				X		14.10.1997	24.11.1997	50%
	X					31.03.1998	25.05.1998	20%
				X		12.03.1999	24.05.1999	100%
	X					05.04.1999	24.05.1999	20%
	X					31.03.2000	31.05.2000	15%
				X		28.04.2000	31.05.2000	100%
					X	20.03.2001	07.05.2001	%10 NAKİT, %22,76 HİSSE SENEDİ
				X		20.03.2001	07.05.2001	33,33%
	X					02.04.2002	08.05.2002	10,24%
				X		02.04.2002	08.05.2002	100%
	X					04.04.2003	04.06.2003	3,39%
				X		04.04.2003	04.06.2003	20%
				X		11.12.2003	19.01.2004	187,43%
KORDSA	X					27.03.1997	21.05.1997	400%
			X			14.04.1997	23.06.1997	200%
				X		14.04.1997	23.06.1997	200%
	X					26.03.1998	15.04.1998	105%
				X		15.04.1998	29.07.1998	100%
	X					26.03.1999	07.04.1999	50%
				X		13.04.1999	28.06.1999	150%
	X					30.03.2000	05.04.2000	24,50%
				X		18.04.2000	01.08.2000	50%
	X					28.03.2001	11.04.2001	30,70%
				X		19.04.2001	01.10.2001	50%
	X					22.03.2002	26.04.2002	36%
KRİSTAL KOLA	X					28.03.2003	04.04.2003	58%
			X			05.03.2003	25.04.2003	300%
				X		25.08.2003	05.11.2003	200%
			X			17.02.1997	30.05.1997	30%
LİO YAĞ				X		05.03.2003	25.04.2003	100%
				X		26.03.2002	07.05.2002	644,92%
				X		02.07.2002	22.08.2002	100%
MARDİN ÇİMENTO				X		17.02.1997	30.05.1997	43%
	X					28.03.1997	30.05.1997	50,91%
	X					26.03.1998	29.05.1998	101,90%
			X			31.03.1998	08.06.1998	44%
				X		31.03.1998	08.06.1998	56%
			X			26.01.1999	31.05.1999	27%
				X		26.01.1999	31.05.1999	56%
	X					18.03.1999	31.05.1999	100,50%
				X		29.02.2000	31.05.2000	50%
	X					31.03.2000	31.05.2000	126,92%

EK 2 (Devamı)

MARDİN ÇİMENTO	X				20.02.2002		31.05.2002	162,79%
				X		28.02.2002	31.05.2002	50%
				X		21.01.2003	30.04.2003	50%
	X				27.02.2003		30.04.2003	84,62%
MARMARİS MARTI	X				30.04.1997		30.05.1997	20%
			X			15.09.1997	10.11.1997	75%
				X		15.09.1997	10.11.1997	75%
	X				31.03.1997		30.05.1997	50%
MİGROS				X		23.09.2003	29.12.2003	100%
				X		03.03.1997	30.05.1997	75%
	X				02.04.1998		29.05.1998	100%
	X				06.04.1999		31.05.1999	300%
				X		06.04.1999	05.07.1999	200%
					X	04.04.2000	28.06.2000	%150 NAKİT, %200 HİSSE SENEDİ
				X		04.04.2000	28.06.2000	200%
	X				03.04.2001		31.05.2001	50%
	X				09.04.2002		06.05.2002	50%
				X		05.11.2002	16.12.2002	500%
MİLLİYET	X				10.04.2003		30.04.2003	10%
				X		11.12.2003	16.01.2004	150%
		X			03.04.1997		02.06.1997	5%
				X		09.04.1997	02.06.1997	65%
		X			24.03.1998		15.06.1998	45%
				X		28.04.1998	15.06.1998	120%
	X				18.03.1999		05.04.1999	5%
				X		24.03.1999	24.05.1999	75%
MİLPA				X		19.04.2000	03.07.2000	20%
		X			03.04.1997		10.07.1997	24%
				X		11.04.1997	10.07.1997	100%
		X			31.03.1998		18.06.1998	60%
				X		15.04.1998	18.06.1998	100%
		X			13.04.1999		15.07.1999	42%
				X		06.05.1999	15.07.1999	120%
		X			17.04.2000		20.12.2000	29%
NET HOLDİNG				X		17.05.2000	20.12.2000	50%
					10.04.2001		18.07.2001	40%
				X		24.04.2001	18.07.2001	60%
				X		01.12.2003	24.02.2004	10%
	X				10.04.1997		30.05.1997	20%
			X			16.04.1997	08.09.1997	100%
				X		16.04.1997	08.09.1997	80%
			X			23.03.1998	22.06.1998	94%
				X		23.03.1998	22.06.1998	10%
		X			26.04.1999		02.08.1999	20,60%
NETAŞ				X		26.04.1999	02.08.1999	25,00%
			X			14.04.2000	01.06.2000	100%
				X		14.04.2000	01.06.2000	35%
			X			05.02.2001	08.05.2001	70%
				X		27.04.2001	28.11.2001	13%
						21.04.1998	31.07.1998	420%
NETTUR	X				26.03.1999		20.05.1999	13,50%
	X				30.03.2000		09.05.2000	42,50%
	X				30.03.2001		09.05.2001	70%
	X				28.03.2002		13.05.2002	104,06%
	X				02.04.2003		21.05.2003	122%
NETTUR		X			25.03.1997		30.05.1997	300%
				X		03.04.1997	30.05.1997	300%
		X			01.04.1998		09.07.1998	100%
			X			13.10.1998	04.01.1999	125%
				X		08.06.2000	04.09.2000	150%
				X		26.04.2001	21.08.2001	100%

EK 2 (Devamı)

OTOKAR				X		13.03.1997	23.06.1997	150%
		X				01.04.1997	23.06.1997	71,43%
				X		11.03.1999	23.06.1999	200%
	X					08.04.1999	31.05.1999	50%
				X		09.03.2000	14.06.2000	100%
					X	11.04.2000	14.06.2000	%63,65 NAKİT, %25 HİSSE SENEDİ
					X	10.04.2001	05.06.2001	%75 NAKİT, %25 HİSSE SENEDİ
				X		12.04.2001	05.06.2001	50%
	X					12.04.2002	31.05.2002	65%
	X					17.04.2003	05.05.2003	55,50%
PARK ELEKTRİK				X		02.06.2003	28.07.2003	206,33%
			X			09.03.2000	27.04.2000	200%
				X		09.03.2000	27.04.2000	100%
PETKİM	X					31.03.1997	23.05.1997	640%
	X					27.03.1998	01.05.1998	985%
				X		21.12.1998	15.03.1999	3800%
	X					18.03.1999	03.05.1999	6%
	X					24.03.2000	01.05.2000	12,50%
			X			19.04.2001	01.08.2001	25%
PETROL OFİSİ				X		19.04.2001	01.08.2001	50%
	X					28.03.1997	30.05.1997	272,64%
	X					30.03.1998	01.05.1998	268,55%
			X			04.03.1999	30.07.1999	185,71%
	X					25.03.1999	03.05.1999	350%
			X			07.03.2000	30.05.2000	85%
				X		07.03.2000	30.05.2000	65%
	X					24.03.2000	01.05.2000	291,76%
	X					19.07.2001	20.07.2001	121,90%
				X		19.09.2002	08.10.2002	400%
SABANCI HOLDİNG				X		01.04.2003	30.04.2003	18,84%
	X					23.03.1998	21.05.1998	13%
			X			08.07.1998	24.08.1998	80%
				X		08.07.1998	24.08.1998	70%
	X					23.03.1999	31.05.1999	5%
			X			12.01.2000	29.03.2000	134%
				X		12.01.2000	29.03.2000	126%
	X					28.03.2000	10.04.2000	8%
			X			09.11.2000	09.02.2001	5%
				X		09.11.2000	09.02.2001	28,33%
				X		12.02.2002	06.05.2002	33,33%
				X		26.12.2002	24.02.2003	25%
SANKO	X					28.03.2003	10.04.2003	5%
				X		08.11.2001	18.03.2002	5%
	X					29.08.2002	10.09.2002	70%
SASA				X		05.02.1997	10.04.1997	40%
	X					14.03.1997	22.05.1997	55,60%
	X					25.03.1998	28.05.1998	86,60%
	X					25.03.1999	03.05.1999	20%
				X		28.04.1999	29.06.1999	100%
	X					30.03.2001	16.04.2001	79%
				X		27.12.2002	24.03.2003	400%
SODA				X		04.11.2003	18.12.2003	150%
				X		13.11.2000	19.02.2001	89,26%
	X					27.04.2001	31.05.2001	20%
				X		16.10.2001	28.11.2001	22,60%
	X					26.03.2002	31.05.2002	39%
				X		16.10.2002	16.12.2002	28,16%
	X					27.03.2003	30.05.2003	10%
			X			23.07.2003	13.10.2003	11,84%

EK 2 (Devamı)

ŞİŞECAM		X				21.03.1997		30.06.1997	50%
				X			28.04.1997	30.06.1997	100%
				X			11.12.1997	15.01.1998	65%
	X					20.03.1998		31.03.1998	19,40%
			X				25.03.1998	08.05.1998	25%
			X				26.01.1999	05.04.1999	43,29%
				X			26.01.1999	05.04.1999	43,29%
	X					22.03.1999		31.05.1999	14%
				X			13.12.1999	17.01.2000	83,29%
		X				22.03.2000		16.06.2000	1,40%
			X				08.05.2000	16.06.2000	5,06%
				X			08.05.2000	16.06.2000	1,40%
T.DEMİR DÖKÜM					X	03.04.1998	29.05.1998		%40 NAKİT, %25 HİSSE
				X			27.04.1998	29.05.1998	100%
		X				07.04.1999		14.06.1999	10%
				X			26.04.1999	14.06.1999	100%
				X			15.01.2002	25.03.2002	100%
	X					18.03.2003		18.04.2003	10,00%
TANSAŞ				X			21.04.2003	23.06.2003	125%
	X					17.03.1997		18.03.1997	100%
				X			05.03.1998	01.06.1998	200%
	X					31.03.1998		28.05.1998	360%
				X			05.04.1999	21.07.1999	300%
			X				21.09.2000	19.12.2000	400%
				X			21.09.2000	19.12.2000	50%
			X				03.07.2001	04.09.2001	300%
TAT KONSERVE			X				24.12.2001	28.01.2002	200%
			X				02.08.2002	26.09.2002	50%
			X				04.03.1997	30.05.1997	100%
				X			04.03.1997	30.05.1997	50%
	X					25.03.1997		30.05.1997	25%
				X			05.03.1998	29.05.1998	10%
	X					26.03.1998		29.05.1998	20%
			X				15.04.1999	11.08.1999	82,82%
				X			15.04.1999	11.08.1999	100,00%
	X					23.03.2000		31.05.2000	7,50%
					X	22.03.2001	31.05.2001		%20 NAKİT, %10 HİSSE
				X			05.04.2001	31.05.2001	50%
TEB	X					09.04.2002		06.05.2002	40%
				X		10.04.2003		21.04.2003	40%
THY				X			17.10.2003	15.12.2003	350%
				X			17.07.2000	18.08.2000	125%
	X					27.03.2003		04.04.2003	27,61%
			X				06.11.1997	23.01.1998	100%
				X			06.11.1997	23.01.1998	100%
			X				25.03.1998	26.08.1999	33,33%
				X			25.03.1998	26.08.1999	33,33%
			X				31.01.2000	24.03.2000	100%
TOFAŞ OTO FAB.				X			31.01.2000	24.03.2000	100%
				X			14.08.2000	15.12.2000	8,33%
				X			14.08.2000	15.12.2000	8,33%
					X	29.04.1997	23.06.1997		%14,3 NAKİT %4,76 HİSSE
				X			30.04.1997	23.06.1997	50%
			X				02.11.1998	14.12.1998	40%
				X			10.05.1999	22.06.1999	185%
				X			10.05.1999	22.06.1999	75%
				X			25.10.2001	12.12.2001	150%
				X			28.04.2003	26.05.2003	164,06%

EK 2 (Devamı)

TRAKYA CAM	X				24.03.1997		30.05.1997	20%
				X		16.10.1997	08.12.1997	36,28%
	X				27.03.2000		31.05.2000	11%
				X		13.11.2000	18.01.2001	43,32%
	X				25.03.2002		31.05.2002	43%
				X		16.10.2002	30.12.2002	43,66%
TURCAS	X				26.03.2003		30.05.2003	32%
				X		16.10.2003	05.12.2003	62,40%
	X				20.02.1997		21.02.1997	90%
				X		24.03.1997	23.06.1997	146,30%
	X				20.02.1998		23.02.1998	44%
	X				26.04.1999		27.04.1999	97,87%
TURKCELL			X			01.03.2001	15.10.2001	259,20%
			X			16.05.2001	23.07.2001	89,56%
				X		13.12.2000	04.06.2001	9,90%
			X			31.03.1997	14.07.1997	270%
			X			31.03.1997	14.07.1997	270%
			X			26.06.1998	09.11.1998	75%
TÜPRAŞ				X		26.06.1998	09.11.1998	75%
	X				24.03.1999		05.04.1999	44,25%
	X				06.03.2000		07.03.2000	233,70%
	X				30.03.2001		01.05.2001	280,30%
				X		20.06.2001	24.09.2001	235%
	X				29.03.2002		05.04.2002	55,26%
UZEL MAKİNA	X				27.03.2003		11.04.2003	57,47%
	X				27.03.1998		01.04.1998	336%
	X				27.04.1999		24.05.1999	307%
				X		28.05.1999	09.12.1999	350%
			X			14.10.1999	09.12.1999	130%
			X			08.11.2001	11.02.2002	50%
VESTEL				X		08.11.2001	11.02.2002	50%
	X				15.04.1997		22.05.1997	321,52%
			X			15.04.1997	05.06.1997	455,48%
			X			15.04.1997	05.06.1997	159,00%
			X			13.02.1997	12.05.1997	60%
			X			12.10.2000	20.12.2000	3400%
YAPI KREDİ BANK				X		13.02.1997	12.05.1997	73%
	X				31.03.1997		12.05.1997	60%
			X			12.02.1998	15.05.1998	40%
			X			12.02.1998	15.05.1998	39%
	X				31.03.1998		15.05.1998	40%
			X			11.09.1998	09.11.1998	24%
			X			18.02.1999	17.05.1999	50%
			X			18.02.1999	17.05.1999	30%
	X				07.04.1999		17.05.1999	50%
			X			07.02.2000	31.05.2000	109%
		X			07.04.2000		31.05.2000	64%
			X			08.02.2001	30.05.2001	50%
YAPI KREDİ KORAY					09.04.2001		30.05.2001	13%
					11.04.2003		14.08.2003	22,50%
				X		20.03.2002	10.07.2002	300%
				X		14.04.2003	14.08.2003	33,33%
YAZICILAR	X				19.03.2001		31.05.2001	15%
	X				18.03.2002		31.05.2002	30%
				X		25.03.2002	31.05.2002	30%
	X				28.03.2003		30.05.2003	30%

EK 3 İMKB 100 Endeksi Firmalarının Zaman Kesitine Bağımlı Olarak Hesaplanan Değerleri
EK 3.1. İMKB 100 endeksi firmalarının zaman kesitine bağımlı olarak hesaplanan ABR ve t değerleri Tablosu

NAKİT				HİSSE SENEDİ				BEDELLİ				BEDELSİZ				MELEZ			
OLAY	ABR	CAR	t(ABR)	ABR	CAR	t(ABR)	ABR	CAR	t(ABR)	ABR	CAR	t(ABR)	ABR	CAR	t(ABR)	ABR	CAR	t(ABR)	ABR
-60	-27,56	-27,56	-0,12	8,92	8,92	0,04	-18,95	-18,95	-0,12	-22,38	-22,38	-0,13	-64,55	-64,55	-0,27	-64,55	-64,55	-0,27	-64,55
-59	-63,05	-90,61	-0,14	-109,05	-100,13	-0,55	33,13	14,17	0,18	-4,36	-26,74	-0,03	-21,97	-86,52	-0,12	-21,97	-86,52	-0,12	-21,97
-58	-0,48	-91,10	0,00	-42,12	-142,25	-0,27	-1,16	13,02	-0,01	-24,60	-51,34	-0,13	9,42	-77,09	0,05	9,42	-77,09	0,05	9,42
-57	27,66	-63,44	0,10	36,17	-106,07	0,15	9,81	22,82	0,05	-1,71	-53,05	-0,01	30,72	-46,37	0,16	30,72	-46,37	0,16	30,72
-56	-36,68	-100,12	-0,11	-29,63	-135,70	-0,16	-27,43	-4,60	-0,15	-14,29	-67,34	-0,08	8,73	-37,64	0,04	8,73	-37,64	0,04	8,73
-55	-7,14	-107,26	-0,03	-38,85	-174,55	-0,13	-1,00	-5,61	-0,01	-19,63	-86,97	-0,10	6,26	-31,39	0,03	6,26	-31,39	0,03	6,26
-54	-3,91	-111,17	-0,01	-54,26	-228,81	-0,26	-21,88	-27,49	-0,10	-34,72	-121,69	-0,19	-62,30	-93,69	-0,37	-62,30	-93,69	-0,37	-62,30
-53	-29,45	-140,62	-0,14	-26,18	-254,99	-0,11	-0,06	-27,55	0,00	-11,40	-133,09	-0,06	-33,69	-127,39	-0,27	-33,69	-127,39	-0,27	-33,69
-52	39,14	-101,48	0,17	38,12	-216,87	0,22	34,88	7,33	0,12	16,08	-117,01	0,08	-52,71	-180,09	-0,32	-52,71	-180,09	-0,32	-52,71
-51	-23,88	-125,36	-0,08	40,49	-176,38	0,20	-24,89	-17,57	-0,14	-11,04	-128,05	-0,06	77,82	-102,27	0,49	77,82	-102,27	0,49	77,82
-50	-28,03	-153,39	-0,13	13,22	-163,16	0,06	-12,80	-30,36	-0,05	9,61	-118,44	0,05	57,22	-45,05	0,27	57,22	-45,05	0,27	57,22
-49	16,21	-137,18	0,07	15,41	-147,75	0,06	-35,49	-65,85	-0,20	15,85	-102,58	0,08	48,79	3,74	0,32	48,79	3,74	0,32	48,79
-48	4,38	-132,80	0,01	-56,49	-204,24	-0,23	-19,63	-85,48	-0,09	-36,58	-139,16	-0,19	-42,06	-38,32	-0,28	-42,06	-38,32	-0,28	-42,06
-47	9,40	-123,40	0,05	-22,50	-226,74	-0,12	-13,27	-98,75	-0,11	-10,98	-150,14	-0,07	10,82	-27,49	0,09	10,82	-27,49	0,09	10,82
-46	-0,47	-123,87	0,00	-27,86	-254,60	-0,25	0,34	-98,41	0,00	-23,54	-173,67	-0,14	7,67	-19,83	0,05	7,67	-19,83	0,05	7,67
-45	4,86	-119,02	0,02	43,47	-211,13	0,23	-13,65	-112,06	-0,06	-2,58	-176,25	-0,01	-8,98	-28,81	-0,05	-8,98	-28,81	-0,05	-8,98
-44	6,24	-112,78	0,04	7,06	-204,07	0,04	-15,15	-127,22	-0,06	-7,41	-183,66	-0,04	-2,12	-30,93	-0,02	-2,12	-30,93	-0,02	-2,12
-43	-19,58	-132,36	-0,09	-13,16	-217,23	-0,06	-32,40	-159,62	-0,12	-26,68	-210,34	-0,13	-83,13	-114,06	-0,51	-83,13	-114,06	-0,51	-83,13
-42	-0,98	-133,35	-0,01	0,54	-216,69	0,00	-34,01	-193,62	-0,13	-14,93	-225,27	-0,07	-37,83	-151,90	-0,21	-37,83	-151,90	-0,21	-37,83
-41	-17,03	-150,38	-0,07	19,76	-196,94	0,08	-37,81	-231,44	-0,20	-10,01	-235,27	-0,07	12,90	-138,99	0,10	12,90	-138,99	0,10	12,90
-40	-6,40	-156,78	-0,02	15,73	-181,21	0,08	30,32	-201,12	0,14	4,72	-230,55	0,02	11,02	-127,98	0,06	11,02	-127,98	0,06	11,02
-39	-4,65	-161,42	-0,02	-35,10	-216,30	-0,25	-17,63	-218,75	-0,09	-7,53	-238,08	-0,05	-20,82	-148,80	-0,17	-20,82	-148,80	-0,17	-20,82
-38	5,75	-155,68	0,02	-23,41	-239,71	-0,10	-2,46	-221,21	-0,01	-29,28	-267,36	-0,17	-43,96	-192,76	-0,25	-43,96	-192,76	-0,25	-43,96
-37	-6,76	-162,44	-0,02	-43,31	-283,02	-0,24	-59,07	-280,28	-0,30	-27,92	-295,27	-0,16	-32,08	-224,84	-0,16	-32,08	-224,84	-0,16	-32,08
-36	-32,17	-194,61	-0,09	-20,10	-303,12	-0,16	-48,11	-328,39	-0,24	-9,60	-304,87	-0,06	16,60	-208,24	0,14	16,60	-208,24	0,14	16,60
-35	-36,84	-231,45	-0,18	30,05	-273,07	0,19	-5,58	-333,97	-0,03	-26,30	-331,17	-0,16	-30,55	-238,79	-0,17	-30,55	-238,79	-0,17	-30,55
-34	-56,46	-287,91	-0,19	54,63	-218,44	0,21	4,64	-329,34	0,02	0,86	-330,31	0,00	6,90	-231,90	0,06	6,90	-231,90	0,06	6,90
-33	-22,04	-309,95	-0,11	-62,14	-280,58	-0,28	-28,23	-357,56	-0,13	-36,27	-366,59	-0,20	-67,06	-298,96	-0,44	-67,06	-298,96	-0,44	-67,06
-32	-18,21	-328,17	-0,09	0,08	-280,50	0,00	-33,07	-390,63	-0,19	-20,15	-386,73	-0,11	-39,44	-338,40	-0,24	-39,44	-338,40	-0,24	-39,44
-31	-30,62	-358,79	-0,15	-83,34	-363,83	-0,39	-22,75	-413,37	-0,11	-25,40	-412,13	-0,13	26,21	-312,19	0,15	26,21	-312,19	0,15	26,21
-30	26,19	-332,60	0,11	48,06	-315,78	0,28	7,82	-405,56	0,06	11,13	-401,00	0,06	-11,01	-323,20	-0,06	-11,01	-323,20	-0,06	-11,01
-29	-28,48	-361,08	-0,14	11,81	-303,97	0,06	-32,25	-437,81	-0,16	-13,36	-414,36	-0,08	-23,35	-346,55	-0,15	-23,35	-346,55	-0,15	-23,35

EK 3.1 (Devami)

NAKIT				HISSE SENEDİ				BEDELLİ				BEDELSİZ				MELEZ			
OLAY	ABR	CAR	t(ABR)	ABR	CAR	t(ABR)	ABR	CAR	t(ABR)	ABR	CAR	t(ABR)	ABR	CAR	t(ABR)	ABR	CAR	t(ABR)	
-28	7,42	-353,66	0,03	-89,71	-393,68	-0,51	-13,58	-451,39	-0,07	-27,55	-441,91	-0,14	-43,50	-390,05	-0,29				
-27	3,88	-349,78	0,01	-29,72	-423,40	-0,17	-7,48	-458,87	-0,04	-8,76	-450,68	-0,05	-110,28	-500,33	-0,63				
-26	-35,99	-385,78	-0,21	-8,43	-431,83	-0,06	-11,47	-470,34	-0,07	-9,47	-460,15	-0,06	-13,34	-513,67	-0,10				
-25	-28,84	-414,61	-0,17	-15,87	-447,71	-0,07	1,38	-468,96	0,01	-11,76	-471,91	-0,06	-72,48	-586,14	-0,35				
-24	-10,18	-424,79	-0,04	-53,18	-500,89	-0,26	0,38	-468,58	0,00	-39,52	-511,43	-0,20	-29,50	-615,65	-0,12				
-23	4,37	-420,41	0,02	-4,54	-505,42	-0,03	-12,90	-481,48	-0,08	2,08	-509,35	0,01	33,98	-581,67	0,26				
-22	-10,52	-430,94	-0,05	-12,33	-517,75	-0,06	-8,81	-490,29	-0,05	-8,49	-517,84	-0,05	64,23	-517,44	0,33				
-21	-1,89	-432,83	-0,01	9,80	-507,95	0,05	4,18	-486,12	0,02	19,16	-498,68	0,11	55,04	-462,40	0,40				
-20	-62,96	-495,79	-0,27	-52,65	-560,60	-0,28	-35,02	-521,14	-0,24	-52,55	-551,23	-0,29	-136,25	-598,65	-0,91				
-19	25,72	-470,07	0,08	5,25	-555,35	0,02	2,74	-518,40	0,01	15,06	-536,18	0,07	75,54	-523,11	0,40				
-18	36,46	-433,61	0,17	55,04	-500,32	0,33	-4,40	-522,80	-0,03	1,98	-534,19	0,01	32,31	-490,80	0,19				
-17	-18,00	-451,61	-0,04	-49,77	-550,08	-0,28	-16,62	-539,42	-0,07	-12,64	-546,84	-0,07	-69,56	-560,36	-0,45				
-16	1,31	-450,30	0,00	5,72	-544,37	0,03	-14,18	-553,60	-0,09	22,62	-524,21	0,14	50,49	-509,87	0,37				
-15	-30,30	-480,60	-0,05	16,72	-527,65	0,09	-53,27	-606,87	-0,28	-7,36	-531,57	-0,04	26,06	-483,81	0,17				
-14	-15,13	-495,73	-0,08	-5,99	-533,63	-0,04	-16,74	-623,61	-0,11	0,63	-530,94	0,00	21,16	-462,65	0,11				
-13	21,77	-473,96	0,09	-1,57	-535,21	-0,01	20,40	-603,21	0,11	-2,08	-533,02	-0,01	-16,96	-479,61	-0,15				
-12	3,64	-470,31	0,02	-0,14	-535,35	0,00	-18,80	-622,01	-0,13	7,47	-525,55	0,04	40,88	-438,73	0,20				
-11	34,53	-435,78	0,14	2,30	-533,05	0,01	-24,67	-646,68	-0,13	-18,75	-544,30	-0,09	-11,41	-450,14	-0,07				
-10	-19,97	-455,75	-0,09	60,72	-472,33	0,31	-37,14	-683,81	-0,22	-14,68	-558,98	-0,08	9,24	-440,90	0,05				
-9	21,92	-433,84	0,09	-50,30	-522,63	-0,35	-13,91	-697,72	-0,10	-22,56	-581,55	-0,13	-40,07	-480,97	-0,26				
-8	1,25	-432,58	0,01	-20,52	-543,15	-0,15	-58,23	-755,95	-0,28	-18,98	-600,53	-0,10	-0,30	-481,27	0,00				
-7	-0,91	-433,49	0,00	34,31	-508,84	0,20	29,22	-726,72	0,12	15,00	-585,53	0,08	17,28	-463,98	0,11				
-6	21,24	-412,26	0,14	33,80	-475,04	0,21	-35,93	-762,65	-0,20	-8,60	-594,13	-0,05	29,77	-434,22	0,24				
-5	-22,78	-435,03	-0,12	42,59	-432,46	0,16	25,13	-737,52	0,13	17,18	-576,96	0,08	18,61	-415,61	0,12				
-4	-1,25	-436,28	0,00	-36,75	-469,21	-0,17	15,57	-721,96	0,07	-31,46	-608,41	-0,15	-46,04	-461,65	-0,42				
-3	-33,44	-469,72	-0,09	15,02	-454,19	0,09	-27,21	-749,17	-0,18	-1,73	-610,15	-0,01	35,05	-426,60	0,17				
-2	-12,12	-481,84	-0,03	21,75	-432,44	0,13	0,79	-748,38	0,00	5,22	-604,93	0,03	37,98	-388,62	0,25				
-1	4,53	-477,31	0,03	51,70	-380,74	0,27	30,09	-718,29	0,19	19,15	-585,78	0,10	2,19	-386,43	0,02				
0	-40,40	-517,70	-0,21	-27,79	-408,52	-0,14	25,60	-692,69	0,14	5,64	-580,15	0,03	-9,03	-395,46	-0,03				
1	-46,75	-564,45	-0,20	-47,38	-455,90	-0,28	-37,89	-730,58	-0,23	-14,20	-594,34	-0,07	-17,45	-412,91	-0,10				
2	-37,35	-601,80	-0,23	-32,25	-488,15	-0,29	-28,97	-759,55	-0,15	-29,40	-623,74	-0,15	-44,11	-457,01	-0,38				
3	-12,80	-614,60	-0,05	-13,10	-501,25	-0,09	-14,95	-774,50	-0,09	-11,16	-634,90	-0,07	35,78	-421,23	0,22				

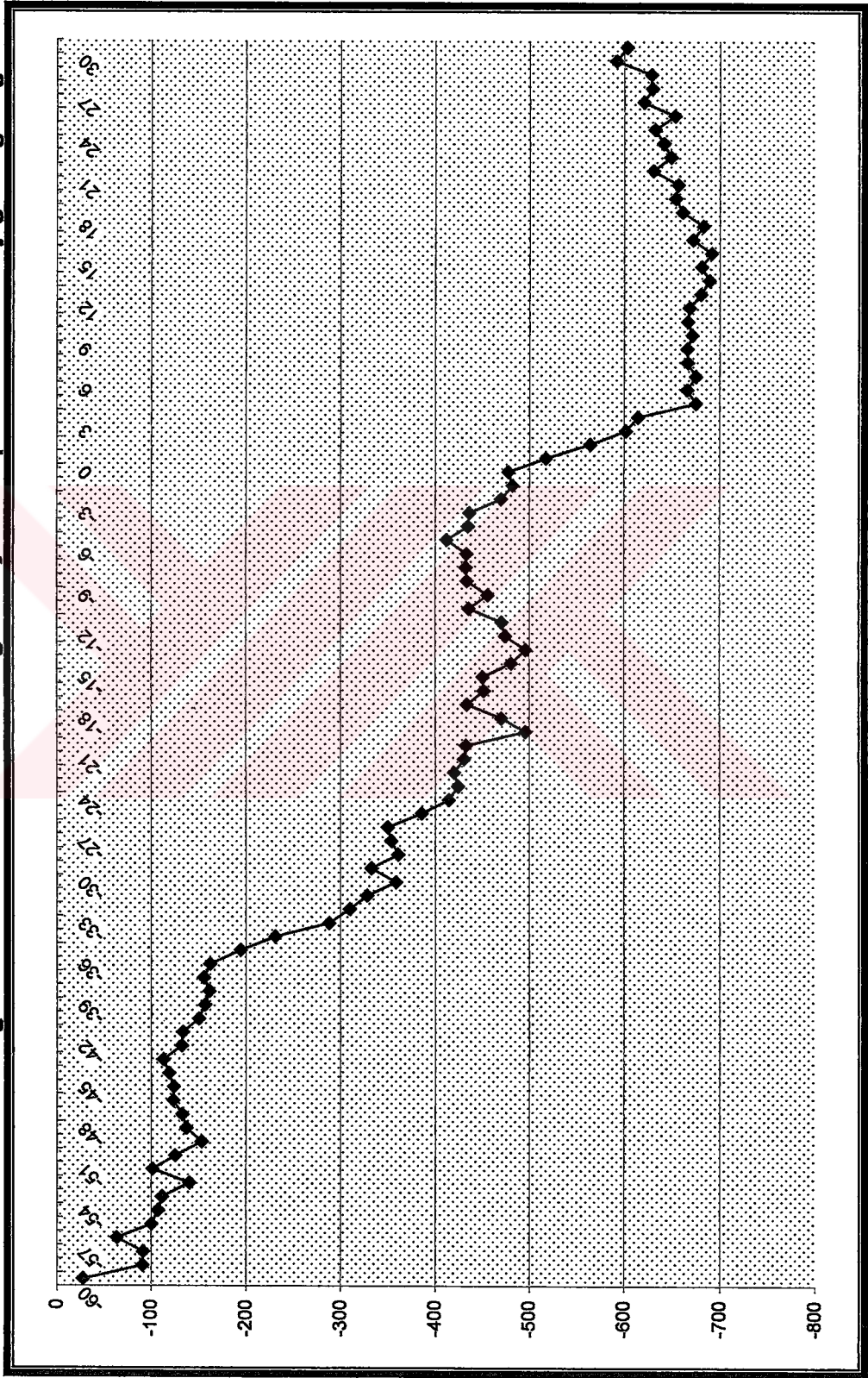
EK 3.1 (Devami)

OLAY	NAKİT				HISSE SENEDİ				BEDELLİ				BEDELSİZ				MELEZ			
	ABR	CAR	k(ABR)	ABR	ABR	CAR	k(ABR)	ABR	ABR	CAR	k(ABR)	ABR	CAR	k(ABR)	ABR	CAR	ABR	CAR	k(ABR)	ABR
4	-59,95	-674,56	-0,18	-12,77	-514,02	-0,07	7,44	-767,06	0,04	-13,74	-648,64	-0,06	-69,26	-490,50	-0,34					
5	9,19	-665,36	0,04	17,60	-496,42	0,09	7,54	-759,52	0,05	1,47	-647,18	0,01	23,78	-466,72	0,13					
6	-9,38	-674,75	-0,06	-25,14	-521,56	-0,14	1,51	-758,02	0,01	3,40	-643,78	0,02	13,59	-453,13	0,10					
7	8,92	-665,83	0,05	-12,25	-533,81	-0,06	-53,54	-811,56	-0,28	-5,97	-649,75	-0,03	38,00	-415,13	0,32					
8	0,09	-665,74	0,00	-3,02	-536,82	-0,02	4,51	-807,05	0,02	12,78	-636,97	0,07	-0,33	-415,46	0,00					
9	-5,11	-670,85	-0,02	94,05	-442,77	0,47	8,44	-798,61	0,06	29,49	-607,48	0,15	51,72	-363,74	0,35					
10	4,50	-666,35	0,02	38,88	-403,89	0,23	2,98	-795,64	0,02	13,95	-593,53	0,07	-13,91	-377,65	-0,09					
11	-1,73	-668,07	-0,01	18,13	-385,75	0,12	-16,32	-811,96	-0,10	-1,48	-595,01	-0,01	39,90	-337,75	0,26					
12	-11,90	-679,97	-0,05	-25,09	-410,84	-0,13	-20,90	-832,86	-0,13	-11,76	-606,77	-0,06	54,69	-283,07	0,29					
13	-8,93	-688,90	-0,04	32,17	-378,66	0,17	-21,20	-854,06	-0,14	-13,08	-619,85	-0,08	28,42	-254,65	0,18					
14	8,08	-680,82	0,05	31,41	-347,26	0,18	7,02	-847,04	0,04	18,04	-601,81	0,11	34,10	-220,55	0,32					
15	-10,52	-691,34	-0,06	7,23	-340,02	0,06	-10,99	-858,04	-0,08	-13,91	-615,72	-0,09	-39,48	-260,02	-0,33					
16	19,88	-671,45	0,06	2,64	-337,38	0,02	4,67	-862,70	-0,02	4,15	-611,57	0,02	5,26	-254,76	0,04					
17	-11,14	-682,60	-0,05	1,54	-335,83	0,01	0,60	-862,10	0,00	16,19	-595,38	0,09	-8,27	-263,03	-0,06					
18	21,79	-660,81	0,12	50,46	-285,37	0,39	-9,99	-872,08	-0,04	16,94	-578,44	0,09	-19,42	-282,45	-0,12					
19	7,37	-653,44	0,05	19,24	-266,14	0,17	-41,70	-913,79	-0,16	-28,89	-607,33	-0,14	-19,58	-302,03	-0,11					
20	-2,53	-655,98	-0,01	19,61	-246,53	0,15	-6,44	-920,23	-0,03	5,00	-602,33	0,03	-29,08	-331,11	-0,30					
21	25,42	-630,56	0,13	-2,29	-248,82	-0,01	-8,98	-929,21	-0,04	14,11	-588,22	0,08	18,20	-312,91	0,13					
22	-17,76	-648,32	-0,10	0,16	-248,67	0,00	-29,27	-958,48	-0,19	-24,33	-612,54	-0,14	-60,10	-373,01	-0,46					
23	7,10	-641,22	0,05	-24,73	-273,40	-0,15	20,29	-938,19	0,13	-2,79	-615,33	-0,02	-7,70	-380,70	-0,05					
24	8,73	-632,49	0,06	-20,84	-294,24	-0,10	-2,70	-940,90	-0,02	-12,85	-628,18	-0,08	47,85	-332,85	0,29					
25	-19,88	-652,37	-0,10	-7,43	-301,67	-0,06	2,12	-938,78	0,02	-18,04	-646,22	-0,11	-35,71	-368,57	-0,20					
26	31,71	-620,67	0,13	32,35	-269,32	0,18	-20,79	-959,57	-0,12	20,05	-626,17	0,11	80,90	-287,67	0,36					
27	-8,72	-629,38	-0,06	18,17	-251,15	0,09	-29,12	-988,69	-0,21	-4,55	-630,72	-0,03	1,86	-285,81	0,01					
28	0,71	-628,68	0,00	3,62	-247,53	0,02	-22,21	-1010,90	-0,15	0,73	-629,99	0,00	67,06	-218,75	0,30					
29	36,96	-591,72	0,17	54,64	-192,89	0,24	-7,29	-1018,18	-0,04	1,03	-628,96	0,01	23,07	-195,68	0,09					
30	-11,13	-602,85	-0,06	0,11	-192,78	0,00	-11,85	-1030,04	-0,08	-6,32	-635,28	-0,04	-28,48	-224,15	-0,19					

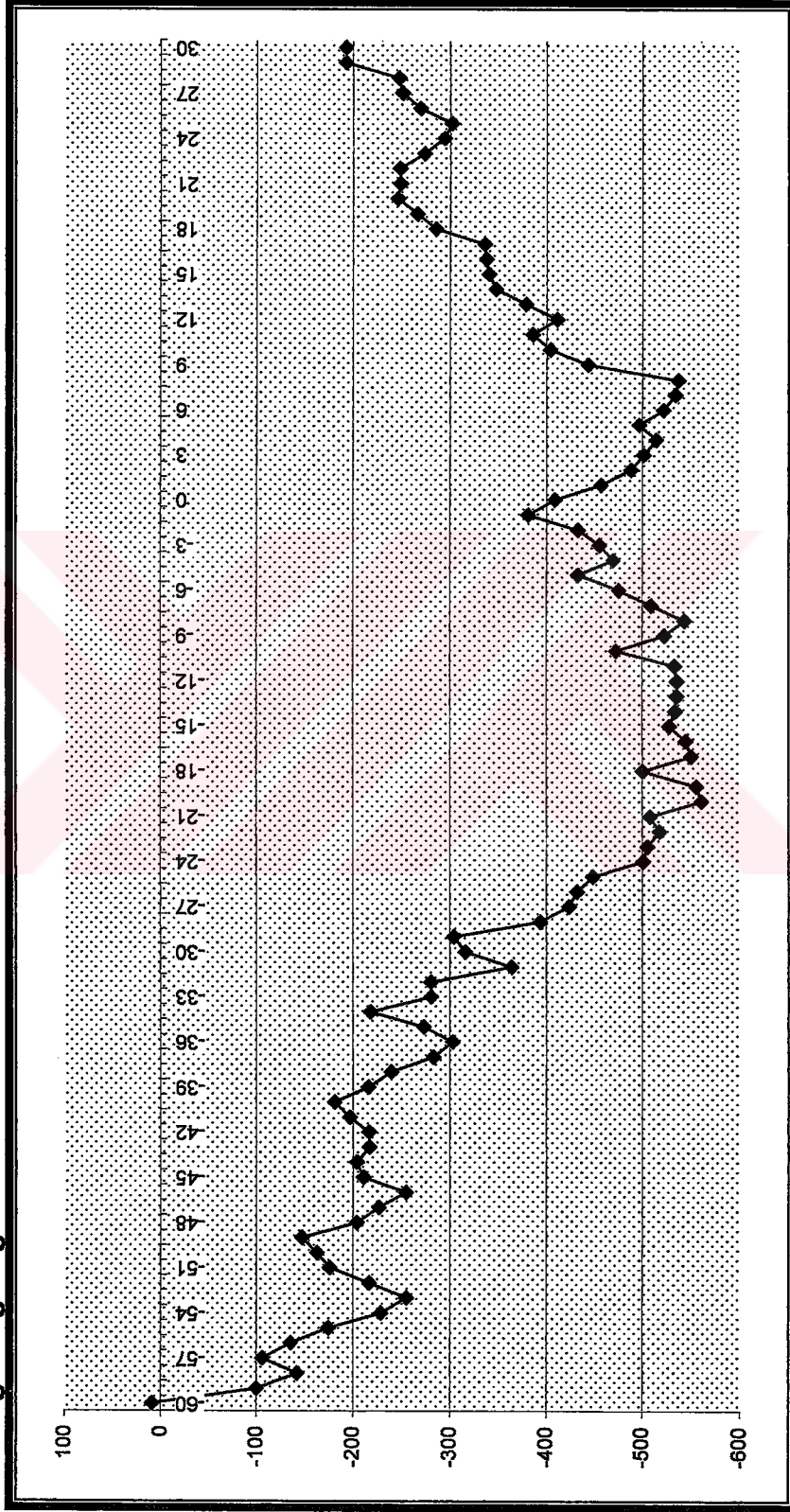
EK 3.2. İMKB 100 endeksi firmalarının zaman kesitine bağımlı olarak hesaplanan CAR ve t değerleri Tablosu

	HISSE SENEDİ				BEDELLİ				BEDELSİZ				MELEZ			
	CAR	SCAR	t(CAR)	CAR	SCAR	t(CAR)	CAR	SCAR	t(CAR)	CAR	SCAR	t(CAR)	CAR	SCAR	t(CAR)	CAR
-60;30	-602,85	2.422,38	-0,25	-192,78	1.826,57	-0,11	-1.030,04	1.797,31	-0,57	-635,28	1.759,75	-0,36	-224,15	1.591,76	-0,14	
-40;30	-452,48	2.127,57	-0,21	4,16	1.555,36	0,00	-798,60	1.527,41	-0,52	-400,01	1.546,84	-0,26	-85,16	1.389,75	-0,06	
-30;30	-244,06	1.947,82	-0,13	171,06	1.421,30	0,12	-616,66	1.392,66	-0,44	-223,15	1.437,63	-0,16	88,03	1.292,70	0,07	
-25;25	-266,60	1.808,83	-0,15	130,16	1.292,38	0,10	-468,43	1.283,96	-0,36	-186,07	1.322,17	-0,14	145,10	1.152,40	0,13	
-20;20	-223,15	1.705,58	-0,13	261,42	1.147,55	0,23	-434,11	1.167,22	-0,37	-103,65	1.196,88	-0,09	131,29	1.013,44	0,13	
-15;15	-241,04	1.462,79	-0,16	204,35	1.021,16	0,20	-304,44	964,22	-0,32	-91,50	1.044,56	-0,09	249,85	892,84	0,28	
-10;10	-230,56	1.189,18	-0,19	129,16	824,07	0,16	-148,96	814,02	-0,18	-49,23	887,67	-0,06	72,48	739,69	0,10	
-5;5	-253,11	908,86	-0,28	-21,38	619,41	-0,03	3,13	582,06	0,01	-53,04	671,34	-0,08	-32,50	583,98	-0,06	
-5;-1	-65,05	700,74	-0,09	94,31	457,35	0,21	44,36	403,17	0,11	8,35	462,63	0,02	47,79	343,63	0,14	
-30;-1	-118,52	1.525,18	-0,08	-16,90	1.052,73	-0,02	-304,92	983,75	-0,31	-173,66	1.016,72	-0,17	-74,25	901,80	-0,08	
-40;-3	-319,34	1.700,79	-0,19	-257,25	1.200,85	-0,21	-517,73	1.142,34	-0,45	-374,87	1.131,62	-0,33	-287,61	1.016,04	-0,28	
-7;-3	-37,14	692,11	-0,05	88,96	447,52	0,20	6,78	440,40	0,02	-9,61	449,40	-0,02	54,66	341,78	0,16	
1;5	-147,66	545,49	-0,27	-87,90	365,90	-0,24	-66,83	377,89	-0,18	-67,03	434,52	-0,15	-71,26	385,13	-0,19	
1;30	-85,15	1.195,99	-0,07	215,74	933,40	0,23	-337,35	968,66	-0,35	-55,14	992,59	-0,06	171,31	884,99	0,19	
3;7	-64,03	529,96	-0,12	-45,65	402,56	-0,11	-52,01	390,19	-0,13	-26,01	421,43	-0,06	41,89	364,79	0,11	
1;10	-148,64	748,84	-0,20	4,64	543,20	0,01	-102,95	537,27	-0,19	-13,38	604,25	-0,02	17,81	488,98	0,04	
1;15	-173,63	883,93	-0,20	68,50	663,49	0,10	-165,35	638,54	-0,26	-35,57	712,09	-0,05	135,44	589,66	0,23	
1;20	-138,27	1.027,07	-0,13	161,99	726,10	0,22	-227,54	822,48	-0,28	-22,18	823,68	-0,03	64,35	670,73	0,10	
1;25	-134,67	1.098,01	-0,12	106,86	823,87	0,13	-246,09	901,02	-0,27	-66,07	906,99	-0,07	26,89	753,34	0,04	
0;0	-40,40	193,50	-0,21	-27,79	201,50	-0,14	25,60	182,88	0,14	5,64	218,77	0,03	-9,03	273,17	-0,03	
-1;1	-82,62	352,67	-0,23	-23,46	324,01	-0,07	17,80	294,74	0,06	10,59	351,34	0,03	-24,29	354,97	-0,07	

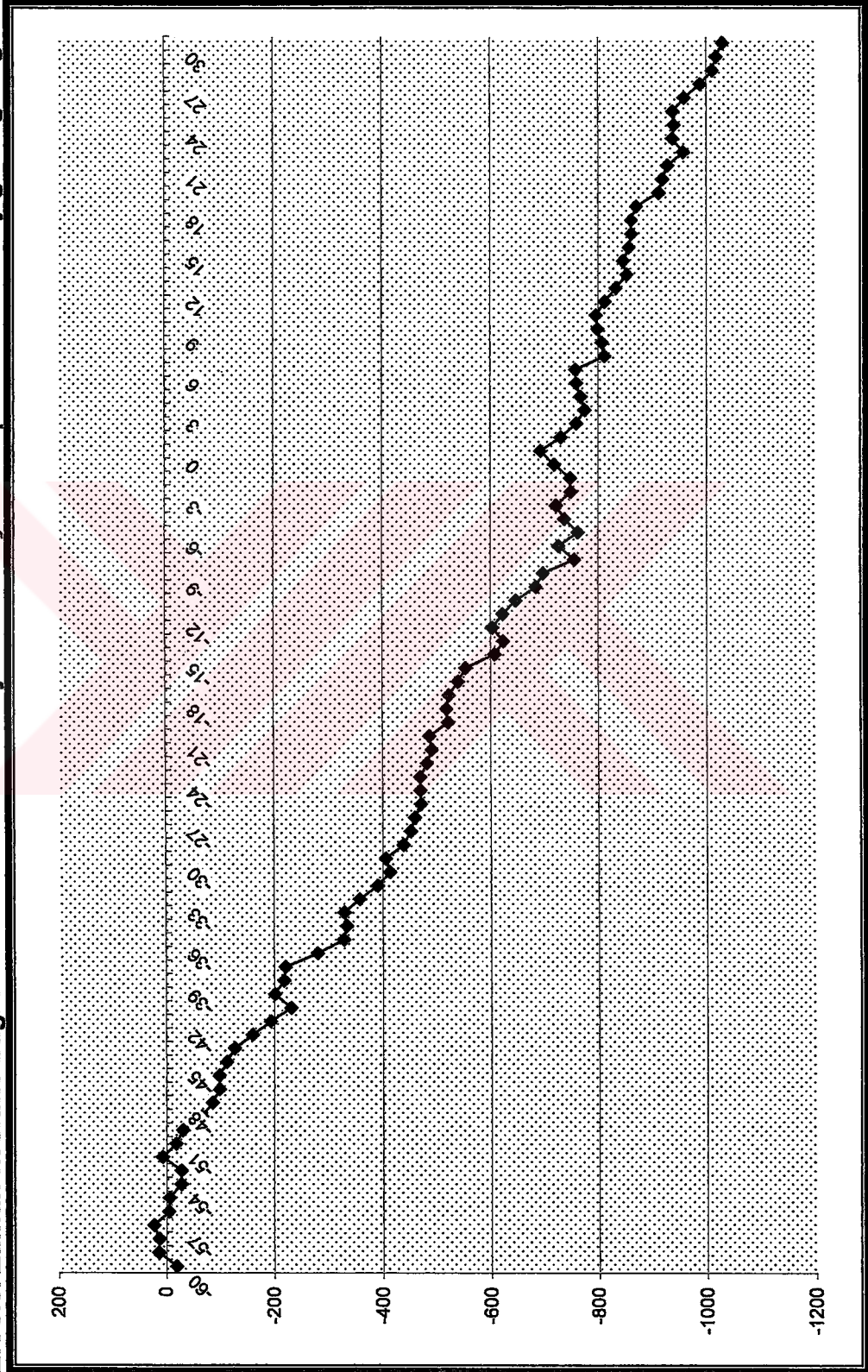
EK 3.3. Zaman kesitine bağımlı olarak nakit temettü dağıtımı için hesaplanan CAR/Olay günü grafiği



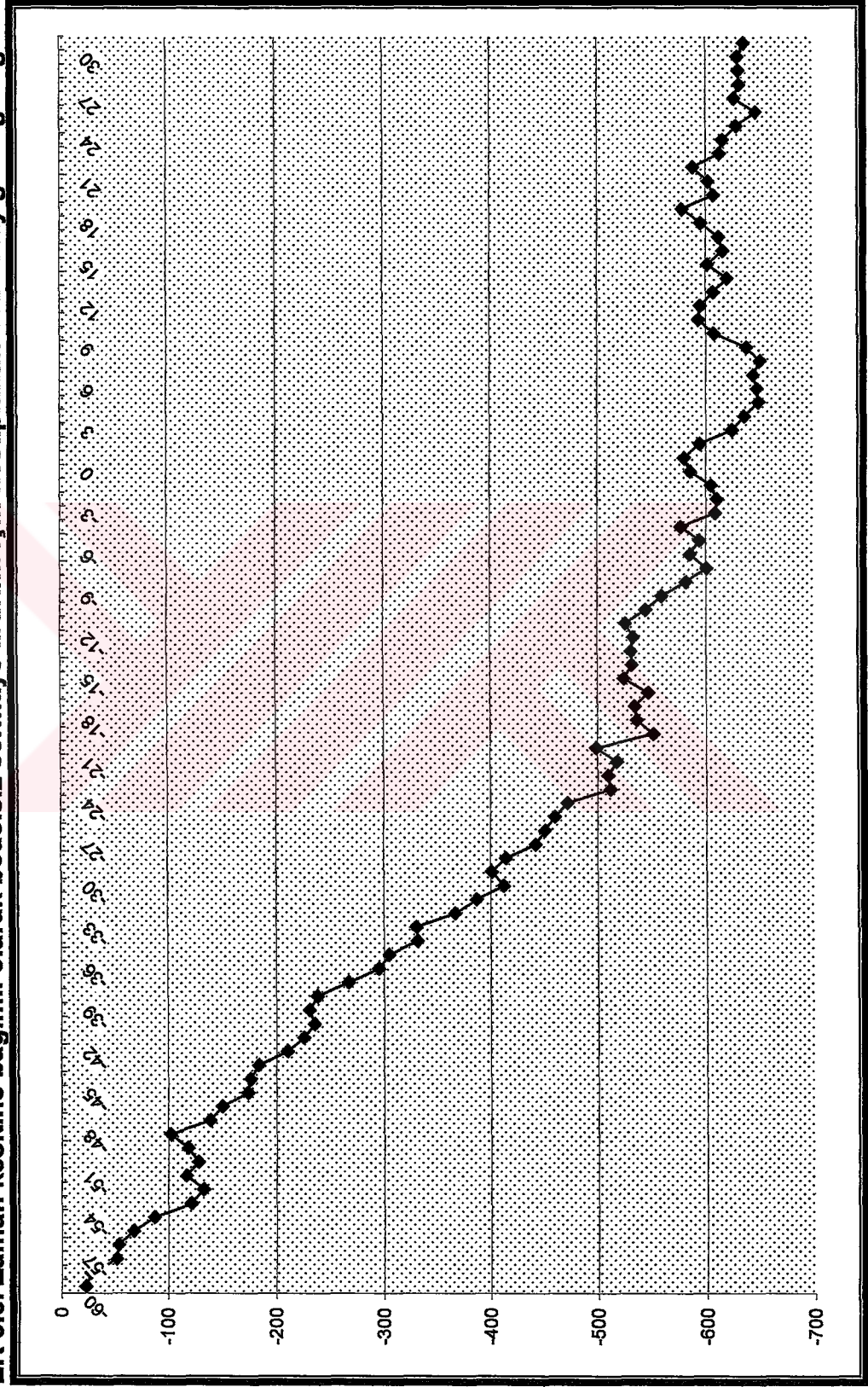
EK 3.4. Zaman kesitine bağımlı olarak hisse senedi temettü dağıtımı için hesaplanan CAR/Olay günü grafiği



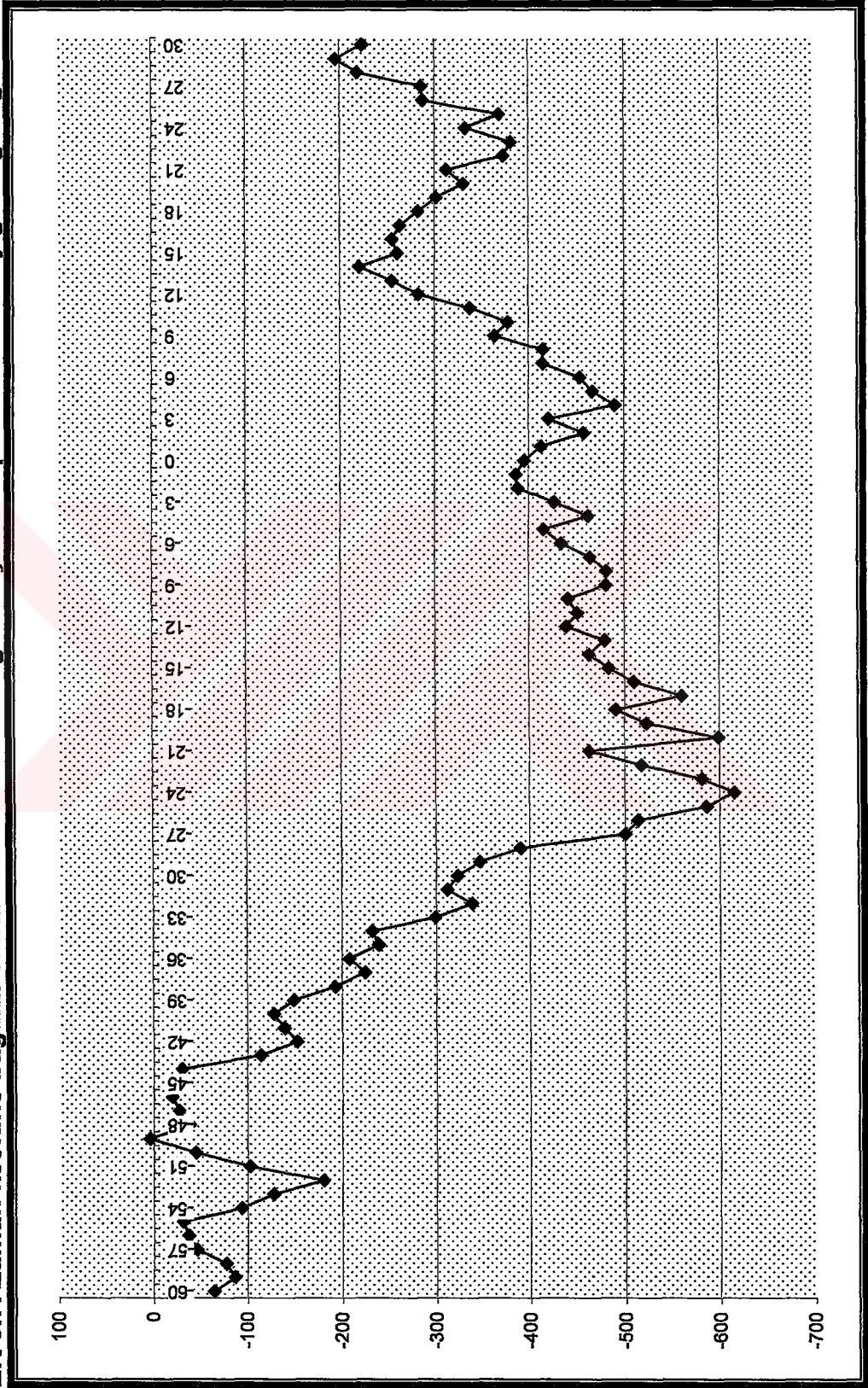
EK 3.5. Zaman kesitine bağımlı olarak bedelli sermaye artırımını için hesaplanan CAR/Olay günü grafiği



EK 3.6. Zaman kesitine bağımlı olarak bedelsiz sermaye artırımını için hesaplanan CAR/Olay günü grafiği



EK 3.7. Zaman kesitine bağımlı olarak melez temettü dağıtımı için hesaplanan CAR/Olay günü grafiği



ÖZET

Firma yönetimlerinin finansman tercihleri ve/veya kar ve temettü açıklamalarından ve dağıtımlarından sonra hisse senedi fiyatlarında gözlenen hareketler ile ilgili çalışmalar, şirket finansmanı literatüründe geniş bir yere sahiptir. Bu çalışmada, 1997-2003 döneminde, İstanbul Menkul Kıymetler Borsası 100 Endeksinde yer alan şirketlerin nakit, hisse senedi, bedelli, bedelsiz bölünme ve melez temettü açıklamaları ve dağıtımları sonrası hisse senedi fiyatları incelenerek, bu açıklamaların ve dağıtımların hisse senedi fiyatları üzerine etkileri araştırılmıştır. Temettü açıklamaları ve dağıtımları tarihleri için İstanbul Menkul Kıymetler Borsası Kütüphanesi arşivlerinde yer alan İMKB Günlük Bültenleri'nden ve İnternet sitelerinden faydalanılmıştır. Temettü dağıtım tarihinden 60 gün öncesi ve 30 gün sonrasında hisse senedi fiyatları incelenerek, temettü dağıtımının etkisi olup olmadığı araştırılmıştır. Yapılan çalışmalar ve testler sonucunda, nakit, hisse senedi şeklinde, bedelli, bedelsiz ve melez temettü dağıtımının hisse senedi fiyatını dolayısıyla hisse senedi getirisini etkilediği tespit edilmiştir. Piyasanın her bir temettü dağıtım şekline karşı tepkisi farklı olmaktadır. Nakit ve melez temettü dağıtım ilanı yatırımcıların getirilerini olumlu yönde etkilerken, bedelli ve bedelsiz sermaye artırımını getirileri olumsuz yönde etkilemektedir. Yatırımcılar hisse senedi şeklinde temettü dağıtım ilanına tepkisiz kalmaktadır. Melez temettü dağıtımını getirileri olumlu yönde etkilerken, nakit, hisse senedi şeklinde temettü, bedelli ve bedelsiz sermaye artırımını getirileri olumsuz etkilemektedir. Sonuçlar, yatırımcı ve yöneticilerin bir karar alırken temettü dağıtım dönemine dikkat etmeleri gerektiğini göstermektedir.

ABSTRACT

Anomalous share price behavior following management decisions on corporate financing choices and announcements of dividends and earnings has been the focus of numerous studies in corporate finance literature in the past years. This paper investigates the effect of cash, stock dividend, stock split and hybrid dividend payment on share prices, using 1997-2003 constituent companies of the Istanbul Stock Exchange 100 Index (ISE-100) price data. The announcement information is gathered from ISE Daily Bulletins from the archives of the ISE Library and Internet. Daily stock returns are examined for 60 days before and 30 days after the payment date for evidence on an payment effect associated with cash, stock and hybrid dividends. The results indicate that cash, stock and hybrid dividends and stock splits effect stock prices and so stock returns. It was observed that the market acts differently to different types of dividend payments. Cash and hybrid dividend announcements increases shareholders' wealth whereas initiating stock dividend and stock split does not. Investors behave indifferent to stock dividends in the announcement period. Results showed that no demand accrues for these stocks. Hybrid dividend payment increases stock returns but cash, stock dividend and stock split payment decreases stock returns in the payment period. Results showed that when investors and managers take a decision, they must pay attention to payment period.