T.C.
MUĞLA SITKI KOÇMAN ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ
İŞLETME ANABİLİM DALI

KAR DAĞITIM POLİTİKASININ HİSSE KAPANIŞ FİYATI ÜZERİNE ETKİSİ: BİST 30 FİRMALARI ÜZERİNE BİR UYGULAMA

YÜKSEK LİSANS TEZİ

HAZIRLAYAN
PELİN ÇETİN

DANIŞMAN
Prof. Dr. FAMİL ŞAMİLOĞLU

HAZİRAN, 2019
MUĞLA

T.C.
MUĞLA SITKI KOÇMAN ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ

İŞLETME ANABİLİM DALI

KAR DAĞITIM POLİTİKASININ HİSSE KAPANIŞ FİYATI ÜZERİNE ETKİSİ: BİST 30 FİRMALARI ÜZERİNE BİR UYGULAMA

PELİN ÇETİN
1441040020

Sosyal Bilimler Enstitüsünce
Tezli Yüksek Lisans
Diploması Verilmesi İçin Kabul Edilen Tez.

Tezin Enstitüye Teslim Edildiği Tarih: 17.07.2019
Tezin Sözlü Savunma Tarihi: 21.06.2019

Tez Danışmanı: Prof Dr. Famil Şamiloğlu
Jüri Üyesi: Doçent Dr. Ali Bayrakdaroğlu
Jüri Üyesi: Dr. Öğretim Üyesi Ali Akgün

Enstitü Müdürü: Prof. Dr. Tuncay Öğün

06, 2019
MUĞLA

TUTANAK

Muğla Sıtkı Koçman Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü'nün 22/05/2019 tarih ve 891/4 sayılı toplantısında oluşturulan jüri, Lisansüstü Eğitim-Öğretim Yönetmeliği'nin **24/6** maddesine göre, İşletme Anabilim Dalı **Tezli Yüksek Lisans Programı** öğrencisi Pelin Çetin'in "Kar Dağıtım Politikasının Hisse Kapanış Fiyatı Üzerine Etkisi: BİST 30 Firmaları Üzerine Bir Uygulama" adlı tezini incelemiş ve aday 21./06/2019 tarihinde saat 11:00'da jüri önünde tez savunmasına alınmıştır.

Adayın kişisel çalışmaya dayanan tezini savunmasından sonra 60 dakikalık süre içinde gerek tez konusu, gerekse tezin dayanağı olan anabilim dallarından sorulan sorulara verdiği cevaplar değerlendirilerek tezin **kabul** edildiğine oy birliği ile karar verildi.

Tez Danışmanı
Prof. Dr. Famil Çamilaoğlu

Üye
Doçent Dr. Ali Bayrakdaroğlu

Üye
Dr. Öğr. Üyesi Ali Algün

YEMİN

Yüksek Lisans tezi olarak sunduğum "Kar Dağıtım Politikasının Hisse Kapanış Fiyatı Üzerine Etkisi: BİST 30 Firmaları Üzerine Bir Uygulama" adlı çalışmanın, tarafımdan bilimsel ahlak ve geleneklere aykırı düşecek bir yardıma başvurulmaksızın yazıldığını ve yararlandığım eserlerin Kaynakça'da gösterilenlerden oluştuğunu, bunlara atıf yapılarak yararlanmış olduğumu belirtir ve bunu onurumla doğrularım.

17/07/2019

PELİN ÇETİN

YÜKSEKÖĞRETİM KURULU DOKÜMANTASYON MERKEZİ
TEZ VERİ GİRİŞ FORMU

YAZARIN

Soyadı : ÇETİN

Adı : PELİN

Referans No:

TEZİN ADI

Türkçe : Kar Dağıtım Politikasının Hisse Kapanış Fiyatı Üzerine Etkisi: BİST 30 Firmaları Üzerine Bir Uygulama

Y.Dil : Effect of Dividend Payment Policy on Stock Closing Price : An Application on BİST 30 Firms

TEZİN TÜRÜ: Yüksek Lisans	Doktora	Sanatta Yeterlilik
X	O	O

TEZİN KABUL EDİLDİĞİ

Üniversite : Muğla Sıtkı Koçman Üniversitesi

Fakülte : İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi

Enstitü : Sosyal Bilimler Enstitüsü

Diğer Kuruluşlar:

Tarih :

TEZ YAYINLANMIŞSA

Yayınlayan :

Basım Yeri :

Basım Tarihi :

ISBN :

TEZ YÖNETİCİSİNİN

Soyadı, Adı : ŞAMİLOĞLU, Famil

Unvanı : Prof. Dr.

TEZİN YAZILDIĞI DİL: TÜRKÇE TEZİN SAYFA SAYISI: 80

TEZİN KONUSU: Kar Payı Politikası

TÜRKÇE ANAHTAR KELİMELER :

1. Kar Payı
2. BİST
3. Hisse Kapanış Fiyatı
4. Kar Dağıtım Oranı
5. Piyasa Değeri

İNGİLİZCE ANAHTARKELİMELER:

1. Dividend
2. BİST
3. Closing Market Prices
4. Dividend Payment Ratio
5.Market Value

1- Tezimden fotokopi yapılmasına izin vermiyorum O

2- Tezimden dipnot gösterilmek şartıyla bir bölümünün fotokopisi alınabilir X

3- Kaynak gösterilmek şartıyla tezimin tamamının fotokopisi alınabilir O

Yazarın İmzası: Tarih :17/01/2019

ÖZET

Çalışmamızın amacı, kar dağıtım politikalarının hisse kapanış fiyatı üzerine etkisini araştırmak ve bu konuda ileride yapılacak çalışmalara ışık tutmaktır. Çalışmamızda öncelikle konu ile ilgili kavramlar ve teoriler açıklanmıştır. BİST ile ilgili bilgi verilmiştir. Son olarak, BİST 30 firmalarının 10 yıllık piyasa performans oranları veri olarak alınmıştır ve regresyon analizi ile aralarındaki ilişki incelenmiştir.

Kar dağıtım oranının, hisse kapanış fiyatını ciddi anlamda etkilediği, piyasa değeri / defter değeri oranının orta seviyede etkilediği ve fiyat / kazanç oranının çok etkilemediği sonucuna ulaşılmıştır. Piyasa performans oranları içerisinde, hissedarların kararını en çok etkileyen değişkenin kar dağıtım oranı olduğu ortaya çıkmıştır.

Anahtar Kelimeler: Kar Payı, BİST, Hisse Kapanış, Fiyatı Kar Dağıtım Oranı, Piyasa Değeri

ABSTRACT

The aim of our study is to investigate the effect of dividend payment policies on closing market prices and to shed light on future studies on this issue. In our study, firstly, the concepts and theories related to the subject are explained. Information about BIST was given. Finally, the 10- year market performance ratios of BİST 30 firms were taken as data and the relationship between the regression analysis was examined.

It was concluded that the profit dividend payment ratio had a significant effect on closing market prices, the market value / book value ratio had a moderate effect and the price earnings ratios had not affected much. Among the market performance ratios, the profit distribution ratio was the most influential variable for shareholders' decision.

Key Words: Dividend, BİST, Closing Market Prices, Dividend Payment Ratio, Market Value

ÖNSÖZ

Tez çalışmamım her aşamasında yanımda olan, tecrübelerini benimle paylaşan, özellikle analiz aşamasında değerli vaktini bana ayıran saygıdeğer danışmanım Prof. Dr. Famil Şamiloğlu'na teşekkürlerimi bir borç bilirim. Ayrıca bu süreçte desteklerini benden esirgemeyen Arş. Gör. Fırat Botan Şan'a, annem Nurhayat Yetim'e arkadaşlarım Melike Beköz Yarar'a, Nurdan Akal'a, Engin Girgin'e ve Gamze Bulut'a teşekkür ederim.

PELİN ÇETİN

21/06/2019

MUĞLA

İÇİNDEKİLER

ÖNSÖZ i

İÇİNDEKİLER ii

TABLOLAR DİZİNİ vi

KISALTMALAR vii

GİRİŞ 1

I. BÖLÜM

KAR PAYI DAĞITIM POLİTİKALARI

1.1. Kar Kavramı 2

1.1.1. Ticari kar ve mali kar ayrımı 2

1.1.2. Ticari kar ve iktisadi kar ayrımı 3

1.1.3. Kar payı kavramı ve kar payı dağıtımı 3

1.2. Kar Dağıtım Politikaları 4

1.2.1. Kar dağıtım politikalarının önemi 5

1.2.1.1. Firma tarafından kar payı dağıtımının önemi 6

1.2.1.2. Hissedar tarafından kar payı dağıtımının önemi 6

1.3. Kar Dağıtım Politikasını Etkileyen Faktörler 6

1.3.1. Yasalarda ve sözleşmelerde yer alan hükümler 7

1.3.2. İşletmenin likidite durumu 8

1.3.3. Borçların ödenmesi zorunluluğu 8

1.3.4. Yatırımlar için duyulan fon gereksinmesi 9

1.3.5. Karların istikrarı 10

1.3.6. Sermaye piyasasına girme imkanı 10

1.3.7. Ortakların vergilendirilme durumu 11

1.3.8. Diğer firmaların kar payı dağıtım politikası 12

1.3.9. Sözleşmelerde yer alan hükümler 12

1.3.10. Şirketin büyüme hızı 13

1.3.11. Yönetimin kontrolü elinde tutma isteği 13
1.3.12.İşletmenin ortaklık yapısı 14
1.3.13. Enflasyon 14
1.4. Kar Dağıtım Politikası Çeşitleri 15
1.4.1. Sabit miktarda dağıtılan kar payı dağıtım politikası 16
1.4.2. Sabit oranda dağıtılan kar payı politikası 17
1.4.3. Sabit miktarın veya oranın yanında ek kar payı dağıtım politikası 18
1.4.4. Artıklar oranında kar payı dağıtılması 18
1.4.5. Kar payı avansı ödemeleri 19
1.5. Kar Payı Ödeme Türleri 19
1.5.1. Nakit olarak dağıtılan kar payı ödemeleri 20
1.5.2. Hisse senedi olarak kar payı ödemeleri 20
1.5.3.Hisse senetlerinin bölünmesi 22
1.5.4. Hisse senetlerinin geri satın alınması 24
1.5.5.Mal olarak kar payı ödemeleri 25
1.5.6. Kar payı olarak intifa senedi verilmesi 25
1.5.7. Melez kar payı dağıtımı 25

II. BÖLÜM

KAR DAĞITIM POLİTİKASINA İLİŞKİN TEORİLER VE ÜLKEMİZDEKİ UYGULAMALARI

2.1. Kar Dağıtım Politikasına İlişkin Teoriler 27
2.1.1. Modigliani-Miller Kar Payı İlgisizliği Teorisi 27
2.1.2. Gordon Lintner'in Eldeki Kuş Teorisi 30
2.1.3. Vergi Önceliği Teorisi 32
2.1.4. Kalan Kar Payları Teorisi 33
2.1.5. Kar Paylarının İşaret Verme Teorisi 34
2.2.Türkiye'de Uygulanan Kar Dağıtımı ve Vergi Ugulamaları 35
2.2.1. Şahıs şirketlerinde kar dağıtımı 35

2.2.2. Sermaye şirketlerinde kar dağıtımı ve vergi kesintisi 36

2.3. Kar Dağıtım Tablosu 36

2.3.1. Dönem karının dağıtımı 37

2.3.2. Yedeklerin dağıtımı 39

2.3.3. Hisse başına kar 39

2.3.4. Hisse başına kar payı 39

III. BÖLÜM

TÜRKİYE'DE MENKUL KIYMETLER BORSASI: BORSA İSTANBUL

3.1.Menkul Kıymet Borsaları 40

3.1.1. Menkul kıymet borsalarının fonksiyonları 44

3.1.1.1. Likidite sağlama 44

3.1.1.2. Piyasada fiyat oluşturma 44

3.1.1.3. Mülkiyeti tabana yayma 44

3.1.1.4. Güvence 45

3.1.1.5. Ekonomide barometre olma 45

3.1.1.6. Sermayeye hareketlilik kazandırma 45

3.1.1.7. Bilgi sağlama 46

3.1.1.8. Tasarrufları ekonomiye kazandırma 46

3.2. Türkiye'de Menkul Kıymetler Borsası: BİST 46

3.2.1. Borsa İstanbul'un organizasyonu 48

3.2.1.1. Borsa İstanbul üyeleri 48

3.2.1.2. Genel kurul 49

3.2.1.3. Yönetim kurulu 49

3.2.1.3.1. Yönetim kurulunun görev ve yetkileri 50

3.2.1.4. Komiteler ve kurumsal yönetim 51

3.3. BİST Endeksleri 51

IV. BÖLÜM

PİYASA PERFORMANSINI DEĞERLENDİRMEDE KULLANILAN ORANLAR VE BİST 30 ENDEKSİ ÜZERİNE BİR UYGULAMA

4.1. Piyasa Performansını Değerlendirmede Kullanılan Oranlar 53

4.1.1. Fiyat kazanç oranı 54

4.1.2. Piyasa değeri / defter değeri oranı 56

4.1.3. Kar payı dağıtım oranı 58

4.1.4. Pay başına kazanç oranı 58

4.1.5. İmtiyazlı hisse senedi başına düşen kar 58

4.1.6. Kar payı verim oranı 59

4.1.7. Fiyat / nakit akışı oranı 59

4.2. BİST 30 Endeksi Üzerine Bir Uygulama 62

4.2.1. Araştırmanın önemi ve amacı 62

4.2.2. Araştırmanın yöntemi ve kullanılan veriler 62

4.2.2.1. Yöntemin varsayımları 63

4.2.3. Hipotezin kurulması 64

4.2.4. Hipotezin test edilmesi 64

4.2.5. Piyasa performans oranları arasındaki korelasyon analizi ve yorumu 66

4.2.6. Piyasa performans oranları ile piyasa değeri arasındaki ilişki: varyans analizi ve yorumu 68

4.2.7. Regresyon katsayıları yorumu ve modelin regresyon denklemi 69

4.2.8. Model özeti ve yorumu 70

SONUÇ VE DEĞERLENDİRME 73

KAYNAKÇA 76

TABLOLAR DİZİNİ

Tablo 1: Borsa Performans Oranları.....61
Tablo 2: BİST 30 Endeksinde Yer Alan Firmalar ve Hisse Senetlerinin Kodları.....65
Tablo 3: Tanımlayıcı İstatikler..... 66
Tablo 4: Pearson Korelasyon Katsayısı Değerinin Yorumu..... 67
Tablo 5:Korelasyon Analizi.....67
Tablo 6: Varyans Analizi..... 68
Tablo 7: Regresyon Katsayıları..... 69
Tablo 8: Model Özeti..... 71

KISALTMALAR

BİST A.Ş.	: Borsa İstanbul Anonim Şirketi
P/D	: Piyasa Değeri/Defter Değeri Oranı
F/K	: Fiyat/Kazanç Oranı
KD	: Kar Dağıtım Oranı
HK	: Hisse Kapanış Fiyatı
SPK	: Sermaye Piyasası Kurulu
TTK	: Türk Ticaret Kanunu
YTTK	: Yeni Türk Ticaret Kanunu
MM	: Mertom Miller ve Franco Modigliani

GİRİŞ

Kar dağıtım kararları işletmeler için oldukça önemlidir. Kar dağıtım politikarının firma değerini etkilediği yönünde önemli çalışmalar yapılsa da bu konu henüz bir netlik kazanmamıştır. Kar dağtım politikası belirlenirken iki alternatif vardır. İşletmeler ya kar payı dağıtma kararı alır ya da oluşan karı dağıtmayıp firmada bırakma yoluna giderler. Bir başka deyişle otofinansman tercihinde bulunurlar. Bu tercih ekonominin durumu, işletmenin durumuna bağlı olarak değişmektedir. Özellikle işletmelerin karşısına verimli yatırım fırsatları çıktığında bu fırsatları değerlendirmek için kar payı dağıtmak yerine otofinansman yolunu seçmektedirler.

Çalışmanın birinci bölümünde kar kavramları, kar dağıtım politikaları detaylı bir biçimde anlatılmıştır. Ayrıca kar dağıtımı politiklarını etkileyen faktörler açıklanmıştır. İkinci bölümde kar dağıtım teorileri ve Türkiye'de uygulanan kar dağıtımı kısaca açıklanmıştır. Üçüncü Bölümde menkul kıtmet borsalarının özelliklerinden ve Borsa İstanbul A.Ş. 'nin işleyişinden bahsedilmiştir. Son olarak dördüncü bölümde BİST 30 Endeksinde yer alan firmaların 2008-2017 yıllarına ait kar dağıtım oranları, piyasa değeri/defter değeri oranları, fiyat kazanç oranları ve hisse kapanış fiyatları kullanılarak analiz yapılmıştır. Analiz sonuçları tablolara aktarılmış ve yorumlanmıştır.

Yapılan çalışmada borsadaki firmaların değerlendirilmesinde kullanılan bazı rasyoların (PD, FK ve KD) hisse kapanış fiyatı üzerine etkisi araştırılmıştır. Bu oranlar arasında yer alan kar dağıtım oranı, işletmenin kar dağıtım politikası ile ilgili bilgi vermektedir. Uygulanan analiz sonucunda kar dağıtım oranının hisse kapanış fiyatını önemli ölçüde etkilediği sonucuna ulaşılmışır. Dolayısıyla uygulanan kar dağıtım politikları firma değerini etkilemektedir.

I. BÖLÜM

KAR PAYI DAĞITIM POLİTİKALARI

Çalışmamızın ilk bölümünde kar, kar payı, kar payı politikası kavramları üzerinde durulmuştur. Kar dağıtımını etkileyen faktörler açıklanmıştır. Ayrıca kar dağıtım politikası çeşitleri ve kar payı ödeme türleri detaylı bir biçimde aktarılmaya çalışılmıştır. Kar payı politikasının, hissedar üzerinde etkisini inceleyebilmek için bu teorik kavramları açıklamak faydalı olacaktır.

1.1. Kar Kavramı

Kar kavramını en genel haliyle işletmenin gelirleri ile giderleri arasında fark olarak tanımlayabiliriz. Karın sözlük anlamı fayda, avantaj olarak ifade edilir. Eğer bir firma herhangi bir faaliyet için yapmış olduğu harcamalardan daha fazla kazanç elde ettiyse aradaki fark kar olarak nitelendirilir. Firma o faaliyet için maliyetini karşılamış üstüne bir fayda sağlamış demektir. Ancak literatürde farklı kar tanımları vardır. Bunları açıklayıp aradaki farkları görmek daha sağlıklı olacaktır.

1.1.1. Ticari kar ve mali kar ayrımı

Ticari kar muhasebe karı olarak da isimlendirilir. İşletmelerin normal kayıt sonuçlarına göre ve muhasebe standartları esas alınarak raporladıkları kara ticari kar denir. Mali kar, vergi uygulamaları nedeniyle kanunen kabul edilmeyen giderler nedeniyle ticari kara eklenecek unsurlar ile indirim ve istisnalar nedeniyle ticari kardan indirilecek unsurların dahil edilmesiyle ulaşılan kar kavramıdır. Dolayısıyla mali kar, vergisel düzenlemelere göre ticari karın düzeltilmiş hali diyebiliriz (*Vergidosyası*, 2018, 14 Ocak).

Görüldüğü gibi mali kar ile ticari kar farklı kavramlardır. Çünkü bu kavramlar aynı hesaplamalara göre oluşturulmamıştır. Mali kar genel olarak verginin matrahını ifade etmektedir. Verginin matrahı, vergiyi hesaplarken esas alınan değerdir. Örneğin gelir vergisi hesaplanırken kişinin geliri dikate alınarak hesaplama yapılmaktadır. Dolayısıyla gelir vergisinin matrahı gelirdir. Kurumlar vergisinde de kurum kazancı dikkate alındığı için kurum kazancı verginin matrahını oluşturmaktadır. Özetle, mali kar vergi kanunlarında yer alan düzenlemeler sonunda ortaya çıkmaktadır. İki kavram arasındaki ciddi farklardan biri, ticari kar hesaplanırken indirim konusuna

giren bazı giderler mali kar hesaplanırken dikkate alınmamaktadır. Bir diğer farlılık ise, vergi uygulamasında bazı kazanç ve iratlar vergiden istisna tutulur. Bu kazançlar mali kar hesaplanırken matraha dahil edilmez. Ancak ticari kar hesaplanırken dikkate alınmaktadır (Yalçın, 2018).

1.1.2. Ticari kar ve iktisadi kar ayrımı

Ticari kar, toplam hasılat ile açık maliyet arasındaki farktır. İktisadi kar ise, toplam hasılattan açık maliyet ile örtük maliyetin çıkarılmasıyla bulunur.

Açık maliyet, üretim sürecinde sahip olunmayan üretim faktörlerine yapılan ödemeleri kapsar. İşçi ücretleri, alınması gereken hammadde ve makineler açık maliyet kavramının örnekleridir. Başka bir şekilde ifade edersek açık maliyet, muhasebe kayıtlarında gider olarak gösterilebilen maliyet kalemlerini ifade eder. Açık maliyet, herkes tarafından görülüp, dışarıdan fark edilebilen bir maliyet türüdür. Örtük maliyet başka bir ifadeyle gizli maliyet, üretim sürecinde sahip olunan üretim faktörlerinin fırsat maliyetine denir. Muhasebe kayıtlarında görünmeyen maliyet türüdür. Muhasebeciler için hiçbir anlamı olmayan fakat iktisatçıların dikkate aldığı bir kavramdır. Görünmeyen bu tutarlar, örtük maliyet olarak isimlendirilir (Devecioğlu, 2018).

Ticari kar, kasaya giren para ile kasadan çıkan para arasındaki fark ile ilgilenir. İktisadi kar ise fırsat maliyeti ile ilgilenir. Sadece her ay düzenli olarak para ödenen üretim faktörleriyle değil aynı zamanda sahip olunan ve bedel ödenmeyen üretim faktörlerinin fırsat maliyetini de hesaba katar. Bu yüzden iktisatta sıfır iktisadi kar normal kar olarak ifade edilirken pozitif iktisadi kar aşırı kar olarak ifade edilir, hatta negatif iktisadi kar da zarar olarak ifade edilmektedir. Aynı veriler ile muhasebeye göre kar ediyor gibi görünürken, iktisadi açıdan zarar durumu olabilir.

1.1.3. Kar payı kavramı ve kar payı dağıtımı

Firma tarafından ortaklara düzenli olarak yapılan ödemeler kar payı olarak ifade edilmektedir (Chambers, 2009: 149). Başka bir ifade ile temettü olarak isimlendirilmektedir. Şirkette kara ortak olma imkanı veren ortaklık senedi de denilen kıymetli evraklara hisse senedi denilmektedir. Hisse senedini elinde bulunduran kişilere dağıtılmasına karar verilen ve bunların her birine düşen paya kar payı denilmektedir.

İşletmelerin esas amaçlarından biri kar elde etmektir. İşletmelerin sürekliliği bir başka deyişle devamlılığı açısından kar elde etmesi önemlidir (Anbar, 2006, s.217). Yalnızca kar elde edilmesi değil aynı zamanda oluşan bu karın nasıl dağıtılacağı, dağıtılmayıp firmada bırakılan karın nasıl değerlendireleceği işletmenin geleceği için oldukça önemlidir. (www.oral.av.tr).

1.2. Kar Dağıtım Politikaları

İlk olarak yirminci yüzyılın ekonomistleri kar dağıtım politikaları ile ilgilenmişler ve bu konu, o günden bugüne deneysel araştırmaların konusu olmuştur (Frankfurter ve Wood, 2002, 111). Genel olarak firmalar iki farklı kar dağıtım politikası uygulamaktadır. İşletmede oluşan kar ya dağıtılır ya da dağıtılmayıp, dağıtılmayan kar yatırım amaçlı kullanılır.

Kar payı, finansal yönetimin temel politikalarından biridir. Yatırım ve finansman politikası kadar önemli olan kar payı dağıtım politikası, hem firma değerini artırmak için hem de firmanın hisse senedi fiyatlarının yükselmesi için oldukça önem arz etmektedir. Bu konu ile alakalı birbirine zıt görüşler mevcuttur. Kar payı dağıtım politikası, dönem sonlarında firmada oluşan karların hissedarlara dağıtılması ya da yatırıma çevrilmesiyle alakalı kararları içerir. İşletmenin yüksek kar payı dağıtması ve aynı zamanda yüksek büyüme oranı istemesi birbiri ile çelişen beklentilerdir. Yüksek oranda kar payı veren işletmeler yatırıma daha az nakit ayıracağı için, büyüme oranında bir artış beklenemez. Dolayısıyla finans yöneticileri, kar dağıtım politikalarını belirlerken uygun bir büyüme oranı altında ve beklentilere cevap verecek bir kar dağıtım politikası izlemelidir. (www.acarindex.com).

Kar dağıtım politikası, firmanın elde ettiği kazançları kar payı olarak hisse senedi sahiplerine dağıtması ya da kazancın firmada bırakılarak yeni yatırımlarda değerlendirilmesi konusunda karar verilmesidir. Firmalar verimli bir yatırım fırsatı yakaladıklarında kar payı ödemelerini azaltmak isterler. Çünkü kar payları genellikle nakit ödemeler olduğundan firmanın kaynaklarını azaltır. Firmanın yatırım yaparak büyüme isteğini gerçekleştirmek için ise öz sermayeye ihtiyaç vardır (Chambers, 2009: 149).

İşletmeler dönem sonlarında dönem içinde elde edilen veya önceki dönemlerde elde edilmiş karları ortaklara dağıtmayı veya otofinansman olarak yatırımların finansmanında kullanma yolunu seçmektedirler (Poyraz, 2013: 424).

1.2.1. Kar dağıtım politikalarının önemi

Kar dağıtım politikası, firmada oluşan net karın hissedarlar, dağıtılmamış karlar ve yedek akçeler arasında nasıl dağılacağını belirlemektedir. Türk Ticaret Kanunu'na göre, anonim şirketlerde genel kurul kar dağıtım kararını vermektedir. İşletmeler optimal sermaye yapılarını oluşturduktan sonra özkaynağı sermaye artışı ya da otofinansman ile sağlayacağı konusunda karar vermesi gerekir (Büker, Aşıkoğlu ve Sevil, 2014:329).

Kar dağıtım politikası, finans yönetiminin diğer ayağı olan yatırım ve finansman kararlarını etkilemektedir. Eğer firmaların yeni kaynak oluşturmaları zor ise, kar dağıtımı, işletmelerin gerçekleştireceği yatırımları azaltabilir. Eğer işletmeler yeni kaynaklar sağlayabiliyorsa bu durumda firmalar karı elde tutarak ya da sermaye artırımı yoluyla finansman ihtiyacını karşılayıp yatırımlarını artırabilirler.

Kar dağıtımı, işletmelerin büyüme potansiyelini, hisse kapanış fiyatını ve hissedarların gelirini etkilemektedir. Eğer bir işletmenin kar dağıtım oranı makul ise o işletmenin hisse senetleri talep görür, dolayısıyla hisse senetlerinin fiyatı artar, piyasa değeri artar, ortakların geliri artar. Optimal bir kar dağıtım politikası işletmenin yatırımlarının artmasını sağlar ve büyümesini hızlandırır. Bu sebeple elde edilen karın hangi oranlar içinde dağıtılacağı veya hangi oranlar içinde otofinansmana gidilmesi gerektiği işletme yönetimi açısından en önemli kararlardan biridir.

Kar payı yatırımcıların davranışlarını olumlu veya olumsuz etkilemektedir. Örneğin hissedarlar kar paylarının dağıtılmamasını veya düşük oranda dağıtılmasını olumsuz karşılayabilir. Eğer yöneticiler hissedarların çıkarlarını gözetmeden kar payı dağıtımı yaparlarsa bu durumda hissedarlar ellerindeki pay senetlerini satar bu da işletmenin piyasa değerini negatif yönde etkiler (Berk, 2003:308).

Kar payı işletmenin finans planları ile sermaye bütçesini etkilemektedir. Oluşan karlar dağıtılmayarak işletmede bırakılarak, yeni yatırımları karşılamak için kullanılmaktadır (Berk, 2003:308).

Kar payı, firmanın nakit akımında etkilemektedir. Nakdi kısıtlı olan firmalar kar payı ödemelerini sınırlayabilir. Buradaki firmada kalan kar dönen varlıkların finansmanında kullanılabilir (Berk, 2003:308).

Kar payları ödemeleri alıkonulan karlardan yapılırsa hissedarların firmadaki aktifleri azalır ve borç/öz sermaye oranı artar. Dolayısıyla bu durum gelecekte oluşacak kar payının erimesine sebep olur (Berk, 2003:308).

1.2.1.1. Firma tarafından kar payı dağıtımının önemi

Finans yöneticileri firmanın piyasa değerini maksimum yapmak ister. Firmanın piyasa değerinin artması hissedarların da lehine bir durumdur. Ortaklar düzenli kar payı ödemesi gibi kısa vadeli planları öncelik olarak görürken, firma yönetiminin önceliği devemlılık olduğu için daha uzun vadeli planlar yapar. Dolayısıyla firma yönetiminin hem firmanın piyasa değerini yükseltecek hem de ortakların kar payı beklentilerine uygun, ortak bir denge sağlaması gerekmektedir (www.archive.ismmmo.org.tr).

1.2.1.2. Hissedar tarafından kar payı dağıtımının önemi

Genellikle ortaklar belli bir yatırım yaptıktan sonra bunun hemen geri dönüşünü istemektedirler. Düzenli olan ve yüksek oranlı bir kar dağıtımı ortakların tercihidir.

Fakat, uzun vadeli düşünen ortaklar, ekonominin durumunu, verimli yatırım fırsatlarını ve işletmenin durumunu da göz önüne alarak, düzenli ve yüksek oranda kar payı dağıtılması yerine, oluşan karın firmada bırakılmasını isteyebilmektedir. Bunun sebebi, gelecekte daha iyi bir kar payı beklentisi içinde olmasıdır. (www.archive.ismmmo.org.tr).

1.3. Kar Dağıtım Politikasını Etkileyen Faktörler

İşletmeler içinde bulunduğu ekonomik koşullara, işletmenin hangi aşamada olduğu, nakit durumu, likidite oranları, karlılık oranları, yasalarda olan sınırlamalar gibi birçok faktörü göz önüne alarak kar dağıtım politikasını oluştururlar. Aşağıda anlatılan faktörlere bakarak ya karları belli oranlarda sürekli istikrarlı bir şekilde dağıtmayı tercih ederler ya da yatırım yapmak için otofinansman amaçlı işletme bünyesinde tutarlar.

Yasalar ve sözleşmelerdeki hükümler, firmanın likidite durumu, borçların ödenmesi zorunluluğu, yatırımlar için duyulan fon gereksinimi, karların istikrarı, sermaye piyasasına girme imkanı, hissedarların vergilendirilmesi, diğer firmaların kar payı dağıtım politikası gibi faktörler işletmelerin kar dağıtım politikasını etkilemektedir (Büker, Aşıkoğlu ve Sevil, 2014:330).

1.3.1. Yasalarda ve sözleşmelerde yer alan hükümler

Her düzenlemede olduğu gibi kanunların üstünlüğü burada da son derece önemlidir. Firmalarda genel kurul kar dağıtım kararını verir. Genel kurul kar payı dağıtımı konusunda öncelikle yasalara uygun davranmak zorundadır. Ülkemizde kar dağıtımı ile ilgili düzenlemeler Sermaye Piyasası Kanunu ve Türk Ticaret Kanununu hükümleri gereğince uygulanmaktadır. Kar dağıtım kararlarında öncelikle kanun hükümleri dikkate alındıktan sonra şirket ana sözleşmesindeki hükümler dikkate alınır. Şirket ana sözleşmesini yönetim kurulu hazırlar, dolayısıyla burada sözleşmeye eklemeler, çıkarmalar yapılabilir, ancak kesinlikle sözleşmede yer alan hükümler ile kanun hükümlerine ters düşmemeli ve kanun hükümlerine uygun olmalıdır.

Kar payının sadece safi kardan ve safi kar için ayrılmış yedek akçeden dağıtılabileceğini benimseyen kanun hükümlerine göre firma sadece geçmiş yıllardaki veya cari yıldaki kardan dağıtım yapabilecektir (Endüstri Mühendisligi, 2007).

Kar dağıtımında temel olarak üç ilkeden bahsedilebilir. Net kar ilkesine göre kar payı, hesap döneminin sonunda oluşan net kardan ya da önceki yıllarda oluşan kardan ayrılan yedek akçelerden dağıtılabilmektedir. Esas sermayenin korunması ilkesine göre ise, kar yoksa ya da geçmiş yıllardan ayrılan yedek akçe yoksa başka bir isim altında kar payı dağıtılmamaktadır. İşletmenin borçlarını ödeme gücüne sahip olması ilkesine göre kar payı kararı alınırken, işletmenin borçları net varlıklarından çoksa, işletmeler kar payı dağıtımı yapamamaktadırlar (Büker, Aşıkoğlu ve Sevil, 2014:330).

Bu ilkeler firmaları, yatırımcıları ve üçüncü kişileri korumak için benimsenmiştir. Bu kurallar kar dağıtımını sınırlar ve elbette kar dağıtım politikasını etkiler.

1.3.2. İşletmenin likidite durumu

İşletmenin likidite durumu, elindeki nakit ile kısa vadeli borçlarını ödeme gücünü gösterir. Eğer işlemenin elindeki nakit, kısa vadeli borçlarını ödemeye yetiyor ve artıyorsa bu işletmenin likidite gücü var demektir. Nakit sıkıntısı yaşamayan firmalarda kar payı dağıtımında aksama olmaz. Ancak eğer işletmenin dönen varlıkları, kısa vadeli borçlarını ödemeye yetmiyor ise işletme günlük faaliyetlerine devam etmede zorluk yaşayacağı için kar payı ödemelerinde aksaklıklar yaşanır.

İşletmenin likidite durumu ile karlılık durumu farklı kavramlardır. Firmada oluşan kar, yöneticilerin kararlarına göre, firmanın günlük faaliyetleri veya uzun dönemli yatırım harcamaları için kullanılacak bir kaynaktır. Dolayısıyla firmada yüksek oranda kar oluşması, nakit varlığının çok olduğu anlamına gelmez. Kar payı ödemeleri için nakde ihtiyaç vardır ve oluşan karın yüksek olmasına rağmen kar payı dağıtılamayabilir (Büker, Aşıkoğlu ve Sevil, 2014:331).

Görüldüğü gibi kar oranlarının yüksek olması, karın çok olması, likit gücünün yüksek olduğu anlamına gelmemektedir. Dolayısıyla kar oranı yüksek olan işletmelerin yüksek kar payı dağıtacağı şeklinde yorum yapmak da yanlış olacaktır. Büyümek isteyen ve kar rakamları iyi düzeyde olan bir işletme, eldeki nakdini yeni yatırımlar için kullanıp, kar payı dağıtmayabilir ya da vadesi gelmiş borç taksitlerini ödeyen işletmelerde kar yüksek olmasına rağmen nakit sıkıntısı yaşandığı için kar dağıtımı yapılmayabilir.

Nakit kar payı dağıtım kararında elde edilen kar miktarı değil, yeteri kadar nakit miktarının bulunması önemlidir. Gelişmekte olan birçok ülkede yaşanan enflasyon sorunu, ülkemizde de yaşanmaktadır ve maalesef bu yüzden işletmeler nakit sıkıntısı yaşamaktadır. Bu durumda kar dağıtım kararlarını ve politikalarını etkilemektedir.

1.3.3. Borçların ödenmesi zorunluluğu

Borçlar finansal karakteristikleri itibari ile zorunlu ödemeleri gerekli kılar. Kar payı dağıtımı ise işletmeden nakit çıkışını gerektirdiğinden finansal yapının bozulmasına sebep olabilir. Finansal yapının bozulması ise, vadesi gelen borçların faiz ve anapara ödemelerinde sorunlar yaratabilir. İşletmenin borçlarını ödeyebilmek için yeniden borç alması ise finansal riski artıran bir işlemdir. İşletmeye kredi veren kuruluşların işletmenin daha az kar payı dağıtıp daha çok özsermayeye sahip olması gibi bir talebi

vardır. Bütün bunlar da kar dağıtım kararını etkiler (Büker, Aşıkoğlu ve Sevil, 2014:332).

Kar payı ödemeleri firmaların nakit gücünü olumsuz etkiler. Eğer firmalar borçların ödenmesi sıkıntısıyla karşılaşırsa ya borcu borçla kapatmak yoluna gidecekler ya da firmanın faaliyetlerinden doğan karı borç ödemesinde kullanacaklardır. Borcun borçla kapatılması riskli bir yol olduğu için genelde kar payı dağıtmayıp, elde edilen kar ile borçların ödenmesi tercih edilir. Dolayısıyla borçların ödenmesi zorunluluğu kar dağıtım politikasını etkilemektedir.

Piyasada bilinen, güvenilir, büyük firmaların borçlanma kapasitesi yeni kurulan firmalara oranla daha fazladır. Kredi kuruluşları bu firmalara borç verirken daha az temkinli davranır. Bu yüzden borçların ödenmesi zorunluluğu, büyük ve köklü firmaların kar dağıtım kararlarını, yeni kurulan firmaların kar dağıtım kararlarına oranla daha az etkiler.

1.3.4. Yatırımlar için duyulan fon gereksinmesi

Özellikle yeni kurulan işletmeler büyüme arzusuyla beraber yatırım yapmak isterler. Ancak bu işletmelerin borçlanma imkanları azdır. Bu yüzden oluşan karı dağıtmayıp işletmede alıkoyarlar ve otofinansman amacı ile kullanırlar. Büyük firmalar da karşılarına verimli yatırım fırsatları çıktığında bunu kaçırmamak için karı işletme bünyesinde tutup kar dağıtımını erteleyebilirler.

Özellikle ülkemizdeki gibi enflasyon sorunu ile karşı karşıya olan ülkelerin firmalarında otofinansman durumu büyük kolaylık sağlar. Çünkü enflasyon ortamında faizler yüksektir. Bu yüzden yapılacak yatırımı borçlanma yolu ile finanse etmek ortakları sıkıntıya sokabilir. Eldeki nakit ile yatırım yapmak daha mantıklıdır. Böylelikle işletmeler en azından faiz ödemesine katlanmayacaklardır.

Enflasyon firmanın nakdini eritir ve bu yüzden amortisman olarak ayrılan fonlar, duran varlıkların yenilenmesinde eksik kalır. Dolayısıyla firmanın likiditesini muhafaza edebilmesi için, dağıtılmamış karlar önemli bir hale gelir. Teoriden farklı olarak uygulamada, çoğu firma, genel olarak, günlük faaliyetlerde veya yatırım amaçlı kullanacağı fonları ayırdıktan sonra, dağıtacağı kar tutarını hesaplar. Kar payı oranı, ekonominin durgunluk döneminde ve verimli yatırım imkanlarının az olduğu dönemlerde daha yüksek olarak gözlemlenir. Tam tersi ekonominin canlı olduğu ve

yatırım imkanlarının çok olduğu dönemlerde düşük olarak görülmektedir (Pekkaya, 2006: 188).

Firmaların yaşam seyri, enflasyon durumu, borçlanmanın sınırlı olması gibi sebeplerle firmalar yatırım amaçlı fon gereksinimini duyduklarında kar dağıtım kararlarını otofinansman yönünde alırlar. Bu durum hem işletmenin geleceğini hem de ortakların gelecekteki kazançlarını olumlu anlamda etkiler. Dolayısıyla yatırımlar için duyulan fon gereksinmesi kar dağıtım politikasını büyük ölçüde etkilemektedir.

1.3.5. Karların istikrarı

İşletmelerin elde ettiği karlar yıllar itibariyle dalgalanmalar gösterebilmektedir. Genelde işletmede karın artması durumunda daha yüksek oranlı kar payı, karın azalması durumunda daha düşük oranlı kar payı dağıtılmaktadır. Ancak mühim olan kardaki değişme sürecinin nasıl tahmin edileceğinin bilinmesidir. Karlardaki bir yıla ait artış, yöneticilerin aceleyle kar payı dağıtma kararı almasını gerektirmez. Yöneticiler kardaki artışı, geçici bir kar artışı olarak düşünüyorlarsa, dağıtacakları kar paylarını önceki düzeyde tutma kararı verebilirler (Büker, Aşıkoğlu ve Sevil, 2014:332).

İşletmeler kar dağıtımı konusunda istikrarlı olurlarsa hem kredi veren kuruluşlar hem menkul kıymet yatırımcıları hem de ortaklar açısından güvenli bir ortam sağlanmış olur. Bu da firmanın piyasa değerini olumlu etkiler. İstikrarlı bir kar dağıtım politikası izlemek için doğru tahminler yapılmalı ve çok kar yapılan yıllarda daha çok yedek akçe ayrılmalı, az kar yapılan yıllarda ayrılan yedek akçeden yine aynı tutarlarda kar dağıtımı yapılmalıdır. Böylece dalgalanmanın önüne geçilir ve daha istikrarlı bir kar dağıtımı uygulanabilir.

1.3.6. Sermaye piyasasına girme imkanı

Firmalara uzun vadeli kaynak gerektiğinde, bu kaynakları en iyi şartlarda temin edecekleri yer sermaye piyasasıdır. İşletmeler hisse senedi ve tahvil çıkarırlar ve bunların satışı ile uzun süreli fon elde ederler. Düzenli bir büyüme sürecine girmiş, istikrarlı ve piyasada tanınmış işletmeler, duyulan güvenden dolayı, küçük ve yeni kurulmuş henüz başarısını kanıtlamamış işletmelere göre, daha kolay fon sağlarlar. İşletmeler sermaye piyasasından fon sağlamayı planladıkları dönemlerde,

kredibilitesini artırmak için istikrarlı bir kar payı politikası uygulamaktadırlar (Büker, Aşıkoğlu ve Sevil, 2014:333).

Yeni kurulmuş küçük işletmelerin sermaye piyasasından borçlanma imkanlarının sınırlı olmasından dolayı karların büyük kısmını işletmede bırakmayı tercih ederler. Bu yüzden daha düşük oranlarda kar payı dağıtımı yaparlar. Büyük işletmeler ise sermaye piyasasından gelen fona güvenerek daha az otofinansman yapar ve daha yüksek oranlarda kar payı dağıtımı yaparlar.

1.3.7. Ortakların vergilendirilme durumu

Ülkemizde gelir vergisi artan oranlı bir yapıya sahiptir. Kişilerin geliri arttıkça ödeyecekleri vergiler buna bağlı olarak artacaktır. Bu yüzden kar dağıtımı yapılan ortaklar, gelirleri arttığı için daha çok vergi ödemek durumunda kalabilir. Bu durum karın dağıtılmayarak firmada bırakılması sonucunu doğurabilir.

Gelir vergisi kişinin gelirine bağlı olarak artan oranlı bir vergiyken, kurumlar vergisi sabit oranlı bir vergidir ve genelde kurum kazancı üzerinden yüzde yirmi oranında hesaplanır. Karın dağıtılması durumunda ortakların geliri artacağı için ödeyeceği vergi oranı da artmaktadır. Ancak karın dağıtılmayıp şirkette tutulması halinde ödenecek kurumlar vergisi oranı aynı oranda olacaktır. Ortaklar oluşan kar üzerinden daha az vergi yüküne katlanmak için, karı dağıtmayıp şirkette bırakmak isteyebilirler. Böylelikle aynı kazanç üzerinden daha az vergi ödemiş olacaklardır.

Sermaye kazançlarına uygulanan vergiler, o ülkede uygulanan vergi oranları ve işletmenin hissedarlarının içinde olduğu vergi dilimleri, kar payı dağıtımını etkiler. Hissedarların kar dağıtımından sonra geliri artacağı için, hissedarlar bir üst vergi dilimine geçerler. Dolayısıyla hissedarların ödeyeceği vergi de buna bağlı olarak artar. Eğer kar dağıtılmayıp işletme bünyesinde tutulursa, artan yedek akçeleri hisse senetlerinin kapanış fiyatlarını yükseltir. Ortaklar bu piyasa değeri artmış hisse senetlerini sattığında hiç vergi ödemez. Başka bir ihtimalle daha düşük bir oranda vergi öder. Vergi kanunlarına aykırı davranmadan daha az vergi ödeme imkanı olacağı için, başka bir deyişle, vergiden kaçınma olanağını bulacağı için, kar payı dağıtılmamasını tercih edebilir (Akgüç'den aktaran Sandıkçı, 2014).

Özetle, gelir vergisi ve kurumlar vergisinin farklı oranlarda vergilendirilmesi, hissedarların gelir düzeyleri, hisse senetleri değer artışlarının neden olduğu

kazançların vergilendirilip vergilendirilmeyeceği kar dağıtım kararlarını etkilemektedir (Ceylan, 2006: 252).

1.3.8. Diğer firmaların kar payı dağıtım politikası

Büyük ve halka açık firmaların faaliyetlerini, menkul kıymet yatırımcıları menkul değer analizcileri ve finansal kurumlar sürekli olarak inceleyebilmektedir. Bu analizciler standartları saptamak ve işletmenin gerçek değerini ortaya koymak için aynı endüstride faaliyet gösteren işletmeleri karşılaştırırlar ve analiz edilen işletmenin çalışmalarını değerlendirirler. Bu yüzden bir endüstride faaliyet gösteren işletmenin aynı alandaki farklı işletmelerin kar dağıtım politikalarını izlemesi gereklidir (Büker, Aşıkoğlu ve Sevil, 2014:333).

Böyle bir durumda işletmeler birbirinin aynı kar dağıtım politikası izlemek zorunda değildir. Ancak karşılaştırma yapan bireyler veya kurumlar olacaktır. Dolayısıyla işletme eğer diğer işletmelerden daha düşük oranda bir kar dağıtım politikası uyguluyorsa, bunun sebebini açıklayarak, yatırımcıları veya kredi veren kuruluşları rahatlatmalıdır. Aksi takdirde tasarruf sahipleri kar dağıtımı yüksek olan işletmeleri tercih edeceklerdir. Ayrıca benzer durumda olan firmalardan birinin daha az kar dağıtması, menkul kıymet yatırımcıları, ortaklar ve analizciler tarafından güvensizliğe sebep olabilecektir.

1.3.9. Sözleşmelerde yer alan hükümler

Kredi veren kuruluşlar, işletmelerin kar payı oranlarını ya da kar dağıtım tutarlarını sınırlayabilir. Bu durum borcun miktarına ve vadeye göre değişiklik gösterebilir. Eğer uzun vadeli bir borç söz konusu ise kredi veren kuruluşlar, bu borcun geri dönüşünü kolaylaştırmak için kar dağıtımını sınırlayabilirler. Kredi veren kuruluşlar, verdiği kredinin zamanında ödenmesi için firmanın yeterli özkaynağa sahip olmasını gözetirler.

Bilhassa orta ve uzun vadeli kredi imkanı sunan kuruluşlar, kredi sözleşmelerine verdikleri borçların geri dönüşünü sağlamak için bazı hükümler ekleyebilirler. "Kar payı ödemeleri cari yıl karından yapılacak ve önceki yıllardan dağıtılmamış karlardan, kar payı ödemeleri yapılamayacak." ya da " Net işletme sermayesi belli bir tutarın altına düşerse, işletmenin kar payı ödemeleri yapılamaz." (Weston ve Brigham, 1987: 512).

Kredi veren kuruluşlar firmanın güvenirliğini incelerken net çalışma sermayesini göz önünde bulundururlar. Net işletme sermayesi, işletmenin kısa vadeli finansman gücünü gösteren önemli bir kalemdir. Firmanın net çalışma sermayesi belli bir tutarın altına düşerse, firma borçlarını ödemekte zorlanır. Bunun önüne geçmek için net çalışma sermayesi belli bir oranın altına indiğinde kredi kuruluşları kar dağıtımı yapılmaması için hüküm koyabilirler.

Firmalar kredi sözleşmesinde yer alan hükümlere uymak zorundalardır. Bu durum firmaların kar dağıtım politikalarını etkilemektedir.

1.3.10. Şirketin büyüme hızı

Firmalar büyüme aşamasında yani büyüme hızı yüksekken yatırım yapmak için fona ihtiyaç duyarlar. Bu yüzden karı dağıtmayıp firmada tutmayı tercih ederler. Dolayısıyla büyüme hızı yüksek olan firmalar, kar dağıtmayıp oto finansmana giderler.

Piyasada varlığını ispat etmiş, belli bir gelişmişliğe ulaşmış firmaların amacı bulunduğu pozisyonu korumaktır. Bu firmalar büyüme amacını gerçekleştirmişlerdir. Bu yüzden bu firmaların büyüme hızı, gelişmekte olan firmalara göre düşüktür. Büyüme hızı düşük olan bu firmalar yatırım ihtiyacı duymadığı için, elde edilen karı dağıtmayı tercih ederler.

Özetle büyüme hızı yüksek firmalar yatırım ihtiyacı duyduğu için kar dağıtmayıp firmada tutar, büyüme hızı düşük firmalar ise yatırım gereksinimi duymadığı için kar dağıtımı yolunu seçerler. Dolayısıyla şirketin büyüme hızı kar dağıtım politikasını etkilemektedir.

1.3.11. Yönetimin kontrolü elinde tutma isteği

Genelde halka kapalı olan şirketler ile aile şirketleri, karı dağıtmak yerine işletme bünyesinde tutarak, yatırım fırsatlarını değerlendirerek büyümeyi tercih etmektedir. Çünkü bu şirketler kontrolü elinde tutmak isterler.

İşletme, yüksek kar payı ödemesi yaptığında, ihtiyacı olan nakdi dışarıdan sağlamak isterse, iki yolla bunu gerçekleştirebilecektir. Yeni hisse senedi çıkartarak, işletmenin ortak sayısını artırarak kaynak sağlama yolunu seçebilir. Başka bir yol olarak da

bankalardan veya kredi kuruluşlarından borçlanarak kaynak sağlama yolunu seçebilir. İki seçeneğin de bazı dezavantajları mevcuttur (Sandıkçı, 2014: 45).

Eğer firma hisse senedi çıkarma yoluyla dışarıdan fon sağlama yolunu tercih ederse, ortak sayısı artar. Dolayısıyla yönetimde söz hakkı sahiplerinin sayısı da artar, bu da kar dağıtım kararlarını etkiler. Eğer firma kar dağıtımı için ihtiyaç duyduğu fonu borçlanarak temin ederse bu sefer de kredi veren kuruluşlar firmanın iç işlerine karışabilir, yani yine bir kontrol sıkıntısı yaşanabilir.

Yönetimi elinde bulunduran grup eğer kontrolü tamamen elinde tutmak isterse, kar dağıtımını elindeki fona göre yapacaktır ve gerekirse kar dağıtımı yapmayacaktır. Eğer kar payı dağıtmak istiyorsa ve fonu dışarıdan karşılayacaksa yönetimin kontrolü ile ilgili bazı risklere katlanması gerekmektedir. Özetle yönetimin kontrol etme isteği, kar dağıtım kararlarını etkilemektedir.

1.3.12.İşletmenin ortaklık yapısı

İşletmenin ortaklık yapısı, anonim şirketlerde kar payı dağıtımını etkileyen faktörlerin arasında yer alır. Bu mevzuda özellikle halka açık olan anonim şirketler ile halka açık olmayan anonim şirketler birbirinden ayrılırlar. Halka açık olan firmalar kar paylarını dağıtmayı seçerken, halka kapalı firmalar kar paylarını firma bünyesinde tutmayı tercih ederler (Sandıkcı, 2014: 46).

Halka açık anonim şirketlerde kar payı oranlarının yüksek olması beklenir. Çünkü burada küçük yatırımcılar mevcuttur ve genelde yüksek kar payı olursa firma tercih edilmektedir. Aksine şahıs şirketlerinde böyle bir beklenti olmadığı için karın dağıtılmayıp firmada bırakılması ve yeni yatırımlar için kullanılması beklenmektedir.

1.3.13. Enflasyon

Kar dağıtım kararlarına etki eden en mühim etkenlerden birisi de enflasyondur. Paranın değer kaybetmesi yani fiyatlar genel düzeyindeki artışlar, işletmenin net işletme sermayesi ihtiyacını artırmaktadır.

Başka bir açıdan sabit varlıkların yenilenmesinde, maliyet bedeli ile bilançoya kaydedilen sabit varlıklar için amortisman olarak ayrılan fonlar yetmemektedir. Bu yüzden, firmaların yüksek kazançlarını sürdürebilmesi için, nakit gereksinimlerini herhangi bir kaynaktan karşılaması gerekmektedir. Dolayısıyla işletme, kazanç

düzeyi ile sermaye yapısını aynı seviyede tutmak adına, nakit gereksinimini, dağıtılmamış karlarla karşılayabilmektedir (Ceylan, 2006: 254).

Enflasyon bizim ülkemizde de yaşanan ekonomik sorunlardan biridir. Bireylerin ve kurumların satın alma gücünü azalttığı için firmalar enflasyon olduğu dönemlerde nakit sıkıntısı içine girerler. Kısa vadeli borçlarını ödemede zorlanırlar. Günlük harcamaları da enflasyon sebebiyle daha maliyetli bir hale gelir. Firmaların kazancı da maliyetlerin artması ve paranın değer kaybetmesinden dolayı beklenenden daha az olur. Bu durum kar dağıtım kararınını etkilemektedir.

Firmalar enflasyon sebebiyle eriyen kazançlarını dağıtmak yerine işletmede kullanmayı tercih ederler. Enflasyonist bir dönemde faizler yüksek olacağı için giderler için borçlanmak yerine öz sermayeyi kullanmak daha uygun olacaktır. Böylece fazladan faiz yüküne katlanılmayacaktır.

1.4. Kar Dağıtım Politikası Çeşitleri

İşletmenin asıl amacı bahsedildiği gibi piyasa değerini en yüksek seviyeye çıkarmaktır. Ortakların istediği de hisse senedi değerini en yüksek düzeyde olmasıdır. Bu açıdan işletmenin kar dağıtım politikası oldukça önemlidir.

Düzenli kar payı dağıtan işletmeler, kar payı dağıtımı değişkenlik gösteren işletmelere göre daha çok tercih edilir ve bu yüzden piyasa değeri de daha yüksektir. Ancak işletmenin elde ettiği karın her yıl aynı olması çok rastlanan bir durum değildir. İşletmelerde ekonominin durumuna göre satışlar artabilir ya da azalabilir. Maliyetler düşebilir veya artabilir. İşletmenin öngöremediği olağan üstü durumlar yaşanabilir. İşletmeler bütün bunları göz önüne alarak, belli bir kar dağıtım politikası yöntemi belirler ve seçecekleri bu yöntem piyasa değerini belirleme açısından son derece önemlidir.

Firmalar kar dağıtım politikalarını belirlerken, öncelikle gelecekteki büyüme oranı ile bugünkü kar payı tutarı arasında bir denge kurmalıdır. Daha sonra, hisse senetlerinin değerini yükseltmek, firmalar için bir amaç olmalıdır (Aydın, Başar ve Coşkun, 2014: 305).

Sonuç olarak işletmeler piyasa değerini yükseltmesi için kendilerine en uygun olan kar dağıtım politikasını uygulamalıdırlar. Sabit miktarda veya sabit oranda kar payı

dağıtılabilir ya da sabit tutarda kar payı dağıtıp duruma göre bazen ek kar payı dağıtımı da yapabilmektedirler.

1.4.1. Sabit miktarda dağıtılan kar payı dağıtım politikası

Sabit miktarda dağıtılan kar payı politikası, düzenli veya kararlı kar politikası olarak da ifade edilebilir. İşletmede elde edilen kar her yıl değişse bile kar payı ödemeleri aynı tutarda düzenli bir şekilde ödeniyorsa buna sabit miktarda dağıtılan kar payı politikası denir. Düzenli kar payı ödemeleri yatırımcıya güven verir. Özellikle riski sevmeyen, belirsizliği sevmeyen, garantiyi seven yatırımcılar bu kar dağıtım politikasını tercih etmektedir. İşletmeler de bu politikayı seçerek piyasa değerini yükselmek isterler. Çünkü işletme bu politika ile çevresinde güven oluşturur. Bu yüzden işletmenin hisse senedi fiyatları da istikrarlı bir seyir izler.

Sabit miktarda yapılan kar payı ödemeleri, geçimini bu hisse senetlerine bağlayan yatırımcılar için de ayrı bir güven oluşturur ve bu yüzden özellikle bu yatırımcılar tarafından tercih edilir.

Ancak sabit miktarlı kar payı ödemlerinin bazı sakıncaları da vardır. Özellikle enflasyonist dönemlerinde kar payı ödemeleri nominal olarak aynı kalsa da reel anlamda azalacaktır. Ayrıca karın yüksek olduğu dönemlerde daha yüksek kar payı dağıtılabilecekken daha az kar payı ödenmesi söz konusu olur. Bu da yüksek kar isteyen yatırımcıları işletmeden uzaklaştırabilmektedir. Ya da tam tersi işletme tarafından bakılırsa, karın düşük olduğu yıllarda da aynı kar payı ödemesi yapmak işletmeyi de zorlayabilecektir.

Enflasyon oranının yüksek olduğu bazı ülkeler, bahsedilen sebeplerden dolayı sabit miktarda kar dağıtımı politikası yerine sabit büyüme oranı politikasını uygulamaktadırlar. Bu politikaya göre işletmeler, her yıl kar payı ödemelerini, önceden sabit olarak belirledikleri oranda artırırlar. İşletmenin böyle bir politikaya devam edebilmesi için büyüme hızını da, kar payı tutarında yapılacak artış oranı kadar artırması gerekir (Aydın, Başar ve Coşkun, 2014: 305-306).

Başka bir taraftan incelersek, işletmenin getirilerinin artması sonucunda, yeni bir ödeme düzeyi oluştuğu zaman, düzenli kar payı ödemeleri de artış göstermektedir. Sabit miktarda kar dağıtım politikası uygulayabilmek için işletmenin kar paylarını düzenli olarak ödeyebileceği konusunda emin olması gerekmektedir. Kar paylarını

ödemede bir aksama veya kar payları tutarındaki düşüş işletmenin finansal problemleri olduğuna ilişkin bir gösterge olarak kabul edilebilecektir (Chambers, 2009: 165).

Özetle, sabit miktarlı kar dağıtım politikasının yatırımcılar için cazip tarafları olmakla birlikte, sakıncalı görülen tarafları vardır. Özellikle kurumsal yatırımcılar, bu kar dağıtım politikasını, sabit getirili bir menkul kıymet olarak görürler ve bu yüzden de tercih ederler. Geçimini bu yoldan sağlayan, riski sevmeyen, her yıl düzenli gelir isteyen yatırımcılar da bu politikayı tercih eden işletmeleri seçerler.

Sabit miktarda kar payı politikasını benimseyen işletmeler enflasyonist dönemlerde reel olarak azalan kar payını enflasyon oranı kadar artırabilirlerse yatırımcı herhangi bir kayba uğramayacaktır.

1.4.2. Sabit oranda dağıtılan kar payı politikası

Sabit oranda kar payı politikasını tercih eden firmalar, dönem net karının belli bir oranını kar payı olarak dağıtmakta ve belli bir oranı da işletme bünyesinde tutmaktadır. Kar tutarları her yıl satışlara, maliyetlere ve ekonominin durumuna göre değiştiği için dağıtılan kar payı da değişmektedir. Yüksek karın oluştuğu dönemlerde, yüksek kar payı ödemesi; düşük kar oluştuğu dönemlerde de düşük kar payı ödemesi yapılmaktadır. Bu durum da istikrasızlığa sebep olur ve yatırımcıların güvenini zedeler. Bu yüzden çok tercih edilen bir politika değildir.

Sabit oranda kar payı dağıtımı, kapalı aile şirketlerinde daha çok görülmektedir. Sabit tutarda kar payı dağıtımı ise, genelde halka açık firmalarda görülebilmektedir (Ceylan, 2006: 255).

Özetle sabit tutarda kar payı dağıtımını benimseyen işletmelerde, pay başına kar, yıldan yıla değişiklik göstermektedir. Dolayısıyla ödenen kar payında büyük dalgalanmalar yaşanmaktadır ve yatırımcılar tarafından olumsuz karşılanabilmektedir. Bu durum işletmelerin hisse senedi piyasa fiyatını etkilemektedir. Bu nedenle az sayıda işletme tarafından tercih edilmektedir.

1.4.3. Sabit miktarın veya oranın yanında ek kar payı dağıtım politikası

İşletmeler sabit miktarda dağıtılacak kar payı politikası benimsediğinde, enflasyonist dönemlerde kar payı ödemesi değişmediği halde fiyatların artması sonucu, yatırımcının elde ettiği kar reel olarak azalacaktır. İşletme sabit miktarda değil de sabit oranda kar payı dağıtırsa bu sefer de her yıl oluşan kar değişkenlik göstereceğinden dağıtılan kar payı da değişkenlik gösterecektir. İstikrarsız ve düzensiz ödenen kar payı ödemeleri de yatırımcının güvenini azaltacaktır.

Sabit miktara veya orana ek kar payı dağıtım politikası, sabit miktarlı ve sabit oranlı kar payı dağıtım politikalarının eksikliğini gidermektedir. İşletme düzenli olarak belli bir miktarda veya oranda kar payı ödemesi yapmayı garanti etmekte, bunun yanında performansının iyi olduğu dönemlerde ek kar payı dağıtmayı taahhüt etmektedir. Dolayısıyla hem riski sevmeyen yatırımcılar hem de karın arttığı dönemlerde daha çok kar payı almayı isteyen yatırımcılar tarafından tercih edilmektedir. Bu durum işletmenin piyasa değerini olumlu etkilemektedir.

Böyle bir politika işletmeye esneklik kazandırmaktadır. Yatırımcılar işletmenin en kötü durumunda bile sabit kar paylarını alabilmektedirler. Özellikle, işletmenin kazançları ve nakit akımı değişkense böyle bir politikayı izlemek faydalı olur (Chambers, 2009: 166).

Bu politika özellikle ABD'de uygulanmaktadır. ABD'de işletmeler kar paylarını üçer aylık dönemler ile bir yılda dört defa olacak şekilde dağıtmaktadırlar. Yapılan bu ödemeler, normal kar payı olarak düşünülmektedir. Eğer dönem karı, beklenilenin üstüne çıkarsa, beşinci ödeme olarak ilave kar payı dağıtılmaktadır. Uygulanan bu politikayla geleceğin belirsizliği biraz da olsa azaltılmıştır. Ayrıca sonrasında yapılan ek ödemelerle hissedarlar, işletmenin kazancından yararlanma imkanı bulmuşlardır (Büker, Aşıkoğlu ve Sevil, 2014).

1.4.4. Artıklar oranında kar payı dağıtılması

Artıklar oranında kar payı dağıtılması politikasına göre, firmanın yatırımlar için gereksinim duyduğu fonlar, oluşan karlardan temin edildikten sonra kalan tutarın kar payı şeklinde dağıtılması öngörülür. Bu şekilde kar payı dağıtımı, firmanın sermaye yapısı, borçlanma politikası ve yatırım politikasıyla ilişkilidir (Aydın, Başar ve Coşkun, 2014: 306).

Bu politika yatırımcılar tarafından riskli olarak kabul edilmektedir. Çünkü her yıl dağıtılacak kar payları değişmektedir. Kar dağıtılmayıp yeniden yatırıma dönüştürüldüğünde, hisse senedi sahipleri yapılan bu yeni yatırım ile işletmenin piyasa değerinin artacağını, ilerideki kazancının da yükseleceğini düşünürse bu politikayı tercih eder. Ancak eğer kar dağıtılmayıp, dağıtılmayan kar, karı düşük bir yatırım için kullanılırsa bu durumda hisse senedi sahibi işletmenin böyle bir politika izlemesini istemeyecektir.

1.4.5. Kar payı avansı ödemeleri

Kar payı avansı politikasını uygulayan işletmeler, henüz kar dağıtım kararı almadan ya da hesap dönemi sonlanmadan, gelecekte her ortağa düşen kar payına mahsuben avans ödemesi yaparlar. Bu uygulama genelde yurt dışında faaliyet gösteren işletmeler tarafından uygulanır. SPK hükümlerine göre, ortaklar, bağımsız sınırlı denetlemeden geçmiş, sermeye piyasası mevzuatına uygun olarak düzenlenmiş ve 3, 6 ve 9 aylık dönemler itibariyle hazırladıkları ara mali tablolarında yer alan karları üzerinden nakit kar payı avansı dağıtabilmektedirler (Aydın, Başar ve Coşkun, 2014: 307).

Şirketin esas sözleşmesinde hüküm bulunursa, ortaklar ancak o zaman kar payı avansı dağıtabilmektedir. Ayrıca ortakların, genel kurul kararlarıyla alakalı, yılla sınırlı olmak üzere yönetim kuruluna yetki vermeleri zorunluluğu da bulunmaktadır. Genel kurul toplantısında, hesap dönemi sonunda yeterli kar oluşmazsa ya da zarar oluşursa, bir önceki yıla ait bilançoda olan olağanüstü yedek akçelerden mahsup edileceğinin, karara bağlanması gerekir. Kar payı avansı dağıtılmasına karar verilirken ve avansı öderken, TTK'nın ve SPK'nın karın dağıtılmasına ilişkin hükümlerine aykırı hükümler konulamaz ve uygulanamaz.

1.5. Kar Payı Ödeme Türleri

İşletmelerde kar dağıtım politikasını oluşrururken, karın ne kadarlık kısmının hissedarlara verileceği ne kadarlık kısmının dağıtılmamış karlar şeklinde işletmede bırakılacağı belirlendikten sonra dağıtılacak olan bu karın finanse edileceği kaynak belirlenmelidir. Kar payı ödeme türleri işletmenin finansal durumu, likidite gücü ve ekonominin içinde bulunduğu durum dikkate alınarak oluşturulmalıdır. Çünkü

işletmenin içinde ekonomik duruma bağlı olarak kar dağıtımının türü, işletmenin likidite durumunu ve finansal durumunu etkileyecektir.

1.5.1. Nakit olarak dağıtılan kar payı ödemeleri

Nakit olarak dağıtılan kar payı ödemeleri, isminden anlaşıldığı gibi, ortaklara dağıtılacak kar payının para ile ödenmesi demektir. Nakit olarak dağıtılan kar payı ödemeleri en yaygın kar payı ödeme türüdür. Kar payı ödemesi denilince ilk akla gelen nakit ödemelerdir.

Nakit olarak kar payı ödemesi yapılırken işletmenin likidite durumu göz önüne alınmaktadır. İşletmenin karının yüksek olması likidite oranının da yüksek olduğu anlamına gelmemektedir. Dolayısıyla karı yüksek olan bir işletme nakit kar dağıtımı yapacak anlamına da gelmemektedir. İşletmenin likidite gücünün yüksek olması elindeki varlıkların paraya çevrilme gücünün yüksek olduğu anlamına gelir. İşletmenin likiditesinin güçlü olması, başka bir deyişle eldeki nakdin çok olması, kar paylarının nakit olarak dağıtımına imkan vermektedir.

İşletmenin nakit kar payı ödemesi yaparken, kendi durumunu da göz önüne alması gerekmektedir. Özellikle yeni kurulan veya yatırım yapmak isteyen işletmelerin nakde ihtiyaçları fazladır. Bu yüzden kar paylarının nakit olarak ödenmesi bu işletmeleri finansal olarak zor durumda bırakabilmektedir.

Diğer taraftan nakit kar payı ödemeleri yatırımcılar için güvenilir ve tercih edilen ödeme şeklidir. Yatırımcı kar payını nakit olarak aldığında psikolojik olarak daha rahat ve güvende hisseder. İşletmeyi güçlü ve güvenli gösterdiği için de işletmenin piyasa değerini olumlu etkilemektedir.

1.5.2. Hisse senedi olarak kar payı ödemeleri

Bazen firmalar, hissedarlarına kar payı dağıtırken, nakit yerine hisse senedi verirler. Hisse senedi olarak dağıtılan kar payı, özünde dağıtılmamış karlardan sermaye hesabına yapılan bir transferdir. Hisse senedi olarak dağıtılan kar payı, hisse senedinin nominal fiyatında herhangi bir değişiklik yaratmaz, ancak özsermaye bileşiminde değişikliğe neden olur. Kar payı ödemesinin hisse senedi olarak yapılması, firmadan nakit çıkışı gerektirmez. Dolayısıyla oluşan kar hem işletme bünyesinde kalır hem de kar payı olarak dağıtılmış olur.

Kar payı olarak hisse senedi verildiğinde, hissedarlar yalnızca ek bir hisse senedi elde etmektedirler. Hissedarların firmadaki sermayesine katılma oranları nispi anlamda değişmemektedir. Hissedarın hisse senetlerinin piyasa değeri de, diğer şartların sabit kalması durumunda aynı kalmaktadır. Bunun sebebi, hissedarlara, bedelsiz hisse senedi sunulması durumunda, firmanın hisse senetlerinin piyasa fiyatı düşmektedir (Ceylan, 2006: 256).

Sermaye piyasasının daha gelişmiş olduğu ve vergi yönünden özendirici uygulamalar sunan ülkelerde, hisse senedi olarak kar payı dağıtımı, daha sık uygulanmaktadır. İşletmeler açısından bu yolun tercih edilmesinin sebebi, nakdin işletme bünyesinde tutulmak istenmesidir.

Aslında kar paylarının hisse senedi olarak ödenmesi yönteminde ortaklar herhangi bir çıkar sağlamamakla beraber herhangi bir zarara da uğramamaktadırlar. Bunun sebebi ortaklar, hisse senedinin dağıtımından önce daha az, dağıtımından sonra daha çok hisse senedine sahip olmaktadırlar ve buradaki az hisse senedinin değeri ile çok hisse senedinin değeri birbirine eşittir.

Özetle yatırımcının elindeki pastanın dilim sayısı artmış ancak pastanın boyutunda herhangi bir değişiklik olmamıştır (Chambers, 2009: 161).

Hisse senedi sahiplerinin bir kazancı olmamasına rağmen bu yöntemi uygulamasının bazı nedenleri vardır. İşletmeler nakit sıkışıklığı içinde olduğu zamanlar veya ileride likidite sorunu yaşamamak için nakit kar payı dağıtımı yerine hisse senedi ile kar payı dağıtımına gidebilmektedir. Ya da işletmeler nakit sıkıntısı yaşamasalar bile yeni yatırım yapmak istediklerinde, nakit kar payı dağıtımı yapmadıkları için ellerindeki nakdi bu yatırımları karşılamak için kullanabilmektedirler.

Diğer taraftan, işletme yönetimi hisse senetleri sahiplerinin sayısını artırmak isteyebilmektedir. Bilindiği gibi hisse senedi sayısı artınca hisse senedinin fiyatı düşer, piyasada işletmenin hisse senetleri, daha düşük fiyatla işlem görür. Bu yöntemin faydası hisse senedi fiyatının çok fazla artmasını önlemek ve aynı zamanda hisse senedine olan talebi canlı tutma isteğidir.

Bu yöntemin bir başka avantajı ise vergi ile ilgilidir. İşletmeler nakit kar payı dağıtımı yaptıkları zaman ortakların geliri artığı için bir üst dilimden vergilendirirler. Ancak kar payı dağıtımı hisse senedi şeklinde olduğu zaman bu sermaye kazancı

daha az vergilendirilir. Ortakların gelir düzeyi artmadığı için aynı vergi dilimine girerler ve önceki vergi oranından vergilendirilirler. Böylece ortaklar daha az vergi ödemiş olmaktadırlar. Başka bir deyişle bu yöntem, ortaklara vergi avantajı sağlamaktadır.

Kar paylarını hisse senedi olarak dağıtan işletmeler, hissedarlardan yeni bir bedel istemezler. İşletmeler burada hissedarlara ait olan ve işletmenin ödemesi gereken tutarın işletmede kalmasına sebep olarak sermaye artışı yaparlar. Bu yöntemde hissedarlar, bazı riskleri önlemek için parayı nakit olarak elinde tutarlar. Ayrıca nakit gereksinimi durumunda senetleri piyasada nakde dönüştürebilirler. Halka açılmayı düşünen ya da ortaklık yapısında değişiklik yapmayı düşünen işletmeler için de oldukça etkili bir yöntemdir, çünkü bu yöntem işletmenin mülkiyetini tabana yayarak ortak sayısının artmasına sebep olacaktır. Hisse senedin piyasadaki hareketini güçleştirecek durumların en başında, senetlerinin piyasa fiyatının yüksek olması gelir. Bu yöntemde senetlerin nominal değeri, miktar olarak daha çok hisse senedine bölündüğü için senedin piyasa fiyatının çok fazla artması engellenmiş olmaktadır. Dolayısıyla, bu durumda senedi satma arzusu artacak, piyasa canlılık kazanacak ve bunlara ek olarak küçük sermaye sahipleri de bu senetlerden yararlanabilecektir (Sandıkcı, 2014: 18).

1.5.3.Hisse senetlerinin bölünmesi

Hisse senetlerinin bölünmesi ile kar dağıtım yolunda hisse senedinin nominal değeri belli bir oranda azaltılırken hisse senedi sayısı artmaktadır. Bu yöntemde hissedarların sahip oldukları hisse senetleri miktar olarak artarken hisse senetlerinin nominal değeri azalmaktadır. Dolayısıyla ortakların şirketteki payı ve firma değeri değişmemektedir.

Hisse senetlerinin nominal değerinin azaltılması ve hisse senedi sayısının artırılması yoluyla kar dağıtımında genel amaç, piyasa fiyatı çok yükselmiş, el değiştirmesi zorlaşmış hisse senetlerinin piyasa fiyatını indirerek, bu senetlerin alımını ve satımını daha kolay hale getirmektir (İleri, 2016: 12).

Hisse senetlerinin bölünmesi yoluyla kar dağıtımı yönteminde işletmeden herhangi bir nakit çıkışı söz konusu olmamaktadır. Dolayısıyla işletmeler ödeme politikalarında hiçbir değişiklik yapmadan nakitlerini işletmede tutma fırsatına sahip

olmaktadırlar. İşletmeler nakit sıkışıklığı içine düştüklerinde bu yöntemi uygulayabilmektedirler. Yatırımcılar açısından bakıldığında herhangi bir işlem maliyetine katlanmadan ellerindeki senetlerin adedi artmış olmaktadır.

İşletmelerde nakit sıkıntısı yaşanmadığı tam tersi işletmelerin kazançlarında beklenmedik artışların olduğu durumlarda da hisse senetlerinin bölünmesi yöntemi uygulanabilmektedir. Kazançlardaki aşırı artışlar, işletmenin hisse senedi fiyatlarında normalden fazla artışa sebep olarak hisse senetlerinin alım satımında güçlükler yaratabilmektedir. Bu güçlüğü ortadan kaldırmak için işletmeler hisse senetlerinin görünüşteki değerini belirli bir oranda azaltarak hisse senetlerinin sayısını artırabilirler. Böylelikle hisse senedinin fiyatı düşer ve alım satımı kolaylaşır. Ayrıca küçük yatırımcılar da korunmuş olurlar (Chambers, 2009: 162).

Hisse senedi verilerek kar dağıtılması yönteminde hisse senetlerinin nominal fiyatında bir değişiklik söz konusu değildir. Hisse senetlerinin bölünmesi yönteminde ise nominal fiyat düşmektedir. Ayrıca bu yönteme göre hisse senetleri hesabında, ödenmiş sermaye hesabında ve alıkonulan karlar hesabında bir değişiklik olmamaktadır. Bu yöntemdeki değişiklik hisse senedinin nominal değerinde düşüş olması ile miktarında artışın aynı oranda olmasıdır.

Hisse senetlerinin bölünmesi yöntemi ile hisse senedi verilerek kar payı dağıtılması muhasebe açısından farklılık gösterse de mantık olarak birbirine benzemektedir. Her iki yöntemde de ortaklara elindeki her hisse için belirli miktarda yeni hisseler verilmektedir ve işletmenin toplam piyasa değeri ile hisse senedi sahiplerinin getirileri değişmemektedir. İşletmeler nakit sıkışıklığı içinde olduğu dönem veya yatırım yapma arzusu taşıdığı dönem ya da piyasayı canlandırmak istediklerinde bu iki yöntemden birini kullanılabilmektedir. Ancak hisse senedinin bölünmesi yöntemi daha çok işletmenin hisse senetlerinin piyasa fiyatını düşürmek istediği zamanlarda başvurulan bir yöntemdir. Hisse senedinin kar payı olarak ödenmesi yöntemi ise daha çok işletmenin nakit sıkışıklığı olduğu dönemlerde veya yatırım yapma arzusu içinde olduğu dönemlerde uygulanmaktadır.

Özetle hisse senetlerinin bölünmesi yolu ile kar dağıtımı yapılması, ekonominin durgun olduğu dönemlerde piyasayı canlandırmak için bir avantadır. Bölünme yoluyla yapılan kar payı ödemelerinde hisse senedi vererek ödenen kar dağıtım

yöntemine göre daha fazla hisse senedi dağıtımı yapılmaktadır. Böylece işlem hacmi artacak ve hisse senedi daha likit hale gelecektir.

1.5.4. Hisse senetlerinin geri satın alınması

Kar payı ödemesi türlerinden biri de firmaların kendi hisse senetlerini almalarıdır. Bu yöntemde işletmeler, piyasadaki hisse senedi miktarını azaltmak için, kendi hisse senetlerini satın alırlar. Dolayısıyla bunun sonucunda net karda bir artış oluşur ve hisse başına gelir yükselir. Hisse başına gelir artınca da hisse senetlerinin fiyatı artar ve hissedarlar, nakit kar payı almak yerine sermaye kazancı sağlarlar (Aydın, Başar ve Coşkun, 2014: 308).

Bu yöntem işletmelerin ellerinde fazla nakit bulunduğunda ve bu nakdi kullanacak karlı yatırım fırsatları olmadığı dönemlerde uygulama alanı bulmaktadır. İşletmeler kendilerinde var olan ortaklık senetlerini alarak, hisse senedi sayısını azaltırlar, bu senetlerinin fiyatı artınca da ortaklar sermaye kazancı elde etmiş olacaktır. İşletme elindeki fazla nakdi bu şekilde değerlendirince, işletmenin karşısına gelecek dönemde çıkacak olan karlı yatırım fırsatlarını değerlendirmek istediğinde stokladığı hisse senetlerini satarak bunu karşılayabilecektir.

Başka bir deyişle işletmeler geri satın aldıkları hisse senetlerini finansman ihtiyacı olduğu zaman tekrar satışa çıkarmak üzere veya iyi yatırım fırsatları ile karşılaşana kadar saklama imkanı bulmaktadır. Bunun dışında bu yöntem ile yeni hisse senedi ihracı maliyetine katlanmak zorunda kalınmayacaktır. Ayrıca bu yöntem ile kar payı dağıtımında hissedarlara diğer kar payı dağıtım yollarında bulunmayan tercih hakkı sunulmaktadır. Hisse senedinin geri satın alınmasıyla kar payı ödenmesinin en önemli avantalarından biri de hisselerini satmak isteyen hissedarların vergi ödemeleri, nakit kar payı ödemelerindeki gibi gelir vergisi kapsamında değerlendirilmez, sermaye kazancı olarak görülür ve ona göre bir vergilendirilme işlemi yapılır. Kurum kazancının, bireysel kazançtan düşük vergilendirilmesi durumunda daha az vergi ödeme avantajı bulunur. Diğer taraftan hisse senetlerinin geri alınmasını istemeyen hissedarlar ise hisse senedinin fiyat artışından yararlanır (İleri, 2016: 14).

İşletme yöneticileri işletmenin hisse değerinin olması gerekenin altında olduğunu düşünüyorlarsa piyasa değerini artıran bu yöntemi uygulayabilmektedirler. Ayrıca bu yöntem kontrolü elinde tutmak isteyen yöneticiler için oldukça uygun bir yöntemdir.

Türkiye'deki firmaların, kendi ortaklık senedini alarak, dolaylı bir şekilde kar payı dağıtmasına yasal olarak imkan bulunmamaktadır (Büker, Aşıkoğlu ve Sevil, 2014: 339).

1.5.5.Mal olarak kar payı ödemeleri

Uygulamada çok görülmese de stokları elinde fazla olan işletmeler kar payı ödemelerini mal şeklinde yapabilmektedir. Bazı kaynaklarda mal olarak kar dağıtımı, ayni kar payı şeklinde geçmektedir. Mal olarak kar payı dağıtımından kasıt yine karın nakit olarak değil, nakde eşdeğer bir mal olarak dağıtılmasıdır.

Şirketde hem hissedar hem de bayi sahibi olan firmalar, mal olarak kar payı dağıtabilmektedirler. Bu şekilde yapılan kar payı dağıtımına, meyve suyu firmaları ile halı firmaları örnek gösterilebilir (Ceylan, 2006: 257).

1.5.6. Kar payı olarak intifa senedi verilmesi

Bu yöntem de az uygulanan bir yöntemdir. Bazen, firmalar, hissedarlarına kar payı olarak intifa senedi verebilmektedir.

İntifa senetleri, sahibine sadece malvarlıksal haklar sağlayan ve hisse senetlerinden farklı olarak herhangi bir payı temsil etmeyen kıymetli evrak niteliğindeki senetlerdir. Bu durum, intifa senetlerinin hükümlerini düzenleyen, 6102 sayılı Türk Ticaret Kanunu ("TTK") md. 503'ten anlaşılmaktadır (Erdem, 2012).

1.5.7. Melez kar payı dağıtımı

Melez kar payı dağıtımı yönteminde ortaklara hem hisse senedi hem de nakit olarak kar payı dağıtılmaktadır. Yasal olarak hisse senedi ve nakit payların dağılım oranları belirlenmemiştir. Dolayısıyla bu oran kar payı dağıtımını yapacak olan firmanın inisiyatifindedir.

Bu yöntem işletmeler tarafından çok uygulanmasa da, yöneticiler için avantajlı bir yöntemdir. İşletme nakit sıkıntısı yaşadığı dönemlerde kar dağıtımını yaparken yüksek oranda hisse senedi dağıtımı, az oranda nakit dağıtımı yapabilecektir. Ya da

tam tersi işletmenin elinde nakit fazlası olduğunda ve bunu değerlendireceği bir yatırımı olmadığında bu sefer de nakit kar dağıtım oranını arttırıp hisse olarak kar dağıtım oranını düşürebilecektir.

II. BÖLÜM

KAR DAĞITIM POLİTİKASINA İLİŞKİN TEORİLER VE ÜLKEMİZDEKİ UYGULAMALARI

Çalışmamızın ikinci bölümünde, kar dağıtım politikası teorileri açıklanmıştır. Kar dağıtım kararlarının firma değerini etkilediği, etkilemediği ya da verginin kar dağıtımı üzerinde etkili olduğunu savunan görüşlere yer verilmiştir. Bu teoriler, araştırılan konu ile yakından ilgili olduğu için çalışmada faydalı olacağı düşünülmüştür. Bazı düşünceler, belli varsayımlar altında ortaya atılmıştır. Çalışmamızla aynı ve farklı çizgide olan düşünceler açıklanmıştır ve günümüzle kıyaslanmıştır. Ayrıca, Türkiye'de kar dağıtımının nasıl yapıldığı, hangi mevzuat hükümlerine göre, ne şekilde, hangi tablolarla faaliyet gösterildiği açıklanmıştır. Bu bölümde, son olarak, ülkemizdeki işletmelerde uygulanan vergilerden bahsedilmiş ve bunun kar dağıtımına etkisi anlatılmıştır. Konumuz ile ilgili yaklaşımlar ve Türkiye'de uygulanan kar dağımı ve vergi uygulamaları, yapılan çalışmanın teorik aşamalarını görmemiz açısından faydalı olacaktır.

2.1. Kar Dağıtım Politikasına İlişkin Teoriler

Finans dünyasında kar payı politikalarının piyasa değerini etkileyip etkilemediği, eğer etkiliyorsa nasıl etkilediği konusu tartışmalıdır. Yatırım, finansman ve kar payı kararlarına göre, işletmelerin hisse kapanış fiyatı farklı değerler almaktadır. Bu konuda temel olarak üç yaklaşım bulunmaktadır. Ortaya atılan ilk görüş, Merton Miller ve Franco Modigliani'nin geliştirdiği, kar payı dağıtımının, piyasa değerini etkilemediği görüşüdür. Bir diğer yaklaşım, MM'in tam tersini savunan Myron Gordon ve John Lintner'in geliştirdiği, işletmenin kar payı politikasının, piyasa değerini etkilediğini savunan görüştür. Ayrıca, Litzenberger Ramaswamy'nin geliştirdiği bir model olan ve kar payı politikasının etkisine vergilendirme tarafından bakan bir görüş de mevcuttur (www.journal.mufad.org).

2.1.1. Modigliani-Miller Kar Payı İlgisizliği Teorisi

Merton Miller ve Franco Modigliani tarafından savunulan bu teoriye göre, kar payı dağıtımı firmanın hisse senetlerinin fiyatı veya firmanın sermaye maliyeti üzerinde etkili değildir ayrıca yatırımcılar kar dağıtımı ve sermaye kazancı konusunda duyarsızdır. Bu yaklaşıma göre işletmenin piyasa değerini belirleyen 2 faktör vardır.

Birincisi firmanın kazanç elde etme gücü ikinci ise işletme riskidir. Firma değeri, firmanın varlıklarının elde ettiği kazançla belirlenir ve gelirin kar payları ya da alıkonulan karlar arasında dağılımı firma değerini etkilemez (Chambers, 2009: 150).

Kar payı ilgisizliği önermesi, kar payı kararlarının, firmanın hisse senetlerinin piyasa fiyatının üzerine etkili olmadığını savunmaktadır. Bu görüşü MM, 1961'de "Kar Dağıtım Politikası, Büyüme ve Hisse Senetlerinin Değerlemesi" isimli makalelerinde savunmuşlardır. Fakat kar payı politikasının firma değerini etkilememesi için, rasyonel davranışlar, tam belirlilik ve etkin piyasa gibi bazı varsayımlar üzerinden hareket etmişlerdir. Etkin piyasada, girişimciler için transfer vergisi ya da aracı ücreti gibi işlem maliyetleri yoktur. Bunlara ek olarak dağıtılan ve dağıtılmamış kar payı ile sermaye kazançları üzerinden vergi alınmadığı için kar payı dağıtımında verginin herhangi bir etkisi olmamaktadır. Rasyonel davranış ise bireylerin, her zaman daha fazla refahı seçtikleri, buna göre ellerinde nakit veya senet olmasıyla çok ilgilenmediği anlamına gelmektedir. Tam belirlilik kavramı ise yatırımcıların, firmanın ilerideki karlılığı ile ilgili, tam güvenini izah eder. Bu durumda borçlanma senedi ile ortaklık senedi arasındaki ayrım gereksizdir. MM'nin makalesinde ortak düşünce, bir işletmenin temettü politikası, o andaki hisse senetlerinin bugünkü fiyatını da sermaye sahiplerinin sağlayacağı toplam getiriyi de etkilemeyecektir (aktaran Pekkaya, ss.185).

Bu yaklaşımın belli varsayımları vardır. Vergi ödenmez. Bütün yönetim ve yatırım isteği içinde olanlar, işletme ile ilgili her türlü bilgiye hakimdir. İşlem maliyeti bulunmaz, yatırımcılar finansal varlıkların alım satımında işlem gideri ödemezler. Borç kullanmanın, sermaye maliyeti üzerinde herhangi bir etkisi bulunmaz. İşletmenin kar payı politikası ve yatırım politikası birbirinden bağımsız olarak düşünülür (Poyraz, 2013: 425).

Modigliani ve Miller bu varsayımların gerçekçi olmadığı konusunda eleştirilmiş ve bu eleştirilere karşılık olarak, ekonomik teorilerin çoğunun bazı varsayımlara dayandığını belirtmişlerdir (Chambers, 2009: 151).

Modigliani ve Miller'e göre bazı yatırımcılar yakın zamanda nakit elde etmek isteğiyle kar paylarının dağıtılmasını isterken bazıları daha uzun gelecekte, hisse senetlerinin değer artışından kazanç sağlamayı isterler. Firma kar dağıtım politikasını

yatırımcıların isteği gibi şekillendirmek durumunda kalabilir. Eğer firma kazançlarını kar payı olarak dağıtırsa, kısa sürede nakit getiri sağlamak isteyen hisse senedi sahiplerinin isteğini yerine getirmiş olacaktır. Diğer taraftan firma kazançlarını firmada bırakırsa, hisse senedi sahiplerinin firmadaki yatırımları büyüyecek, firma yeni yatırım fırsatları yakalamış olacak ve firmanın hisse senetlerinin değeri artacaktır. Böylelikle gelecek zamanda getiri sağlamak isteyen hisse senedi sahiplerinin isteği karşılanmış olur. Kar paylarını nakit olarak alan hisse senedi sahipleri arzu ederlerse nakit kar paylarını aldıktan sonra bu para ile daha fazla hisse senedi alıp firmada yeniden yatırım yapabilirler. Benzer bir şekilde kar paylarını almayıp firmada bırakan hisse senedi sahipleri şimdiki getiriyi elde edebilmek için hisse senetlerini satabilirler.

Özet olarak, Modigliani ve Miller'e göre eğer bir firma hisse senedi sahiplerinin kar payı beklentilerine karşılık, elde ettiği kazançları firmada tutarak yatırımlarda kullanmaya karar vermişse, nakit kar payı isteyen hisse senedi sahipleri, hisse senetlerini satabilir ve nakit getiri elde edebilirler. Aynı şekilde kar paylarını alan hisse senedi sahipleri, kar paylarının firma tarafından yeni yatırımlarda kullanılmasını tercih ettiklerinde yeniden firmanın hisse senetlerini satın alırlar. Böylelikle hisse senedi sahipleri firmanın kar dağıtım politikasından bağımsız olarak kendi tercihleri doğrultusunda nakit akımlarını yönlendirebilirler. Sonuç olarak yatırımcılar kar payı dağıtım politikasından etkilenmez. Yatırımcılar elde ettikleri kar payları ile yeniden hisse senedi alarak firmadaki yatırımlarını artırabilir ya da sahip oldukları hisse senetlerini satabilirler. Bu yüzden firma değeri de hisse senedi sahiplerinin refahı da firmanın kar dağıtım politikasından etkilenmemektedir. Uzun dönemde firmanın nakit akışında yatırımcılara yönelik risk, kar paylarının ödeme politikasından değil işletmenin faaliyetinden doğabilecek risklerden kaynaklanabilmektedir (Chambers, 2009: 152).

MM'ye göre firma değerini belirleyen unsur, risk ve firmanın kazanç gücüdür. Bu yüzden firma değeri sadece yatırım politikasına bağlı olmaktadır (www.journal.mufad.org).

Miller ve Modigliani bazı varsayımlara göre kar dağıtım politikalarının firmanın piyasa değerini etkilemeyeceğini savunur. Ancak bahsedilen varsayımların gerçek

hayatta geçerliliği yoktur. Yöneticiler ve yatırımcılar bazen vergi avantajı sağlamak için bazen işlem maliyetine katlanmamak için kar dağıtım kararlarına yön verebilirler. Ancak, Miller ve Modigliani vergi ve işlem maliyetlerinin olmadığını varsayarak bu teoriyi geliştirmişlerdir. Ayrıca sermaye maliyeti üzerinde borç kullanmanın maliyeti olmadığı varsayımı ekonomik anlamda gerçekçi değildir. Firmalar maliyetlerini karşılamak ve işlerin yürütülebilmesi için iki kaynak kullanmaktadırlar. Bunlardan biri özkaynak bir diğeri de yabancı kaynaktır. Dışarıdan borçlanmanın hem işlem maliyeti hem de vadesine bağlı olarak katlanılan bir faiz yükü vardır. Dolayısıyla borçlanmanın maliyetine katlanmak istemeyen firmalar kar dağıtmayıp öz sermayeyi bunun için kullanabilmektedir. Miller ve Modigliani bu durumun olmadığı varsayımından hareket etmişlerdir.

Modigliani ve Miller bahsedilen varsayımları dikkate alarak kar dağıtım politikalarının firma değerini etkilemediğini savunmuşlardır. Ancak varsayımları bu sürecin dışında tutarsak yapılan birçok araştırma ve analizde ortaya çıkan sonuç kar dağıtım politikasının firma değerinin etkilediği yönündedir.

2.1.2. Gordon Lintner'in Eldeki Kuş Teorisi

John Lintner'ın 1962'de yayınlanan "Kar Payı, Kazanç Kaldıracı, Hisse Fiyatları ve İşletmelere Sermaye Sağlama" ve Myron Gordon'un 1963'de yayınlanan "Optimum Yatırım ve Finansman Politikası" adlı makalelerinde MM'nin aksine kar payı politikalarının firma değeri üzerine etkili olduğunu ileri sürmüşlerdir. Gordon ve Lintner, kar payı ödemelerindeki azalışa bağlı olarak sermaye maliyetinin de azaldığını ifade etmişlerdir. Bu görüşe göre, sermaye sahipleri, sermaye kazancını kar payı gelirine göre daha riskli buldukları için, kar payı getirisi için eldeki kuş, sermaye kazancı için de daldaki kuş benzetmesini yapmışlardır. Bu görüşe göre, işletme, kar payı dağıtmayıp karı işletmede bırakırsa, kazanç sağlanması için geçen süre uzar ve sermaye sahiplerinin beklenen getirileri diğer bir deyişle öz sermaye maliyeti artar. Ortakların beklenen getirisinin artması, hisse senedi fiyatlarının düşmesine sebep olur. Dolayısıyla, yüksek orandaki kar payı dağıtımı, öz sermaye maliyetini düşüreceği için önerilmektedir (Pekkaya, 2006: 192).

Gordon yaklaşımında da kar payı dağıtma politikasının firma değeri üzerine etkisini ortaya koyarken, modelin dayandığı bazı varsayımlar vardır. Modele göre,

borçlanma ve sermaye artırımı ile ek finansman olanağı yoktur. İşletmelerin yatırımlarında kullanacağı fonların tek kaynağı dağıtılmayan karlardır. İç verimlilik oranı (r) sabittir. İşletmenin faaliyet süresi sonsuzdur. Vergiler ihmal edilmektedir. Dağıtılacak karın net kar oranı sabittir. Bu varsayımlara göre, firmanın yatırımlarından elde ettiği getiri oranı, gelecekte ödenmesi beklenen kar paylarının iskonto edilmesinde kullanılan sermaye maliyetinden büyükse ($r > k$), firma değerini yükseltmek için, elde edilen kazancın firmada tutularak yatırıma dönüştürülmesi en mantıklı yoldur. Büyüme firmaları, growthfirms, olarak adlandırılan bu firmalarda, kar payı dağıtım oranı oldukça düşük olmasına rağmen, ileriki dönemlerde daha fazla kar payı beklendiği için fiyat/kazanç oranı yüksek olmaktadır (Demir, 2001: 55-71).

MM'nin, kar dağıtım politikasının sermayenin beklenen getirisini başka bir deyişle sermaye maliyetini etkilemediği yönündeki düşünceleri finans dünyasında önemli tartışmalara sebep olmuştur. Myron Gordon ve John Lintner, kar payı ödemeleri arttığında sermaye maliyetinin düşeceğini savunmuşlardır. Bunun gerekçesi olarak, yatırımcıların alacakları kar payı ödemelerine kıyasla, alıkonulan karlar sonucunda elde edebilecekleri sermaye kazançlarına güvenemediklerini ifade etmişlerdir. Sermaye kazancı hisse senedinin değer kazanması nedeniyle elde edilen kazançtır (Chambers, 2009: 152).

M.J. Gordon tarafından geliştirilmiş olan kar payı yaklaşımı, bir işletmenin hisse senedinin gerçek değerini, ileride hissedarlara dağıtılacağı düşünülen kar paylarının bugünkü toplamları şeklinde ifade edilmektedir. Gordon'a göre dağıtılan kar payları nakittir ve yatırımcı için, yatırımın faydalı ömrü boyunca nasıl bir gelişme göstereceği bilinmeyen sermaye kazancından daha güvenlidir (Demir, 2001: 55-71).

Gordon ve Lintner'e göre yatırımcılar için beklenen kar paylarından elde edecekleri getiri beklenen sermaye kazançlarından elde edecekleri getiriye göre daha tatmin edici ve daha yüksek değerdedir. Çünkü kar payı ödemelerinden elde edilen getiri, sermayenin toplam beklenen getirisindeki (sermaye kaybındaki) büyüme oranından daha risksizdir. Ayrıca, yatırımcılar sermaye kazancı elde etmek için hisse senetlerini satmak istediklerinde satım sırasında bazı giderlere katlanmak mecburiyetinde kalacaklardır. Gordon ve Lintner'in bu görüşleri "eldeki kuş teorisi" olarak adlandırılır. Bunun nedeni yatırımcıların, eldeki kuş olarak nitelendirilen, yakın

gelecekte elde edecekleri kar paylarını tercih etmelerindendir. Kar payları eldeki nakit, sermaye kazançları ise çalılar içinde yer alan bir belirsizliktir (Chambers, 2009: 152-153).

Bu yaklaşıma göre yatırımcılar, eşit tutarlarda olmak şartıyla, elde edecekleri sermaye kazançlarının yerine kar payı almayı seçerler. Bunun sebebi, sermaye kazancı ileride, kar payı ise, bugünden elde edilmektedir. Ayrıca sermaye kazançları, kar paylarına göre daha çok risk taşır (Poyraz, 2013: 426).

Gordon ve Lintner kar dağıtım kararlarının hisse senedinin piyasa fiyatını etkileyeceğini iddia eder. Bu yaklaşıma göre kar payı dağıtılması kararı kar payının şirkette bırakılması kararına kıyasla piyasa değerini olumlu etkiler. Yatırımcılar sermaye kazancını riskli görür ve bu yüzden oluşan karın dağıtılmasını tercih ederler. Onlara göre eldeki nakit, gelecekte belirsiz gördükleri sermaye kazancına göre her zaman daha avantajlıdır. Uygulanan politika sonucu elde edilen kazanç aynı olacaksa bile sermaye kazancını kar payına tercih ederler. Çünkü eldeki kuş olarak nitelendirdikleri kar payı, daldaki kuş olarak nitelendirdikleri sermaye kazancına göre daha somut, daha risksiz ve daha ulaşılabilirdir.

Yapılan araştırmalar da yüksek oranda ve düzenli yapılan kar payı ödemelerinin firmanın piyasa değerini artığı yönündedir.

2.1.3. Vergi Önceliği Teorisi

Vergi ödemeleri nedeniyle yatırımcılar, düşük kar paylarını yüksek kar paylarına tercih edebilirler. Bunun iki temel nedeni vardır. Birinci neden, kar paylarının sermaye kazançlarına göre daha yüksek oranda vergilendirilmesidir. Böyle bir durumda, özellikle firmanın hisse senetlerinin çoğuna sahip olan ve yüksek kar payı alabilecek yatırımcılar, karların dağıtılması yerine firmada alıkonup yeni yatırımlarda kullanılarak getiri sağlanmasını tercih edebilmektedirler. Böyle bir yol izlendiğinde, firmanın kazancındaki artış hisse senetleri fiyatlarında artış yaratacak ve yüksek oranda vergi ödemeyi gerektiren kar payları yerine, düşük vergi ödemeli sermaye kazançları söz konusu olacaktır. İkinci neden, hisse senedi satılana kadar kazanç üzerinden vergi ödenmemesidir. Hisse senedi ileriki bir tarihte satıldığında paranın zaman değerinin etkisi sebebiyle, gelecekte ödenecek verginin parasal değeri, bugün

ödenecek verginin parasal değerine göre daha düşük olacaktır (Chambers, 2009: 153).

Kar paylarının sermaye kazançlarına göre daha yüksek oranda vergilendirildiği ortamlarda, hisse senedi yatırımcıları şirket karlarının dağıtılması yerine firmada bırakılıp yeni yatırım alanlarında kullanılmasını ve bunun sonucunda oluşacak sermaye kazancından yararlanmak isterler. Sermaye kazancının hisse senetleri satılıncaya kadar vergilendirilmemesi ortaklara önemli bir avantaj sağlamaktadır (Poyraz, 2013: 427).

Vergi avantajları nedeniyle, yatırımcılar kazançlarının önemli bir bölümünün firmada bırakılmasını isteyebilmektedir. Böyle bir durumda yatırımcılar, düşük kar payı ödeyen firmaları yüksek kar payı ödeyen firmalara tercih edebilmektedir (Chambers, 2009: 153).

Bireyler ve firmalar geçmiş yıllardan beri vergi avantajı sağlamaya çalışmışlardır. Sermaye kazancı ve kar payının farklı oranlarda ve farklı şekillerde vergilendirilmesi yatırımcıları seçimleri konusunda etkilemektedir. Yatırımcı alacağı yüksek oranda kar payının gelir vergisi ile bir kısmının devlete aktarılacağını bilir. Bu yüzden karı daha düşük oranda alıp kalan kısmı firmada bırakmayı tercih edecektir. Firmada bırakılan kaynak ile yeni yatırımlar yapılır ve firma değeri artar.

2.1.4. Kalan Kar Payları Teorisi

Firmaların her dönem elde ettikleri kazançları firmanın bünyesinde tutmak ya da bu kazançların bir kısmını veya tamamını kar payı olarak dağıtmak konusunda karar vermeleri gerekir. Bir yatırım projesi söz konusu olduğunda, karların firmada bırakılarak öz sermayeyi artırıp projenin finansmanını desteklemesi gerekir. Eğer projenin finansmanı sağlandıktan sonra firmada bırakılan karlardan kalan olursa, hisse senedi sahiplerine kar payı olarak dağıtılmaktadır. Alıkonulan karlardan geriye hiçbir şey kalmazsa kar dağıtımı yapılmayacaktır (Higson, 1992'den aktaran Chambers).

Bu yaklaşıma göre, işletme, kar dağıtmayıp yatırımlarında kullanmaya karar verdiği zaman, karların dağıtılması sonucunda yatırımcının elde edeceği getiriden daha fazla getiri sağlanması gerekir (Poyraz, 2013: 428).

Eğer firma katı bir politikayla kalan kar payları teorisini uygularsa, dağıtılacak kar payları firmanın yatırım planı ve faaliyetinin bir sonucu olarak zaman zaman değişikliklere uğrar. Firma yatırım yaptığında kar payı ödemeleri büyük bir ihtimalle sıfır olur. Eğer firma karlı bir yatırım olanağı bulamamışsa kar dağıtım oranı % 100 olur. Bu iki farklı durumda kar payları sıfırla bir arasında değişir (Chambers, 2009: 156).

Kalan kar payları teorisi yatırımcılar açısından düşünüldüğünde, eğer firmanın karları alıkoyarak yeni yatırımlarda kullanması sonucunda elde edeceği getiri, karların dağıtılması sonucunda yatırımcının elde edeceği getiriden fazla ise yatırımcı karların alıkonulmasını tercih eder. Vergi ve işlem maliyetlerinin yüksek olduğu durumlarda firmanın kısa dönemde daha istikrarlı bir kar payı dağıtım politikası, uzun dönemde de kalan kar paylarını yöntemini uygulaması doğru olur (Chambers, 2009: 156).

2.1.5. Kar Paylarının İşaret Verme Teorisi

Bu yaklaşıma göre, işletmelerin kar paylarındaki değişimler, firmanın gelecekteki durumu hakkında piyasaya bilgi verir. Sermaye piyasasının etkin olmadığı ortamlarda asimetrik bilgi sisteminin yarattığı bir dezenformasyon durumu hakim olur. İşletmenin geleceği hakkında yatırımcılar ve işletme yöneticileri farklı bilgilere sahipse o sermaye piyasasında simetrik bilgi sistemi yoktur. Böyle bir ortamda kar paylarının işaret verme teorisi devreye girer (Poyraz, 2013: 428).

Piyasada yer alan kişi ve kuruluşların firma hakkında aynı bilgiye sahip oldukları ve bu bilgiyi edinmek için zaman ve parasal açıdan hiçbir masrafa katlanmadıkları görüşünün gerçek yaşamda uygulanabilir olması oldukça zordur. Yatırımcılar ve firma yöneticileri firmanın gelecekteki nakit akışları konusunda farklı bilgilere sahiplerdir. Aynı konu hakkında iki tarafın değişik bilgilere sahip olması ve bu bilgilerin farklı değerlerde bulunması durumunda, taraflar asimetrik bilgiye sahiplerdir. Örneğin, firma yöneticileri üretim, satış, yatırım politikası ve nakit akışı gibi konularda sıradan yatırımcılara göre daha fazla bilgiye sahiplerdir (Lasfer, 1997, s.65; Aktaran: Chambers, 2009, s. 156).

Kar payının bilgi içerdiği düşüncesi ilk olarak Lintner (1956) ve sonrasında Miller ve Modigliani (1961) tarafından iddia edilmiştir. Sonrasında Bhattacharya (1979), John

ve Williams (1985) ve Miller ve Rock (1985) tarafından "sinyal teorisi" olarak isimlendirilmiştir. İşletmelerin kar payı davranışları hakkında, farklı çalışmalarda, farklı düşünceler ortaya çıkmıştır. Bunların içindeki en belirgin düşüncelerden biri de sinyal teorisi yaklaşımıdır (Li ve Zhao, 2008, 673; Aktaran: Kılıç, Boğan ve Özbezek, 2016, 1133).

Sinyal teorisi, kar payındaki değişimlerin, işletmelerin ilerideki kazançları ile ilgili bilgi içerdiğini savunur. Bu düşünceye göre, işletmelerin kar payı ödemelerinde herhangi bir farklılık olması durumunda bu değişiklik işletmenin ilerideki kazançları ile ilgili bilgi sağlamaktadır. İdareciler, işletmenin ilerideki nakit akımları ve karlılığı ile ilgili, yatırım yapmak isteyen bireyleri bilgilendirmek için kar payı ödemelerini bir araç olarak kullanırlar. İşletmelerde dağıtılan kar payları, cari dönemde ve ilerideki kazançlar ile ilgili güvenilir bilgi kaynaklarını oluşturur. Bunun sebebi, mükemmel olmayan piyasalarda, işletmelerin finansal yapıları ile ilgili yatırımcılar ile yöneticiler arasında bir bilgi asimetrisi sorunu olmasıdır. İşletmenin dağıttığı yüksek tutarlı kar payları, yatırım isteği içinde olan bireyler tarafından, ilerideki kazançların bir işareti olarak algılanır. Böyle bir durum, işletmenin hisse senedi fiyatlarının piyasada yükselmesine sebep olur (Kılıç, Boğan ve Özbezek, 2016: 1133).

2.2.Türkiye'de Uygulanan Kar Dağıtımı ve Vergi Ugulamaları

TTK'ye göre kurulan şirketler şahıs şirketleri ve sermaye şirketleri olarak ikiye ayrılmaktadır. Kollektif ve adi komandit şirketler, şahıs şirketi iken anonim ve limited şirketler, sermaye şirketleridir. Ayrıca Borçlar Kanunu'na göre kurulan adi ortaklıklarda şahıs şirketleridir. Kooperatifler Kanunu'na göre kurulan kooperatifler, sermaye şirketleri arasında kabul edilmektedir. İşletmelerin niteliğine göre dağıtılan karın vergilemesi farklılık göstermektedir.

2.2.1. Şahıs şirketlerinde kar dağıtımı

Kolektif, adi komandit şirketlerin ve adi ortaklıkların, gelir ve kurumlar vergisi mükellefiyeti bulunmamaktadır. Sadece KDV mükellefi olmaktadırlar. Ayrıca vergi stopajı yapma ödevleri bulunmaktadır.

Gelir veya kurumlar vergisi mükellefiyetleri olmadığından bunlarca elde edilen ticari, zirai veya mesleki kazançlar ortaklarca yıllık gelir veya kurumlar vergisi

beyannameleri ve geçici vergi beyannameleri ile özel bir kar dağıtım kararına gerek olmadan beyan edilir ve vergiler beyan eden ortaklarca ödenmektedir. Ayrıca yedek akçe ayırma zorunluluğu da bulunmamaktadır (Şafak, M, Şirketlerde Kar Dağıtım Politikası ve Vergi Uygulaması).

2.2.2. Sermaye şirketlerinde kar dağıtımı ve vergi kesintisi

Bir hesap dönemi içinde sağlanan kazanç, sermaye şirketlerinde kurumlar vergisine tabidir. Kurumlar vergisi ödendikten sonra kalan safi kardan varsa geçmiş yıl zararları mahsup edildikten sonra kalan kısım şirket genel kurulu kararıyla dağıtılmaktadır. Limited şirketlerde ise ortaklar kurulu kararıyla dağıtılmaktadır. Dağıtım kararı; karın, kanuni yedek akçelerden başka olağanüstü yedek akçe ayrılması, sermayeye eklenmesi, ortaklara dağıtılması ya da hiç dağıtılmaması şeklinde olabilmektedir.

Genellikle, genel kurul tarafından dönem karının dağıtılmaması yönünde karar alınırsa, bir vergi kesintisi söz konusu olmamaktadır. Ancak kar dağıtılırsa, vergilendirme durumu olacaktır. Genelde karın sermayeye eklenmesi durumunda, vergi kesintisi oluşmamaktadır. Ancak bazı istisnai durumlarda, vergileme, gerekli olabilmektedir.

2.3. Kar Dağıtım Tablosu

Ülkemizdeki işletmelerin kar dağıtımı halka açık ve halka kapalı işletmeler olarak iki şekilde değerlendirilmektedir. Halka açık anonim şirketler TTK yanında SPK hükümlerine de tabidir. Halka kapalı şirketlerse, sermayesi halka açılmamış ve TTK hükümlerine göre düzenlenen işletmelerdir. Bu şirketlerin tabi oldukları kanunlar farklı olduğu için hazırladıkları kar dağıtım tabloları da farklılık göstermektedir.

Kar dağıtım tablosu, firmada oluşan karın nasıl dağıtılacağını gösteren bir çizelgedir. Tablo, sermayenin netleştirilmesi ile ilgili kayıtlar ile hesaplanan vergi ve diğer yasal yükümlülükleri içermektedir. Şirket ana sözleşmesi ve şirket genel kurulunda alınan karara bağlı olarak, kar dağıtım tablosunun diğer hesaplamaları belirlenerek hazırlanmaktadır (Sandıkcı, 2014: 24).

Kar dağıtım tablosu dört unsurdan oluşmaktadır. Bunlar; dönem karının dağıtımı, yedeklerin dağıtımı, hisse başına kar ve hisse başına kar payıdır.

2.3.1. Dönem karının dağıtımı

Firmanın bir dönemde sağladığı ticari bilanço karının TTK ve TMS'ye göre dağıtılması, belli bir plana göre yapılmaktadır. Bu düzenlemeler, tabloların tek biçimde gösterilmesi için yapılmıştır. Tabloların tek bir biçimde yapılmış olması işletmelerin birbiri ile karşılaştırılırken sağlıklı analizler yapılmasına yardımcı olmaktadır.

Dönem karı, işletmenin çeşitli çalışmalarının sonunda ortaya çıkan, vergi ve yasal yükümlülüklerden önceki kara, dönem karı, başka bir deyişle ticari kar denir. Ödenecek vergi ve yasal yükümlülükler, dönem karı üzerinden hesaplanacak olan kurumlar vergisidir. Bahsedilen yasal yükümlülükler, dönem karı üzerinden olmayan, vergi kanunlarına göre tespit olunan mali kar üzerinden hesaplanır.

Geçmiş dönem zararları, geçen dönemlerde biriken ticari zararları ifade eder.

Birinci tertip yasal yedek akçe, dönem karının işletme içinde tutulan kısmı yedek akçe ismini almaktadır. Yedek akçe, hissedarlara dağıtılmamış ve bazı amaçlarla işletmenin safi karından ayrılmış karları ifade eder. Kanuni yedek akçe, YTTK'nun 519. maddesinde düzenlenmiştir. Bu hüküm, yıllık karın yüzde beşi ödenmiş sermayenin yüzde yirmisine ulaşıncaya kadar yasal yedek akçe ayrımının yapılması gerektiği anlatmıştır (Yeni Türk Ticaret Kanunu: Madde:519).

İşletmede bırakılması ve tasarrufu zorunlu olan fonlar, işletmenin mali yapısını güçlendirmek için oluşturduğu, dönem karından işletmede bırakılacak ihtiyat ve karşılıklar ile finansman fonu, iştirak hisseleri, gayrimenkul maliyet artış fonu ve yenileme fonu gibi kaynaklardır (Sandıkcı, 2014: 25).

Ortaklara birinci temettü, Yeni Türk Ticaret Kanunu'nun 509. md. 2. fıkrasında kar payı ancak dönem karından ve serbest yedek akçelerden dağıtılabilir hükmü yer almaktadır. Dolayısıyla karın dağıtılıp dağıtılmamasını ya da bu durumun sözleşmede olup olmamasını genel kurulun tercihine bırakılmaktadır (Yeni Türk Ticaret Kanunu, Madde: 509). Ancak SPK'ya tabi işletmelerde dağıtılacak birinci temettü, ara dönem karından kanunlara ve esas sözleşmeye göre ayrılması gereken yedek akçeler ile vergi, fon ve mali karşılıklar ve varsa geçmiş yıl zararlarının tamamı düşüldükten sonrakalan kısmın yarısını geçemez. Ek olarak, SPK'ya göre kar

payı ödemesi için şirketin 3, 6, 9 aylık ara dönem finansal tablolarında kar etmiş olması gereklidir (Yeni Sermaye Piyasası Kanunu, Madde: 20).

Personele temettü, Yeni Türk Ticaret Kanunu'nun 523. madde 3 nolu bendinde işletmelerin esas sözleşmede bulunmasa da genel kurul kararıyla işletmenin işçileri, yardımsandıkları ve diğer yardım örgütlerinin kurulması ve bunların sürdürülebilmesi için kar payı ödenebileceğini belirtmiştir (Yeni Türk Ticaret Kanunu, Madde: 523).

Yönetim kuruluna temettü, YTTK'nin 511. maddesine göre yönetim kurulu üyelerine kazanç payları, yalnızca net kardan ve sadece yasal yedek akçe için belli bir ayrım yapıldıktan ve hisse sahiplerine ödenmiş sermayenin yüzde beşi veya esas sözleşmede öngörülen daha yüksek bir oranda kar payı dağıtıldıktan sonra verilebilecektir.

Ortaklara ikinci temettü, genel kurul kararı ile ortaklara dağıtılması kararlaştırılan ikinci kar payını ifade eder. Birinci temettü dağıtılması zorunlu temel kar payını göstermektedir. Ancak ikinci temettünün dağıtılması esas sözleşme hükümlerine, kanuna ve özellikle genel kurul kararına bağlı olmaktadır (Yeni Türk Ticaret Kanunu, Madde: 511).

İkinci tertip yasal yedek akçe, YTTK 519. maddesine göre, hissedarlara yüzde beş oranında birinci temettü ayrıldıktan sonra kalan karı, hisse sahipleri ile kara iştirak eden diğer kişilere dağıtılmasına karar verilmişse, dağıtılması kararlaştırılan kısmın yüzde onu ikinci tertip yasal yedek akçe ayrılması gerekmektedir. Bu yüzden, yüzde beş oranındaki birinci temettü, ikinci tertip yedek akçenin matrahında yer almaz.

Statü yedekleri, esas sözleşmeye göre ayrılması gereken yedek akçeleri ifade eder. İşletmeler dağıtılabilecek karın hepsini hissedarlara dağıtılabilirler ya da hepsini dağıtmayıp otofinansman yapabilirler. Bu çerçevede, yasal yedekler dışında genel kurul kararı ile firmada bırakılan karlar, statü ve ihtiyari yedek akçeler olarak nitelendirilmektedir (Sandıkcı: 2014: 27).

Olağanüstü yedekler, isminden de anlaşılacağı gibi olağandışı hallerde kullanmak için ayrılan yedek akçeleri ya da önceki dönemlerde olan ve dağıtımı yapılmayarak işletmede alıkonulan karları ifade etmektedir.

Özel fonlar, farklı mevzuat hükümlere göre kardan ayrılarak işletmede alıkonulması zorunlu olan fonlar ile özel amaçlar için ayrılmış diğer fonları ifade etmektedir (Yeni Türk Ticaret Kanunu, Madde: 519).

2.3.2. Yedeklerin dağıtımı

Dağıtılan yedekler, dağıtılmasına karar verilen yedekler ve geçmiş yıl karları tablonun bu kısmında yer almaktadır. İkinci tertip yasal yedekler, ortaklara pay, personele pay ve yönetim kuruluna pay da bu kısımda yer alır.

2.3.3. Hisse başına kar

Dağıtılacak kardan hisse başına düşen pay, bu kısımda yer almaktadır. Hisse sahiplerine henüz dağıtılmamış, fakat dağıtılacak kar hacmini göstermek bakımından önem arz eden bir bölümdür. Hisse başına kar dağıtılabilir karın hisse senedi sayısına bölünmesiyle bulunmaktadır.

2.3.4. Hisse başına kar payı

Hissedarlara dağıtılmasına karar verilen brüt kar payından, hisse senedi sahiplerine düşecek payı ifade etmektedir. Bunun asıl amacı, pay başına kar dağıtım potansiyelini belirlemek değil, pay başına fiili olarak gerçekleşen kar payı dağıtımını belirleyebilmektir. Hisse senedi başına kar payı, hissedarlara fiilen dağıtılmış kar payı toplamı hisse senedi sayısına bölünerek bulunmaktadır.

III. BÖLÜM

TÜRKİYE'DE MENKUL KIYMETLER BORSASI: BORSA İSTANBUL

Yapılan çalışmada, kar payı politikasının hissedar üzerine etkisi araştırılırken, BİST 30 endeksine dahil firmaların verileri incelenmiştir. Firmalar arasında kıyaslama yapılabilecek en geniş ve en güvenilir bilgiler bu piyasadan sağlanmaktadır. Dolayısıyla, bu bölümde menkul kıymet borsalarının yapısı ve görevlerinden bahsedilmiştir. Ülkemizdeki menkul kıymetler borsası olan BİST'in yapısı, süreçleri ve fonksiyonlarından kısaca bahsedilmiştir. Analizi yapılan şirketlerin kar payı dağıtımı, hukuki süreçleri ve sınırlarını görebilmek açısından çalışmamızda faydalı olacağı düşünülmüştür.

3.1.Menkul Kıymet Borsaları

Borsalar, ekonomide fon sunanlar ile fon talep edenler arasında köprü görevi üstlenen kurumlardan biridir. Aynı zamanda finansal piyasalara işlerlik kazandırırlar. Borsalar faaliyet alanına göre değişiklik gösterseler de hepsinin temel işlevi arz ve talep arasındaki dengeye bağlı olarak işleme tabi olan kıymetin piyasa fiyatının belirlenmesidir (Büker, Aşıkoğlu ve Sevil, 2014:533).

Menkul kıymetler piyasasında sermaye talep eden firmalar sermaye karşılığında bireylere menkul kıymet sunar. Şirketlere sermaye sunan bireyler ise bunun karşılığında tasarruflarını değerlendirmek için şirketlerden menkul kıymet talep eder.

Menkul kıymet, kişiye ortaklık veya alacaklılık sağlamaktadır. Belli bir tutarı temsil etmektedir. Yatırım için bir araç olarak kullanılmaktadır. Dönemsel olarak gelir getirmektedir. Birbiri ile aynı özelliklerde seri halinde çıkarılmaktadır. İbareleri aynıdır ve ülkemizde SPK tarafından belirlenir (www.borsapiyasası.com).

Menkul kıymet borsası, borsaya kote edilmiş menkul kıymetlerin alım satım işlemlerinin gerçekleştirildiği, finansal varlıkların gerçek piyasa fiyatlarının belirlenmeye çalışıldığı, fiyatların tespiti ve ilanıyla yetkili olarak kurulan tüzel kişiliğe sahip bir kurumdur (Karabıyık ve Anbar, 2010: 65).

Başka bir şekilde ifade edecek olursak; menkul kıymetler borsaları, alıcı ve satıcıların finansal varlıklar, yeni menkul kıymetler üzerinde işlem yaptıkları

belirlenen kurallara göre çalışan kurumlardır. Menkul kıymetler borsasında, geçmişte elden çıkarılmış ve borsada kayıt altına alınmış menkul kıymetler işlem görür. Yani sadece borsaya kayıtlı finansal varlıklar alınıp satılabilir. Bu sebeple borsalar ikincil piyasanın kurumudur. Ayrıca işletmeler menkul kıymetlerinin de sermaye piyasasında işlem görmesini istiyorlarsa, bu tür işletmeler menkul kıymetlerin ilk kez halka arzında sermaye piyasası kurulunun öngördüğü şartları yerine getirmeli ve menkul kıymetlerini borsaya kote ettirmeleri gerekmektedir. Menkul kıymetlerin borsada ilk kez halka arz edilmesi birincil piyasa işlemini meydana getirir (Büker, Aşıkoğlu ve Sevil, 2014:533).

Sermaye piyasası birincil ve ikincil piyasa olarak iki kısımdan oluşur. Birincil sermaye piyasasında, uzun vadeli fonlar, yeni ihraç edilen menkul kıymetlerin karşılığında sanayiye aktarılmaktadır. İkincil sermaye piyasasında da önceden ihraç edilen menkul kıymetler bireyler arasında sürekli olarak el değiştirir. İkincil piyasa bu özelliği sebebiyle sermaye piyasasından ayrılır ve menkul kıymetler piyasasını oluşturur (www.borsapiyasası.com).

Menkul kıymetler piyasasında hem tasarrufları değerlendirme hem de kar elde etme amacı vardır. Özellikle hisse senedi piyasasında kişilerin beklentisi kar üzerinedir. Riski seven yatırımcılar hisse senedi alırlar ve kar payı alarak kazanç sağlamak isterler. Ya da elindeki hisse senedini aldığından daha yüksek fiyata satarak kazanç sağlayabilirler. Riski sevmeyen garantiyi seven tasarruf sahipleri ise daha çok tahvil alımına yönelirler. Anaparanın, değer kaybetmemesini aynı zamanda biraz da düzenli kazanç sağlamasını isteyen tasarruf sahipleri tahvili tercih eder.

Menkul kıymetler borsasında oluşan işlemlerde ortaya çıkan göstergeler, ülkelerin iktisadi olarak gelişmişliklerini derecelendirmede bir araç olarak görülür. Ülkelerdeki tasarruf miktarı ve bu tasarrufların ne kadarının sermaye piyasasında veya diğer alanlara yöneldiğinin belirlenmesi önemli bir durumdur. Tasarrufların sermaye piyasasına yönelmesi, iktisadi istikrarı sağlamakta ve yatırımların hızlanmasında etkili olmaktadır (Büker, Aşıkoğlu ve Sevil, 2014:533).

Ekonomik anlamda ülkenin gelişmişlik düzeyi borsaların durumunu önemli ölçüde etkiler. Gelişmiş ülkelerde tasarruflar tüketime göre daha fazladır. Çünkü kişi başına düşen milli gelir daha fazladır. Dolayısıyla tasarruflarını değerlendirmek için yatırım

yaparlar. Bu da ekonomiyi güçlendirir ve ekonomide istikrar sağlar. Gelişmekte olan ülkelerde ise tasarruflar düşüktür. O yüzden ekonomide dalgalanmalar yaşanır ve bu durumda menkul kıymetler borsasında dalgalanmalara ve istikrarsızlığa sebep olur. Özetle borsaların kurulma şekilleri ve gelişimleri, ülkenin ekonomik durumu ile yakın ilişki içindedir. Ülkelerde tasarruf eğiliminin, düşük oranda olması ya da kişi başına düşen milli gelirin düşük olması, sermaye piyasasını olumsuz etkiler. Buna bağlı olarak, borsanın gelişimi de bu durumdan olumsuz etkilenir.

Tasarruf sahiplerinin ellerinde bulundurdukları fonları değerlendirmeleri için, menkul kıymet borsaları bir araçtır. Aynı zamanda kurumsal tasarrufların da bu piyasalara yönelmesinde mühim rol oynar. Ayrıca menkul kıymet borsaları kaynak ihtiyacı duyan işletmelerin kaynak sağlamak için menkul kıymet ihraç ederek karşılığında fon sağlayabildikleri önemli merkezlerdir (Büker, Aşıkoğlu ve Sevil, 2014:533).

Menkul kıymet borsası, yatırımcıların arzu ettikleri zamanda, menkul kıymetleri elden çıkarmalarına yardımcı olan bir kurumdur. Tasarrufların yatırımlara dönüştürülmesini sağlar.

Menkul kıymet borsalarında, eğilim de üzerinde durulması gereken bir konudur. Fiyat düzeyleri düşme veya yükselme trendinde olabilir. Yükselen piyasalarda boğa davranışı, düşen piyasalarda ise ayı davranışı görülür. Boğa davranışı ve ayı davranişı yatırımcıların psikolojik davranışlarını betimlemek için kullanılan terimlerdir. Herhangi bir hisse senedinin değeri sürekli yükselirse tasarruf sahipleri bütün sermayesini bu hisse senedine yatırır. Bu davranış borsada boğa davranışı olarak nitelendirilir. Tam tersi hisse senedi değerinin sürekli düşme eğiliminde olduğu bir dönemde yatırımcılar paniğe kapılarak hisse senetlerini nakde çevirir. Bu tavır da borsada ayı davranışı olarak tanımlanır.

Menkul kıymet borsaları kuruluşları itibariyle devlet borsaları ile özel borsalar olarak sınıflandırılabilir. Devlet borsaları, genelde kanunla kurulur. Borsanın yönetimi de resmi aracıların oluşturduğu kurallara bırakılır. Kara Avrupası'ndaki menkul kıymetler borsalarını buna örnek gösterilebilir. Özel borsalar, üyeleri tarafından kurulurlar ve birer anonim şirketlerdir. Bunların kar elde etme amacı yoktur. Mesleki kuruluş niteliğindedirler. Örnek olarak, Anglo-Sakson ülkelerindeki menkul

kıymetler borsaları gösterilebilir. Fakat hükümetler, çıkardıkları kanun gibi yasal belgelerle borsalara resmiyet verebilirler. Devlet ve özel borsalara ek olarak karma nitelikli borsalar da mevcuttur. Bu borsalar, biraz devlet borsası gibi resmi biraz da özel borsalar gibi yarı resmi özellik gösterirler. Örnek olarak, İtalya'daki menkul kıymetler borsası bir kanunla kurulmuş ancak, yönetim açısından ticaret odasına bağlanarak mesleki bir kuruluş kimliğine bürünmüştür (www.belgeci.com).

Menkul kıymetlerin alım satım yapıldığı organize borsalar dışında bir de resmi olmayan borsa dışı piyasalar vardır. "Over-the-Counter Markets" bu piyasaları ifade eden bir terimdir. Bu piyasalar Amerika'da oldukça fazladır. Bu piyasada da kurallar vardır. Ancak organize olmuş borsalar kadar düzenli değildir. Kişilerin resmi olmayan borsayı seçmesinin sebeplerinden biri borsa masrafından kurtulmak istemesi bir diğer sebep ise bazı menkul kıymetlerin borsaya kote edilememesi ve pazarlanamamasıdır.

Ayrıca buna ek olarak süper borsalar, büyük borsalar, orta çaplı borsalar ve küçük borsalar şeklinde de sınıflandırılabilinir. Süper borsalar, Londra, Tokyo ve New York borsalarıdır. Yani dünyadaki işlem hacminin yaklaşık %60'ının gerçekleştiği borsalardır. BİST, küçük borsalar içinde yer alır. Bu sınıflandırmada borsaların işlem hacimleri önemlidir (Büker, Aşıkoğlu ve Sevil, 2014:534).

Menkul kıymet borsalarının gelişiminde, halka açık firmaların çok olması sonucunda sunulan menkul kıymet türlerinin ve sayılarının çok olması, tasarruf eğiliminin yükselmesi, önemli rol oynamaktadır. Ek olarak, alternatif yatırım alanlarına göre borsada sağlanan getirinin yüksekliği, yatırım isteği içinde olanları, bu alana yönelten etkenlerden biridir. Gelişmiş ülkelerin borsalarında oluşan fiyatlar, menkul kıymet miktarının ve çeşidinin çok olması, kurumsal yatırımcıların piyasalarda yer alması sebebiyle çok dalgalanma göstermez. Ülkemizdeki gibi gelişmekte olan ülkelerin borsalarında ise, zaman zaman keskin fiyat düşüşleri ve yükselişleri görülebilir. Sermaye piyasaları geliştikçe borsalar da aynı paralelde gelişecek ve etkin bir yapıya kavuşacaktır (Büker, Aşıkoğlu ve Sevil, 2014:534).

3.1.1. Menkul kıymet borsalarının fonksiyonları

Menkul kıymet borsalarının, piyasaya likidite sağlama ve tasarrufları harekete geçirme, piyasada fiyat oluşturma, mülkiyeti tabana yayma, güvence, ekonomide barometre olma ve sermayeye hareketlilik kazandırma gibi işlevleri vardır.

3.1.1.1. Likidite sağlama

Menkul kıymet borsaları, sürekli olarak menkul kıymetlerin, el değiştirmesi gereken pazarın oluşmasını sağlamaktadır. Menkul kıymet borsalarının, menkul kıymetlerin her zaman alınıp satılabilmesi için gereken likiditenin sağlanması açısından önemli bir fonksiyonu vardır (www.borsapiyasası.com).

Borsalar, yatırımcıların elindeki menkul kıymetleri kolaylıkla satabilecekleri yerlerdir. Yani elinde menkul kıymeti bulunan bir yatırımcı nakit paraya ihtiyacı olduğunda bunu kolaylıkla borsada paraya çevirebilmektedir. Bu da borsaların likidite sağlama görevi ile alakalıdır.

Yeterli sayıda alıcı ve satıcının bulunduğu, alım satım arasındaki marjların düşük olduğu ve zaman içinde fiyatların fazla dalgalanmalar göstermediği piyasalar, likit piyasalardır. Bu sebeple, gelişmiş borsalar likit piyasa özelliği göstermektedirler (Büker, Aşıkoğlu ve Sevil, 2014:535).

3.1.1.2. Piyasada fiyat oluşturma

Bütün alıcı ve satıcıların borsada bir araya gelmeleri sonucunda, arz ve talebe bağlı olarak menkul kıymetlerin tek bir fiyatı oluşur. Bu fiyat piyasa fiyatıdır. Böylece küçük ve büyük yatırımcıların farklı fiyattan alım satım yapmaları önlenmiş olur (Karabıyık ve Anbar, 2010: 65).

Borsalar alıcı ve satıcıları bir araya toplayarak, aynı menkul kıymet için tek bir fiyat, piyasa fiyatını oluştururlar.

3.1.1.3. Mülkiyeti tabana yayma

Borsalar, küçük tasarruf sahipleri ile büyük şirket ortaklarını bir araya getirmeye aracı olur. Şirketlerle ilgili tasarruf sahipleri borsa sayesinde bilgi alabilir. Böylelikle bu şirketler tanınmış olur. Ortaklıklar borsanın teşviği ile menkul kıymetlerini halka kolaylıkla satabilirler. Borsalar şirketlerin halka açılmasını ve pazarlanmasını

kolaylaştırır. Borsa sayesinde çok kişiye küçük miktarda satış yapılır. Küçük tasarruf sahipleri büyük girişimlere ortak olmuş olur. Böylelikle sermaye mülkiyeti topluma yayılır. Bu durum hem şirket ortaklarının hem de tasarruf sahiplerinin işine yarar. Tasarruf sahipleri tasarruflarını değerlendirirken şirket ortakları da şirketteki kontrolünü korumuş olurlar.

3.1.1.4. Güvence

Her menkul kıymet borsada işlem görmez. Menkul kıymetlerin borsada işlem görebilmesi için borsaya kotasyonu gerekir. Bir menkul kıymet borsaya kote edildiyse sıkı bir incelemeden geçmiş demektir. Ayrıca sürekli denetim altındadır. Bu da borsaları güvenli bir yer haline getirir. Bunun yanında borsa, tedbirli davranarak spekülatif hareketlerin ve fiyat dalgalanmalarının da önüne geçmeye çalışır Dolayısıyla borsanın hem geçmişi incelemesi hem sürekli olarak denetim yapması aynı zamanda geleceğe yönelik tedbirler alması yatırımcılara güvence sağlar.

3.1.1.5. Ekonomide barometre olma

Borsalarda menkul kıymetlerin fiyatları belirlenip hemen yayınlanır. Fiyatlar talep ve arza göre belirlenir. Talep çok ise menkul kıymetin değeri artar buna bağlı olarak fiyatlar da artar. Talebin çok olması şirketin başarısı ile ilgilidir. Sürekli kar yapan bir şirket yatırımcılara güvence verir. Dolayısıyla da bu şirketin menkul kıymetlerinin fiyatı artar. Bu yüzden borsadaki fiyatlar bize firmaların durumu ile göstergeler oluşturur.

Ayrıca borsalar ekonominin nabzını tutar. Enflasyon, faiz oranları, yatırımlar, kalkınma gibi ekonomik unsurlar ve politik unsurlar menkul kıymet fiyatları üzerinde etkilidir. Bu ekonomik değişkenlikler fiyatlara yansır. Kısacası, politik ve ekonomik faktörlerin ekonomiye olan etkisini borsalardan gözlemleyebiliriz.

3.1.1.6. Sermayeye hareketlilik kazandırma

Borsada değeri yükselen bir işletme yatırımcılar tarafından ilgi görür. Sermaye bu işletmenin menkul kıymetlerine kaymaya başlar. Bu işletmeler de piyasa değeri arttığı için kolaylıkla ve az maliyetle fon elde edebilirler. Böylelikle borsa sermayeye hareketlilik kazandırmış olur.

Diğer taraftan borsa, piyasa değeri düşen işletmeler için de düzenleyici ve toparlayıcı bir rol oynar.

Mali açıdan zor durumunda olan işletmelerin varlığında, borsanın düzenleyiciliği ve gözetimi altında gerçekleştirilen; füzyon, ele geçirme ve takeoverbid adı verilen bazı işlemler ile mali bakımdan zor durumda olan işletmelerin hisselerini, aynı alanda çalışan diğer işletmeler toplayarak, zayıflayan işletmelerin mali çöküntüsünü önlerler ve tasarruf edenlerin zararlarını azaltarak ekonomik etkinlik kaybını, minimuma indirmiş olurlar (www.wikiturk.net).

3.1.1.7. Bilgi sağlama

Borsa, işlem gören menkul kıymetlerle ilgili bütün fiyatları, işlem hacimlerini, mali tabloları yatırımcının bilgisine sunar. Değişen fiyatlar ve oranlar borsa bülteni ve diğer basın yayın organları aracılığı ile yayınlanır. Yatırımcılar da bu bilgilere çok basit bir şekilde ve en az maliyetle ulaşabilir.

3.1.1.8. Tasarrufları ekonomiye kazandırma

Borsalar, tasarruf sahiplerinin tasarruflarını işletmelere aktarmada aracı bir kurumdur. Menkul kıymet talep edenler ile arz edenleri bir araya getirir. Devlet kurumları veya özel kurumlar açıklarını kapatmak için borçlanma senedi veya ortaklık senedi çıkarır. Elinde ihtiyacından fazla nakit bulunan tasarruf sahipleri ise elindeki nakdin değerinin düşmesini istemez. Bunun için risk ve getiri durumuna göre borsada işlem gören tahvillerden veya hisse senetlerinden satın alırlar. Borsalar bu duruma aracı olur. Dolayısıyla tasarrufların ekonomiye kazandırılmasına yardımcı olur. Tasarrufların yatırımlara dönüşmesini sağlar ve tasarruflara hareket ve canlılık kazandırır.

3.2. Türkiye'de Menkul Kıymetler Borsası: BİST

1906 yılındaki düzenleme ile adı "Esham ve Tahvilat Borsası" olarak değiştirilen, yerli ve yabancı tahviller ile hisse senetlerinin telgraf ile haberleşerek işlem görebildiği "Dersaadet Tahvilat Borsası" 1866 yılında İstanbul'da kurulmuştur ve Cumhuriyet dönemine kadar faaliyet göstermiştir. 1929Dünya Buhranı'nın ve II. Dünya Savaşı'nın olumsuzlukları nedeni ile başarılı olamayan İstanbul Menkul

Kıymetler ve Kambiyo Borsası ise 1929 yılında kurulmuştur (Karabıyık ve Anbar, 2010: 66).

26 Aralık 1985'de kurulan, 3 Ocak 1986'da faaliyete başlayan İstanbul Menkul Kıymetler Borsası, İstanbul Altın Borsası'nın ve İzmir Vadeli İşlem ve Opsiyon Borsası'nın 30 Aralık 2012'deki 6362 sayılı Sermaye Piyasası Kanunu ile birleştirilmesiyle Borsa İstanbul (BİST) adını almıştır (Büker, Aşıkoğlu ve Sevil, 2014:536). Yetkili olduğu her alanda kendi iç düzenlemelerini yapabilen ve özel hukuk tüzel kişiliğine sahip olan BİST, 3 Nisan 2013'de faaliyet izni almıştır.

Borsa İstanbul'un başlıca amacı ve faaliyet konusu; kanun hükümleri ve ilgili mevzuata uygun olarak, sermaye piyasası araçlarının, kambiyo ve kıymetli madenler ile kıymetli taşların ve SPK hükümlerine uygun görülen diğer sözleşmelerin, belgelerin ve kıymetlerin serbest rekabet şartları altında kolay ve güvenli bir şekilde, şeffaf, etkin rekabetçi, dürüst ve istikrarlı bir ortamda alınıp satılabilmesini sağlamak, bunlara ilişkin alım satım emirlerini sonuçlandıracak şekilde bir araya getirmek veya bu emirlerin bir araya gelmesini kolaylaştırmak ve oluşan fiyatları tespit ve ilan etmek üzere piyasalar, pazarlar, platformlar ve sistemler ile teşkilatlanmış diğer pazar yerleri oluşturmak, kurmak ve geliştirmek, bunları ve başka borsaları ya da borsaların piyasalarını yönetmek ve/veya işletmek ve ana sözleşmesinde yazılı olan diğer işlerden oluşmaktadır. (www.borsaistanbul.com).

BİST AŞ yukarıda sözü edilen amacına ulaşmak için gerekli izinleri alarak diğer faaliyetlerde de bulunabilir. Bu bağlamda BİST; sermaye piyasası araçlarının, kambiyo ve kıymetli madenler ile kıymetli taşların ve SPK'nın uygun gördüğü diğer sözleşmelerin, belgelerin ve kıymetlerin işlem göreceği piyasalar, pazarlar, platformlar ve sistemler kurabilir, geliştirebilir. Başka borsaların piyasalarını, pazarlarını, platformlarını ve sistemlerini yönetir ya da işletir, sermaye piyasası araçlarını, kambiyo ve kıymetli madenler ile kıymetli taşları ve uygun görülecek diğer sözleşmeleri, belgeleri ve kıymetleri borsa kotuna veya listesine alabilir ve bunlarla ilgili başvuruları sonuçlandırabilir. Borsada satış yapanların kamuyu aydınlatma yükümlülüklerini yerine getirmeyi sağlamak için düzenlemeler yapar, elektronik platformlar oluşturur, geliştirir, işletir ve sermaye piyasasındaki diğer kurumlarla ortak işler yapar. Endeks yapıcılığı faaliyetinde bulunur. Mevcut

endeksleri geliştirir yeni endeksler oluşturur. Borsadaki taraflara kurumsal servis sağlamak üzere alt yapılar oluşturur, bu amaç için yatırımlar yapar ya da bu yapıları başkalarına yaptırabilir (BİST A.Ş. Esas Sözleşme: madde 3).

3.2.1. Borsa İstanbul'un organizasyonu

BİST'in yönetim kurulu, genel kurul, denetleme kurulu ve komitelerden oluşan bir organizasyon yapısı vardır.

BİST'in, genel müdür ve genel müdüre bağlı yurt içi ve yurt dışı hizmet birimlerinden oluşan bir şirket teşkilatı vardır. Yönetim kurulu başkanının teklifi üzerine yönetim kurulunca yürürlüğe konulacak iç yönergede, şirketin yönetim düzeni, hizmet birimleri, organizasyonu, görev tanımları, yetki ve sorumlulukları ile görevlilerin çalışma usul ve esasları gösterilmektedir (BİST: madde 17).

3.2.1.1. Borsa İstanbul üyeleri

Borsa İstanbul'da işlem yapmak isteyen yatırımcılar, aracılar aracılığı ile işlemlerini gerçekleştirirler. Yatırımcı borsada kendi başına işlem yapamaz. İşlemler borsa üyeleri tarafından gerçekleştirilir. Borsaya üye olabilecek borsada işlem yapabilenler SPK'dan faaliyetleri için yetki belgesi almış; yatırım ve kalkınma bankaları, aracı kurumlar, katılım bankaları, kıymetli madenler aracı kurumları, ticari bankalar, kıymetli maden üretimi veya ticaretini yapan anonim şirketlerdir (Büker, Aşıkoğlu ve Sevil, 2014:537). Kuyumculuk faaliyeti yapan şirketler Borsa İstanbul üyeleri değildir. Bu şirketler, yalnızca elmas ve kıymetli taş piyasasında faaliyet gösterirler (www.borsaistanbul.com).

Ancak; SPK'nın 02.01.1997 tarihinde almış olduğu karar doğrultusunda borsa üyesi bankalar pay piyasasında işlem yapamazlar (Büker, Aşıkoğlu ve Sevil, 2014:537). Borsa üyeleri normalde birincil piyasa işlemleri, ikincil piyasa işlemleri, açığa satış ve menkul kıymet ödünç verme işlemleri, yatırım danışmanlığı hizmetleri, portföy yönetimi, kredili alım satım, türev işlemlerin alım satımına aracılık, repo ve ters repo işlemleri gibi sermaye piyasası faaliyetlerini gerçekleştirirler. Ancak yukarıdaki karar doğrultusunda ticari ve kalkınma ve yatırım bankaları hisse senedi alım satım işlemine aracılık edemezler. Ayrıca ticari bankalar; portföy yöneticiliği, halka arza aracılık ve yatırım danışmanlığı faaliyetlerini de yapamazlar (Karabıyık ve Anbar, 2010: 68-69).

Borsada aracı olarak yaptıkları işlemler için üyeler, müşterilerinden kurtaj adı verilen bir komisyon almaktadırlar. Kurtaj tarifesi, borsa yönetim kurulunun teklifi üzerine SPK'nın onayı ile kesinleşmektedir (Büker, Aşıkoğlu ve Sevil, 2014:537). Üyeler, borsada, kendi nam ve hesabına ya da başkası nam ve hesabına veya başkası hesabına kendi namına işlem yapabilmektedirler. Müşteri nam ve hesabına işlem yapan ve yaptığı hizmetin karşılığında müşteriden komisyon alan borsa üyelerine "broker" denir. Kendi nam ve hesabına işlem yapan ve hisse senetlerinin alım satımından sermaye kazancı sağlamaya çalışan borsa üyelerine "dealer" denir (Dağlı, 2004; Aktaran: Karabıyık ve Anbar, 2010, s. 68).

Borsa işlemleri sebebiyle müşterilerine ve borsaya verebilecekleri zarara karşılık, borsa tüzel kişiliği adına borsa üyeleri, teminat yatırmak zorundadır. Teminatın büyüklüğü, borsadaki iş hacmine göre, borsanın teklifi ile üzerine SPK tarafından belirlenmektedir (Büker, Aşıkoğlu ve Sevil, 2014:537).

3.2.1.2. Genel kurul

Genel kurul; Borsa İstanbul'un üyelerinden oluşur ve üst karar organıdır.

Borsa işlerine ilişkin haklar, pay sahipleri tarafından genel kurulda kullanmaktadırlar. Genel kurul olağan ve olağan üstü toplanabilir. Genel kurul, her faaliyet dönemi sonundan itibaren 3 ay içinde olağan olarak toplanmaktadır. Borsa çalışmalarının gerektirdiği zamanlarda yönetim kurulu, TTK'da düzenlenen hallerde azlık pay sahipleri ya da gerek gördüğü hallerde gündemi de belirlemek üzere Sermaye Piyasası Kurulu'nun daveti üzerine olağan üstü toplanmaktadırlar (Borsalar ve Piyasa İşleticilerinin Kuruluş, Faaliyet, Çalışma ve Denetim Esasları Hakkında Yönetmelik, 2013: madde 15). Genel Kurul gündemi ve davet mektubu, kurula, olağan üstü toplantı tarihinden en az üç hafta önce iadeli taahhütlü olarak gönderilir.

3.2.1.3. Yönetim kurulu

BİST'in yönetimi ve çalışmaları, yönetim kurulu tarafından yapılır. Yönetim kurulu TTK hükümlerince genel kurul tarafından seçilen 10 kişiden oluşur. Yönetim kurulunda görevlendirilecek bağımsız yönetim kurulu üyelerinin sayısı, görev süresi, atanma usulleri ve ücretlerin belirlenmesi SPK kurallarına göre yapılır (BİST A.Ş. esas sözleşme: madde 8).

Yönetim kurulu üyelerinin görevleri 3 yıl sürer. Üyeler görev süreleri sona erdiğinde tekrar seçilebilir. Genel kurul tarafından yönetim kurulu başkanı seçilir (BİST A.Ş. esas sözleşme: madde 10-11).

3.2.1.3.1. Yönetim kurulunun görev ve yetkileri

BİST'in idaresinin yanı sıra dışarıya karşı temsili de yönetim kuruluna aittir. Yönetim kurulu; mevzuat ve esas sözleşmeye göre genel kurulun yetkisinde olanlar dışında, şirketin faaliyetleri için gerekli olan her çeşit iş ve işlemler hakkında karar almaya yetkili organdır.

Yönetim kurulu; BİST tarafından hazırlananve BİST'in yetkisinde bulunan yönetmelikleri karara bağlar. İç mevzuat yönergelerini ve uygulama esaslarını yürürlüğe koyar. Borsada geçici veya sürekli işlem yapma yetkisi verir veya alır. Sermaye piyasası araçlarının ve diğer ürünlerin borsa kotuna alınmasını sağlar veya bunların borsada işlem görmesi ile ilgili başvuruları karara bağlar. Bu araçlar ve ürünler için piyasalar, pazarlar, platformlar veya sistemler oluşturur, bunları gerektiğinde kaldırabilir ayrıca bununla ilgili usul ve esasları düzenler. Kendisine yardımcı olmak üzere kurulacak komisyonlara karar verir, üyelerini seçer, bunların seçilmelerine ve çalışmasına ilişkin usul ve esasları belirler, faaliyetlerini denetler. Borsa işlemlerindeki uyuşmazlıkları inceler ve sonuçlandırır. Borsada işlem yapmaya yetki verdiği gerçek ya da tüzel kişilere veya bunların temsilcilerine gerektiğinde disiplin cezası da verebilir. Bütçeyi ve personel kadrosunu kesinleştirir. Şirketin gelir kalemlerini ve tahsil zamanlarını belirler. BİST'in finansal tablolarını ve yıllık faaliyet raporlarını görüşüp karara bağlar ve kar dağıtımına ilişkin önerisiyle birlikte genel kurula sunar. Çalışanın temsil ve imza yetkisinin sınırlarını belirler. Yönetim açısından risklere karşı, strateji ve politikalar oluşturur. Yönetim kurulu başkanının önerisi üzerine genel müdürü atar. Genel müdürün önerisi üzerine birinci derece imzaya yetkili genel müdür yardımcısı ve müdür ile bunların dengi personelinin atamasını yapar. Yabancı kuruluşlarla veya yabancı borslarla işbirliği anlaşmaları yapar. Şirketin üçüncü kişilere hakları ile ilgili her türlü işleme karar verir. BİST'in işleri ile ilgili Genel Müdürden bilgi ister, iş sonuçlarını değerlendirir. Özel denetim yapılmasını ister. Mevzuat ile ilgili diğer görevleri yerine getirir (BİST AŞ, md:12).

3.2.1.4. Komiteler ve kurumsal yönetim

Yönetim kurulu, içinde yönetim kurulu üyelerinin de yer alabileceği komiteleri ve komisyonları; SPK'de ve ilgili mevzuatta öngörülen amaçlarla veya şirket işlerinin gidişini izlemek, kendine sunulan konularda rapor hazırlamak, kararlarını uygulatmak gibi amaçlarla kurabilir. Bunlar, denetim komitesi, kurumsal yönetim komitesi ve riskin erken saptanması komitesidir

Denetim Komitesi, muhasebe sisteminin verimliliğini ve uygulanmasını izler. BİST AŞ'nin finansal tablolarının doğruluğu ve niteliği konusunda yönetim kurulunun gözetimine yardım eder. Bağımsız denetçi ile BİST AŞ arasındaki sözleşmeyi hazırlar, denetler. Bağımsız dış denetim şirketinin atamasını yapar ve bu şirketlerin hizmetlerinin ön onayını verir. BİST AŞ'nin bağımsız denetim sistemini, kontrol ve iç denetim mekanizmalarının işleyişini ve verimliliğini inceler.

Kurumsal yönetim komitesi, BİST'de kurumsal yönetim ilkelerinin uygulanıp uygulanmadığını denetler. Uygulanmıyor ise nedeninive bu kurallara uymama sebebiyle ortaya çıkan kayıpları belirler. Ayrıca, yönetim kuruluna kurumsal yönetimi iyileştirici öneriler sunar.

Riskin erken saptanması komitesi; BİST AŞ'nin gelişimini ve sürekliliğini tehlikeye sokabilecek risklerin erken tespiti, belirlenen risklere ilişkin gerekli önlemlerin uygulanması ve riskin yönetilmesi için çalışmalar yapmaktadır.

3.3. BİST Endeksleri

BİST endeksleri firmaların, ülkelerin ve borsaların genel durumu hakkında bilgi verir. Endeksler, tasarruflarını değerlendirmek isteyen birçok yatırımcıya değerli bilgiler verir. Yatırımcılar bu endeksleri takip ederek tasarruflarını değerlendirme yoluna giderler. BIST 30 endeksi, Borsa İstanbul'da faaliyet gösteren, işlem hacmi ile piyasa değeri en yüksek olan otuz firmanın hisse senedinin ortak performansının ölçülmesiyle oluşur. BİST 30 endeksinde var olan hisse senetleri BİST 50 ve BİST 100 endeksi içinde de vardır. 30, 50 veya 100 olması firma sayısı ile ilgili bir durumdur. Bu endeksler yılda 4 defa yeniden belirlenir, dolayısıyla 1 defa belirlenen endeks 3 ay işlem görür.

BİST 100 endeksi Türkiye'deki firma değeri en yüksek işlem hacmi en fazla olan şirketlerin durumunu gösterir. Burada diğerlerinden daha fazla şirket olduğu için borsanın durumu hakkında daha sağlıklı bilgi verir, buna bağlı olarak ekonomi durumu hakkında da değerlendirme yapılmasını kolaylaştırır, bu yüzden de herkesin bilgisine sunulur.

IV. BÖLÜM

PİYASA PERFORMANSINI DEĞERLENDİRMEDE KULLANILAN ORANLAR VE BİST 30 ENDEKSİ ÜZERİNE BİR UYGULAMA

Çalışmanın bu bölümünde borsa performasını değerlendirmede kullanılan oranların neler olduğu, nasıl hesaplandığı ve ne anlama geldiği açıklanmıştır. Çalışmamızda BİST 30 endeksinde yer alan firmaların kar dağıtım oranları, piyasa değerinin defter değerine oranları ve fiyat/kazanç oranlarının, hisse kapanış fiyatına etkisi araştırılmıştır. Dolayısıyla bu oranların bilinmesi analizin anlaşılması açısından son derece önemlidir. Son olarak bu bölümde, araştırmanın önemi, yöntemi ve kullanılan verileri açıklandıktan sonra analiz çıktıları tablolara aktarılmış ve sonuçlar yorumlanmıştır.

4.1. Piyasa Performansını Değerlendirmede Kullanılan Oranlar

İşletmelerin durumları ile ilgili bilgi almak, analiz yapmak veya yatırım yapmak amacıyla bazı rasyolardan yararlanılır. İşletmelerin likidite gücünü görmek için likidite oranlarına bakılır. Örneğin dönen varlıkların, kısa vadeli yabancı kaynaklara bölünmesi; işletmenin elinde likit varlıklar ile kısa vadeli borçların ne kadarını karşıladığını gösterir. Eğer bu oran düşük veya fazla ise işletmeye kredi veren kurumlar veya yatırım yapmak isteyen yatırımcılar bu işletme ile ilgili genelde olumsuz karar verirler. Likidite oranları gibi finansal borç oranları, karlılık oranları ve piyasa temelli oranlar da vardır.

Bu bölümde özellikle sermaye piyasalarının gelişmesiyle birlikte önem kazanan piyasa temelli oranlar hakkında bilgi verilecek. Yapılan çalışmada bu oranlar kullanıldığı için bunların açıklanması faydalı olacaktır.

İşletmelerin piyasadaki değerini ölçmek için fiyat kazanç oranı, piyasa değeri/defter değeri oranı, kar payı dağıtım oranı, pay başına kazanç gibi oranlardan yararlanılır. İşletmenin ekonomik gücünü, risk düzeyini, dağıtılan kar payını öğrenmek isteyen bu doğrultuda tasarruflarını değerlendirmek, yatırım yapmak isteyen yatırımcılar bu oranları özellikle incelemelidir.

4.1.1. Fiyat kazanç oranı

Fiyat/kazanç oranı, hisse senedinin piyasa fiyatının, hisse başına kara bölünmesiyle bulunur ve yatırımcının bir birim kar beklentisi için hisse senedine ne kadar yatırım yapması gerektiğini ifade eder (Karabıyık ve Anbar, 2010: 165).

F/K Oranı = Hisse Senedi Fiyatı/ Hisse Senedi Başına Kazanç

Bu formülde payda kısmında yer alan hisse başına kazanç, vergi sonrası net kardan, imtiyazlı ve kurucu hisselere ödenen temettü ile yönetim kurulu üyelerine ve çalışanlara ödenen temettü çıkarıldıktan sonra kalan karın hisse sayısına bölünmesiyle bulunur. Hisse senedi piyasa fiyatı, dönem sonu piyasa fiyatıdır (Büker, Aşıkoğlu ve Sevil, 2014: 108-109).

Formüle göre kişi başına kazanç bir diğer ifadeyle kişi başına kar payda kısmındadır. Dolayısıyla işletmenin karı düşük olursa bu oran yüksek olur. Tam tersi kar yüksek ise fiyat/kazanç oranı da düşük olacaktır.

Bu oran yatırımcıların hisse başına karına karşılık ne kadar para ödemek istediklerini gösterir. Aslında işletmeden beklenenin bir göstergesidir.

Yüksek F/K oranı, yatırımcıların yüksek kar payı büyüme oranı beklediğini ya da hisse senedinin düşük riskli olduğunu gösterir (Ceylan ve Korkmaz, 2006: 70).

Örneğin F/K oranının 5 olması, yatırımcının bu hisse başına düşen kazancın 5 katını ödemeye hazır olduğunu gösterir. Yatırımcılar eğer bir hisse senedine yatırım yapacaklarsa fiyat/kazanç oranı ile işletmenin karındaki tahmini büyüme oranını karşılaştırırlar. Bu değişkenler arasında ilişki aynı yönlüdür. Eğer geleceği sağlam potansiyeli yüksek bir işletmeden bahsediliyorsa yatırımcılar bu işletmenin hisse başına düşen karına daha fazla öderler. Dolayısıyla da bu durum F/K oranının daha çok yükselmesine sebep olur.

F/K oranını etkileyen faktörler, karın geçmişteki büyüme oranı ve istikrarlı olup olmadığı, finansal kaldıraç, tahmini karlar, firmanın rekabet gücü, yöneticinin yetenekleri, firmanın sistematik riskini ölçen beta katsayısı, ekonomik koşullar ve ortalama kar payı ödeme oranıdır (Yazıcı ve Kuddisi, 1997: 41,42).

F/K oranı yatırımcıların işletmeden beklentilerinin bir ölçüsüdür. Hisse senedi fiyatını ve hisse başına karı etkileyen tüm faktörler F/K oranını da etkilemektedir. Bu

yüzden geçmişteki büyüme oranı, tahmini karlar, ortalama kar payı ödeme oranı ve istikrarlı kar dağıtımı işletmenin piyasa değerini etkilemekle beraber F/K oranını da etkilemektedir. Risk de işletmenin piyasa fiyatını etkileyen önemli değişkenlerdendir. Kendini kanıtlamış, büyük firmaların kazancı yüksek riski azdır. Finansal kaldıraç oranı işletmeninin toplam yabancı kaynaklarının toplam varlıklara bölünmesiyle bulunmaktadır. İşletmenin toplam kaynaklarının ne kadarının borçlanma ne kadarının öz sermaye olduğunu gösteren bu oran, işletmenin güvenirliği ile ilgili bilgi verir. Varlıkların yüzde kaçının yabancı kaynak ile elde edildiğini göstermektedir. Bu oranın yüksek olması işletmenin varlıkların çoğunu borçlanarak elde ettiğini göstermektedir. Finansal kaldıraç gibi firmanın rekabet gücü, yöneticinin yetenekleri ve ekonomik koşullar işletmenin karlılığını ve piyasa fiyatını etkilediği için F/K oranını da etkileyen faktörler içinde yer alırlar.

F/K oranı özellikle firmalar arasında yapılan kıyaslamalarda kullanılır. Yatırımcılar piyasanın genel durumu ve işletmenin performansı hakkında beklentilerini bu oranı yardımı ile karşılaştırabilir Tabi ki karşılaştırma yaparken işletmelerin aynı sektörde ve yaklaşık aynı büyüklükte olması sonuç açısından daha sağlıklı olacaktır.

F/K oranına dayanarak firma değeri hesaplanırken, firmanın son yılda elde ettiği hisse başına vergi sonrası net kar, belli bir tarih itibariyle tespit edilen F/K oranı ile çarpılarak hisse senedi piyasa fiyatı bulunur. Bu fiyat hisse senedi sayısı ile çarpılınca da firma değerine ulaşılır (Chambers, 2009: 219).

Değerleme esnasında F/K oranı kullanılırken dikkatli olunmalıdır. Karı hesaplarken kullanılan değişik muhasebe yöntemlerinden veya enflasyondan etkilenerek gerçek karlılığı yansıtmaması sonucunda, ortaya çıkan sonuçlar yanıltıcı olabilir. Bu yüzden özellikle işletmeler arası kıyas yaparken rakamların enflasyondan arındırılmış olması ve aynı muhasebe tekniğinin kullanılması önemlidir.

F/K oranı hemen hemen bütün (halka açık, halka kapalı) firmalara uygulanabilir. Ayrıca yatırımcıların kolaylıkla kıyas yapmasına imkan verdiği için yaygın olarak kullanılır. Muhasebe yöntemi ve enflasyon rakamları dikkate alınarak incelenirse hiçbir tehlikesi yoktur, gerçekçi bilgiler sunar. Çünkü piyasada arz ve talebe göre kendiliğinden oluşan değer, işletmenin gerçek değeridir. Öznel tahminlerden daha gerçekçi sonuçlar verir.

F/K oranı yöntemi kullanılırken dikkat edilmesi gereken bazı sakıncalar vardır. Oranın zaman içinde değişeceğinin göz ardı edilmesi, oranı hesaplarken dönem karının kullanılması, paranın zaman değerinin yani enflasyonun dikkate alınmaması, karşılaştırılan firmaların tümüyle aynı olmaması, işletmenin gelecekte ödeyeceği vergiyi hesaba katmaması gibi dikkatsizlikler sayılabilir. Ancak dönem karı yerine faaliyet karının kullanılması, belli bir dönemin F/K ortalamasının alınması ve ekonomini içinde bulunduğu durum gözetilerek hesaplama yapılırsa bu sakıncalar azalır ve sağlıklı sonuçlar ortaya çıkar.

4.1.2. Piyasa değeri / defter değeri oranı

Piyasa Değeri/Defter Değeri oranını açıklamadan önce defter değerini ve piyasa değerini açıklamak daha sağlıklı olacaktır. Bir işletmenin defter değeri, o işletmenin bilançosundaki özsermayesinin değeridir. Bilançonun sol tarafında işletmenin varlıkları sağ tarafında kaynakları vardır. Bu kaynaklar kısa vadeli borç, uzun vadeli borç ve özkaynaklardan oluşur. Aslında bilançonun varlık toplamı ile borç toplamı arasındaki fark bize işletmenin öz sermayesini dolayısıyla da işletmenin defter değerini vermektedir. Özsermaye toplamının hisse senedi sayısına bölünmesiyle de hisse senedinin defter değeri bulunur. Özkaynağın defter değeri, ödenmiş sermaye ve dağıtılmayan karların toplamıdır.

Bir firmanın piyasa değeri ise o firmanın hisse senedi değeridir. Hisse senedi için en nesnel gösterge, borsa değeridir. Ancak piyasa değerine borsa değeri diyebilmemiz için o işletmenin varlıklarının borsaya kotasyonu gereklidir. Eğer borsada işlem gören bir varlık ise, bu varlığın borsada alıcı ve satıcılar tarafından oluşturulan bir değeri vardır. Bu değere borsa değeri denir. Varlığın fiyatı borsada değil de pazardaki arz ve talebe bağlı olarak oluşursa, buna borsa fiyatı değil pazar fiyatı denir. Başka bir deyişle, varlığı borsada işlem gören firmanın piyasa değeri aynı zamanda borsa değeridir, ancak pazarda işlem gören varlığın pazar değeri piyasa değeridir.

Hisse senedinin piyasa değerinin defter değerinden büyük olması beklenir. Eğer piyasa değeri defter değerinden düşük ise dağılmayıp işletmede bırakılan kar paylarının verimli kullanılmadığı sonucu ortaya çıkar. Çünkü eğer verimli yatırım harcamaları yapılmış olsaydı, buradaki harcamalar öz sermayeyi azaltırdı ve yapılan

yatırımlar işletmenin piyasa değerini artırırdı, dolayısıyla da piyasa değeri defter değerini aşardı.

İşletmenin öz sermayesi başka bir ifadeyle defter değeri herhangi bir sebeple düşerse, yatırımcıların güveni kaybolur, bu yüzden hisse senedinin piyasa değeri düşebilir. Sonuçta yatırımcılar, riski az olduğu için, özsermayesi yabancı kaynaklarından fazla olan firmalara daha çok güvenirler.

Defter değeri piyasa değeri ile uyumlu değildir. Çünkü F/K oranında olduğu gibi enflasyon, teknoloji, farklı muhasebe teknikleri burada da etkilidir. Özsermaye finansal tabloların yayınlanmasına bağlı olarak güncellenir.

P/D oranı, işletmenin piyasa değerinin özkaynaklarının kaç katı olduğunu göstermektedir. Başka bir ifadeyle hisse senedinin 1 TL'lik defter değerine karşılık yatırımcıların kaç TL ödemeye razı olduğunu gösterir. Bu oran sektör ortalamasının üzerinde ise, hisse senedi değerlidir ve bu hisse senedinin satılması gerekir. Tam tersine bu oran sektör ortalamasının altında ise hisse senedi ucuzdur ve satın alınması gerekir.

P/D Oranı = Hisse Senedinin Borsa Fiyatı / Hisse Senedinin Defter Değeri

P/D oranı firmaya yapılan yatırımların bugünkü değerleri ile maliyetlerini karşılaştırır. Bu oranın genelde 1'in üzerinde olması gereklidir. Oran eğer 1'in altına düşerse firmanın ortaklarına bir değer artışı sağlayamadığı ve değerinden kaybettiği anlaşılmaktadır (Sağmanlı, 2001: 37). P/D oranının entellektüel sermaye ile de bağı vardır. Bir firmanın piyasa değerinin defter değerini aşan kısmı entelektüel sermaye olarak tanımlanır. P/D oranı yüksek olan firmaların güçlü bir entelektüel sermaye yönetimine sahip olduğu söylenebilir. Fakat, oranın zaman içinde düşme eğiliminde olması firmanın maddi olmayan varlıklarının değerinde de bir düşme olduğunu gösterir, bu da firmanın entelektüel sermayesini iyi yönetemediği anlamına gelir (Taner, Küçükbay ve Demirhan, 2004: 254).

Defter Değeri sadece bilançoda yer alan özsermaye rakamları ile ilgidir. Ancak piyasa değerine bakarken sadece fiziksel ve finansal sermayeye bakılmamalıdır. Firma çalışanlarının yarattığı değer, firmanın dışarı ile ilişkileri, müşteri ile ilişkisi kısaca insan sermayesi dediğimiz entelektüel sermaye firma değerini etkilemektedir. Dolayısıyla da P/D oranını da etkileyecektir.

P/D oranı özellikle sabit duran varlıkları yüksek olan sektörlerde kullanılır. Ayrıca finansal hizmet sektöründe, özellikle bankacılıkta, firmaların aktif değerinin piyasa değerine daha yakın olması sebebiyle, sıkça kullanılan bir yöntemdir (Chambers, 2009: 223).

İşletmenin geçmiş verilerden ya da aynı sektörde faaliyet gösteren ve aynı risk düzeyinde bulunan diğer işletmelerin verilerinden yararlanarak, ortalama P/D oranı hesaplandıktan sonra, hisse senedinin değeri bulunmak istenen işletmenin defter değeri ile ortalama P/D oranı çarpılarak, hisse senedinin değeri bulunur (Canbaş ve Doğukanlı, 1997: 30).

4.1.3. Kar payı dağıtım oranı

İşletmenin elde ettiği karın yüzde kaçını ortaklarına dağıttığını gösterir. Bu oran hisse başına dağıtılan kar payının hisse başına düşen kara bölünmesiyle bulunur. Bu oran özellikle halka açık şirketlerde önem arz eder, çünkü yatırımcılar özellikle bu orana göre yatırımlarını değerlendirirler.

Kar Payı Dağıtım Oranı= Hisse başına dağıtılan kar payı / Hisse başına düşen kar

4.1.4. Pay başına kazanç oranı

Pay başına kazanç ya da hisse başına kar oranı, her bir hisse senedi başına ne kadar kar elde edildiğini göstermektedir. Hisse başına kar, dönem net karının hisse senedi sayısına bölünmesiyle bulunur ve bu oranın yüksek olması istenir.

Pay Başına Kazanç= Dönem Net Karı/ Hisse Senedi Sayısı

4.1.5. İmtiyazlı hisse senedi başına düşen kar

İmtiyazlı hisse senedi, tahvil ile adi hisse senedi arasında yer alan bir menkul kıymettir. İmtiyazlı hisse senedi sahiplerine, genellikle düzenli ve sabit tutarda bir kar payı ödenir.

Hisse başına karın hesaplanmasında işletmenin imtiyazlı hisse senetlerinin olup olmadığına dikkat edilmelidir. Şirket ana sözleşmesi ile imtiyazlı hisse senedi sahiplerine kar üzerinden öncelikli pay alma hakkı tanınmış olabilir. Böyle bir durumda adi hisse senedi sahipleri imtiyazlı hisse senedi sahiplerine ödenecek kar

payı çıkarıldıktan sonra kalan kardan pay alabilirler. Bu durumda hisse başına kar oranı aşağıdaki gibi hesaplanır (Aydın, Başar ve Coşkun, 2014: 114).

Adi Hisse Senedi Başına Düşen Kar = Net Kar-İmtiyazlı Hisse Senedine Ödenen Kar Payı / Adi Hisse Senedi Sayısı

İmtiyazlı Hisse Senedi Başına Düşen Kar = Net Kar / İmtiyazlı Hisse Senedi Sayısı

4.1.6. Kar payı verim oranı

Kar payı veya temettü verim oranı, hisse senedine ödenen bedelin karşılığında elde edilen verimliliğin ölçüsüdür. Kar payı verim oranı, hisse senedi başına dağıtılan kar payının hisse senedinin piyasa fiyatına bölünmesiyle bulunur.

Kar Payı Verim Oranı = Hisse Senedi Başına Kar Payı / Hisse Senedinin Borsa Fiyatı

4.1.7. Fiyat / nakit akışı oranı

Fiyat/Kazanç oranı yönteminde, hisse başına karın bulunmasında muhasebe karı kullanılır. Muhasebe karına veya net kara, amortisman gibi firmadan gerçekte nakit çıkışına yol açmayan giderlerin düşülmesiyle ulaşılır. Firmaların uyguladıkları amortisman oranlarının birbirinden farklı olması veya amortisman tutarlarının yüksek boyutlarda olabilmesi sebebiyle, fiyat kazanç oranı gerçeği yansıtmayabilir. Bu yüzden, net karı esas alan F/K yöntemi yerine, nakit akışını esas alan, Fiyat/Nakit Akışı oranı yöntemi kullanılabilir (Dağlı, 2004: 280).

Nakit akışı, amortismanların ve diğer nakit çıkışı gerektirmeyen giderlerin net kara eklenmesiyle bulunur. Fiyat/nakit akımı (F/NA) oranı bir işletmenin piyasada oluşan hisse senedi fiyatı şirketin hisse başına düşen nakit akımına bölünerek bulunur. Bu yöntemde, öncelikle, sektördeki benzer firmaların fiyat/nakit akımı oranlarının ortalaması alınır. Daha sonra, bulunan ortalama F/NA oranı ile firmanın nakit akımı çarpılarak, firmanın hisse senedinin değeri bulunur (Karabıyık ve Anbar, 2010: 167).

Nakit Akımı = Net Kar + Amortisman

Hisse Başına Düşen Nakit Akımı = Nakit Akımı / Hisse Senedi Sayısı

F/NA Oranı = Hisse Senedinin Piyasa Fiyatı / Hisse Başına Düşen Nakit Akımı

Fiyat/Nakit Akımı oranı yöntemi Fiyat/Kazanç oranı yöntemine alternatif olarak geliştirilen bir yöntemdir. Amortisman uygulamaların farklı olması F/K oranında risk yaratıyordu, o yüzden böyle bir durumda F/NA oranı yöntemi kullanılabilir.

Oranlar yorumlanırken bazı temel noktalara dikkat edilmelidir. Oranların yeterli olarak kabul edilen değerlerle karşılaştırılması gerekir. Tek başına değil, birkaç oranın birlikte ele alınarak yorumlanması gerekir. Cari yıldaki oranlar geçmiş yıl oranları ile kıyaslanmalı ve geçmiş yıllara göre olumlu veya olumsuz ilerlediği gözlemlenmelidir. Ayrıca aynı endüstri kolundaki benzer işletmelerin oranları ile karşılaştırma yapılmalı, böylece endüstri içindeki durumunu belirlenebilir.

Borsa performansını değerlendirmede kulanılan bu oranlar Tablo 1'de özetlenmiştir.

Tablo 1: Borsa Performans Oranları

Fiyat/Kazanç Oranı (F/K Oranı)	**Hisse Senedi Fiyatı / Hisse Başına Kazanç**	Yatırımcının hisse başına karına karşılık kaç TL ödemek istediğini gösterir.
Piyasa Değeri /Defter Değeri Oranı(P/D Oranı)	**Hisse Senedinin Borsa Fiyatı / Hisse Senedinin Defter Değeri**	Firmanın piyasa değerinin özkaynaklarının kaç katı olduğunu gösterir.
Kar Payı Dağıtım Oranı	**Hisse Başına Dağıtılan Kar Payı / Hisse Başına Düşen Kar**	İşletmenin elde ettiği karın yüzde kaçını ortaklarına dağıttığını gösterir.
Pay Başına Kazanç Oranı	**Dönem Net Karı / Hisse Senedi Sayısı**	Her bir hisse senedi başına ne kadar kar elde edildiğini gösterir.
Adi Hisse Senedi Başına Düşen Kar	**NetKar – İmt. Hs. Snt. Ödn. KarPayı / AdiHisseSenediSayısı**	İmt. hssnt sahiplerine öncelikli pay alma hakkı tanındıysa adi hssnt sahipleri imt. hssnt sahiplerine ödenecek kar payı çıkarıldıktan sonra kardan pay alır.
İmtiyazlı Hisse Başına Düşen Kar	**NetKar / İmtiyazlıHisseSenediSayısı**	
Kar Payı Verim Oranı	**Hisse Senedi Başına Kar Payı / Hisse Senedinin Borsa Fiyatı**	Hisse senedine ödenen bedelin karşılığında elde edilen verimliliğin ölçüsüdür.
Fiyat/Nakit Akımı Oranı	**Hisse Senedinin Piyasa Fiyatı / Hisse Başına Düşen Nakit Akımı**	F/K oranı yöntemine alternatif olarak geliştirilmiştir.

4.2. BİST 30 Endeksi Üzerine Bir Uygulama

4.2.1. Araştırmanın önemi ve amacı

Şirketlerin piyasa değerlerini en üst düzeyde tutabilmeleri için dağıtılan kar payları, karlarının ne kadarını dağıttığı ne kadarını elinde tuttuğu, piyasa değerinin defter değerine oranı ve fiyat kazanç oranları önem arz etmektedir. İşletmelerin kar dağıtım politikaları, oluşan karı işletme bünyelerinde tutmaları veya ortaklarına kar payı şeklinde dağıtmaları firmanın piyasa değerini etkilemektedir.

Bu çalışmada BİST 30 endeksine dahil firmaların uyguladıkları kar dağıtım politikaları, kar dağıtım oranları, piyasa değerinin defter değerine oranı, fiyat kazanç oranının, hisse senedinin piyasa fiyatı üzerindeki etkisi araştırılacaktır. Burada amaç bu unsurlardan hangilerinin firma değerini etkileyip etkilemediği, etkiliyor ise hangi yönde ne oranda nasıl etkilediğinin belirlenmesidir.

Ortaya çıkan sonuçlar, firma sahiplerine kar dağıtım politikaları ile ilgili nasıl bir yol izlemesi gerektiği konusunda yardımcı olacaktır. Yapılan çalışma BİST 30 Endeksine kayıtlı firmaların KD oranlarının, F/K oranlarının ve P/D oranlarının hisse senedi fiyatları üzerine ne ölçüde etkili olduğunun tespit edilmesi bakımından önem taşımaktadır.

4.2.2. Araştırmanın yöntemi ve kullanılan veriler

Borsa performans oranlarının firma değeri üzerinde etkisinin analizini yapabilmek için BİST 30 endeksine dahil firmaların 2008-2017 arasındaki hisse kapanış fiyatları, piyasa değerinin defter değerine oranları, fiyat kazanç oranları ve kar dağıtım oranları ile ilgili veriler www.matriksdata.comsitesinden temin edilmiştir.

BİST 30 endeksine dahil firmaların 10 yıllık verileri kullanılarak doğrusal regresyon analizi yapılmıştır. Bu analizde hisse kapanış fiyatı bağımlı değişken, piyasa değerinin defter değerine oranı, fiyat kazanç oranı ve kar dağıtım oranı bağımsız değişken olarak ele alınmıştır.

Yapılan regresyon analizi bize bağımlı değişken olan hisse senedinin kapanış fiyatı (hisse senedinin piyasa değeri) ile bağımsız değişkenler (PD, FK ve KD) arasındaki ilişkinin yönünü, şeklini ve bilinmeyen değerlere ait tahminleri verir.

Regresyon analizi, ekonometrik çalışmalarda en çok kullanılan araçlardandır. Regresyon analizi, bağımlı veya açıklanan değişken Y ile bağımsız veya açıklayıcı değişken X arasındaki ilişkiyi tanımlama ve bu ilişkinin derecesini hesaplama ile ilgilenmektedir. Regresyon analizi, bağımlı ve bağımsız değişken arasındaki ilişki ile uğraşmakla beraber, mutlaka bir nedensellik ilişkisi ifade etmemektedir. Başka bir deyişle, mutlaka bağımsız değişkenin sebep ve bağımlı değişkenin sonuç olduğu anlamına gelmemektedir. Değişkenler arasındaki nedensellik ilişkisi iktisat teorisi tarafından onaylanmalıdır (Tarı, 2014: 15).

Regresyon analizinin başlıca üç amacı bulunmaktadır. İlk amacı, bağımsız değişkenlerin verilen değerleri ile bağımlı değişkenin ortalama değeri tahmin etmektir. İkinci olarak bağımsız değişkenlerin, bağımlı değişken üzerinde önemli bir etkiye sahip olup olmadığını araştırmak, başka bir deyişle iktisat teorisini test etmektir. Son olarak bağımsız değişkenlerin verilen değerleri ile bağımlı değişkenin ortalama değerini öngörmek veya gelecekte alacağı değeri tahmin etmektir (Tarı, 2014:15).

4.2.2.1. Yöntemin varsayımları

İstatistiksel yöntemler içerisinde yer alan regresyon çözümlemesi en çok kullanılan yöntemlerdendir. Olası birçok regresyon yöntemlerinin dışında, genellikle matematiksel hesaplamalardaki kolaylığından dolayı, en küçük kareler yöntemi (EKK) en uygun tahmin yöntemi olarak kullanılır (Gürünlü Alma ve Vupa, 2008: 219). Alman matematikçi Carl Friedrich Gauss'a ait olan en küçük kareler yöntemi cazip istatistiki özelliklerinden dolayı regresyon analizi için kullanılan en popüler yöntemlerdendir (www.ekonomianaliz.com). E.K.K yöntemi, bazı varsayımların sağlanması durumunda, bağımlı ve bağımsız değişkenler arasındaki ortalama ilişkiyi gerçeğe en yakın şekilde tahmin eden yöntemdir.

Yöntemin bazı varsayımları mevcuttur: Hata terimi stokastik diğer bir deyişle tesadüfi bir değişkendir, sabit varyanslıdır, normal dağılımlıdır. Hata teriminin ortalaması sıfırdır. Hata terimleri arasında ilişki başka bir ifadeyle otokorelasyon yoktur. Bağımsız değişken ile hata terimi arasında bir ilişki olmayıp, bağımsız değişken sabit değerlidir. Bağımsız değişken stokastik olmayıp, ölme hataları yoktur.

Modelin kurulması doğrudur. Bağımsız değişkenler arasında güçlü bir ilişki başka bir ifadeyle çoklu doğrusal bağlantı yoktur (Tarı, 2014: 21-27).

4.2.3. Hipotezin kurulması

Piyasa değerleri defter değerleri oranlarının, fiyat kazanç oranlarının ve kar dağıtım oranlarının, hisse kapanış fiyatının üzerinde etkisinin olup olmadığı, bir etkisi varsa bu etkinin yönünü belirlemek amacıyla yapılan çalışmada aşağıda belirtilen hipotez geliştirilmiştir;

H_0: Piyasa performans oranları ile hisse kapanış fiyatı arasında ilişki yoktur.

H_1: Piyasan performans oranları ile hisse kapanış fiyatı arasında ilişki vardır.

Kurulan hipotezle piyasa performans oranları olan P/D oranı, F/K oranı ve KD oranı ile hisse kapanış fiyatı (HK) arasında bir ilişki olup olmadığı ölçülecek ve ilişkinin yönü tespit edilmeye çalışılacaktır.

4.2.4. Hipotezin test edilmesi

Hipotezlerin doğruluğunu test etmek amacıyla BİST 30 Endesine dahil firmaların 10 yıllık K/D, P/D, F/K oranları bağımsız değişken olarak, HK da bağımlı değişken olarak modele alınmıştır.

Piyasa performans oranları ile piyasa değeri arasında ilişki olup olmadığı, var ise bu ilişkinin yönünü ve gücünü belirlemek için korelasyon analizi çıktılarından faydalanılmıştır. Modelin anlamlı olup olmadığını incelemek amacıyla varyans analizi (ANOVA testi) uygulanmıştır. Bağımsız değişkenlerden hangilerinin ne oranda modele katkı sağladığını incelemek için regresyon katsayılarından faydalanılmıştır. Ayrıca regresyon denklemi kurulmuş ve yorumu yapılmıştır. Son olarak kurulan modelin açıklama gücünü gösteren R^2 sonuçlarından yararlanılmıştır.

Çoklu bağlantı, bağımsız değişkenlerin bazıları arasında yüksek derecede korelasyon olmasını ifade etmektedir. Çoklu bağlantı durumunda tahminler yansız olsa da bağımsız değişkenlerin kuvvetli ilişkisinin değerlendirilmesi ve birlikte etkilerine ilişkin sonuçlara güvenilmemektedir. Başka bir deyişle bağımsız değişkenlerle en iyi tahmin derecesi elde edilse bile beta katsayıları ve R^2 güvenilir bir biçimde yorumlanamamaktadır. Temel kural olarak, bağımsız değişkenler arasındaki korelasyonun 0,70'in üstünde olması çoklu bağlantı sorununa işaret etmektedir.

Bağımsız değişkenler arasında çoklu bağlantı olması halinde modelde bazı sorunlarla karşılaşılabilir. Bu durum modelin yorumlanmasına engel olabilmektedir (Demirel, 2014: 87-88).

Tablo 2'de BİST 30 Endeksinde yer alan ve analize dahil edilen firmaların isimleri ve hisse senedi piyasasında kullanılan kodları verilmiştir.

Tablo 2: BİST 30 Endeksinde Yer alan Firmalar ve Hisse Senetlerinin Kodları

Sıra No	Hisse Kodu	Firma Adı
1	AKBNK	AKBANK
2	ARÇLK	ARÇELİK
3	ASELS	ASELSAN
4	BIMAS	BİM MAĞAZALAR
5	DOHOL	DOĞAN ŞİRKETLER A.Ş
6	EKGYO	EMLAK KONUT GYO
7	ENKAI	ENKA İNŞAAT
8	EREGL	EREĞLİ DEMİR ÇELİK
9	FROTO	FORD OTOSAN
10	GARAN	GARANTİ BANKASI
11	HALKB	HALK BANKASI
12	ISCTR	İŞ BANKASI
13	KCHOL	KOÇ HOLDİNG
14	KOZAL	KOZA ALTIN
15	KRDMD	KARDEMİR
16	OTKAR	OTOKAR
17	PETKM	PETKİM
18	SAHOL	SABANCI HOLDİNG
19	SİSE	ŞİŞE CAM
20	SODA	SODA SANAYİ A.Ş.
21	TAVHL	TAV HAVA LİMANLARI

22	TCELL	TURKCELL
23	THYAO	TÜRK HAVA YOLLARI
24	TKFEN	TEKFEN HOLDİNG
25	TOASO	TOFAŞ OTO. FAB.
26	TTKOM	TÜRK TELEKOM
27	TUPRS	TÜPRAŞ
28	ULKER	ÜLKER BİSKÜVİ
29	VAKBN	VAKIF BANK
30	YKBNK	YAPI KREDİ BANK

Tablo 3'de BİST 30 Endeksine dahil ve uygulama analizinde kullanılan firmaların hisse kapanış fiyatlarına, kar dağıtım oranlarına, fiyat kazanç oranlarına ve piyasa değerinin defter değerine oranlarına ait ortalamalar ve standart sapmalar verilmiştir.

Tablo 3: Tanımlayıcı İstatistikler

	Ortalama	Standart Sapma	N
HK	12,22	18,029	
PD	2,53	2,944	238
FK	17,58	89,065	238
KD	36,9714	73,54723	238

4.2.5. Piyasa performans oranları arasındaki korelasyon analizi ve yorumu

İki değişken arasında ilişkinin yönü ve gücü ile ilgili bir araştırma yapılmak istendiğinde, korelasyon analizinden faydalanılmaktadır. Ancak analiz edilecek iki değişkenin en az eşit aralıklı ölçme düzeyinde ölçülmüş olması gerekmektedir. Korelasyon katsayısı (r); -1 ile +1 arasında değerler almaktadır. Sıfıra yakın değerler iki değişken arasında doğrusal ve zayıf bir ilişkinin olduğunu, artı veya eksi bire

yakın değerler ise iki değişken arasında doğrusal ve güçlü bir ilişkinin olduğunu göstermektedir. Aynı zamanda negatif (-) değerler ilişkinin ters yönlü olduğunu, pozitif (+) değerler ise ilişkinin aynı yönlü olduğunu göstermektedir (Bayram, 2017: 179).

İki değişken arasında mükemmel ve ters yönde bir ilişki varsa korelasyon katsayısı -1; aynı yönde mükemmel bir ilişki olduğunda ise +1 olacaktır. Ancak gerçek hayatta hisse senedi piyasasında bu değer yaklaşık olarak 0,10-0,90 arasında arasındadır. Korelasyon katsayısı değerlerinin yorumu tablo 4'de ifade edilmiştir (Karan, 2011: 149; Aktaran: Demirel, 2014: 89).

Tablo 4: Pearson Korelasyon Katsayısı Değerinin Yorumu

r	İlişki
0,00-0,25	Çok zayıf
0,26-0,49	Zayıf
0,50-0,69	Orta
0,70-0,89	Yüksek
0,90-1,00	Çok yüksek

Tablo 5: Korelasyon Analizi

	HK	PD	FK	KD
HK	1,000	0,674	0,007	0,738
PD	0,674	1,000	0,062	0,417
FK	0,007	0,062	1,000	-0,005
KD	0,738	0,417	-0,005	1,000

HK ile P/D arasında (0,674) pozitif orta derecede anlamlı bir ilişki mevcuttur. HK ile F/K oranı arasında (0,007) sıfıra yakın bir değer çıkmış olup, aynı yönlü çok zayıf bir ilişki olduğu söylenebilir. H/K ile KD oranı arasında (0,738) aynı yönlü yüksek derecede anlamlı bir ilişki söz konusudur.

Bağımsız değişkenler arasındaki ilişkiler incelendiğinde P/D ile F/K oranı arasında (0,062) aynı yönlü çok zayıf bir ilişki mevcutken P/D ile KD oranı arasında (0,417) aynı yönlü zayıf bir ilişki söz konusudur. F/K oranı ile KD oranı arasında ise (-0,05) ters yönlü (negatif) ve çok zayıf bir ilişki mevcuttur.

4.2.6. Piyasa performans oranları ile piyasa değeri arasındaki ilişki: Varyans analizi ve yorumu

Tablo 6: Varyans Analizi

Model	Sum of Squares	df	MeanSquare	F	Sig.
Regression	54517,899	3	18172.633	188,859	,000[b]
Residual	22516,203	234	96,223		
Total	77034,102	237			

a. Bağımlı Değişken: HK

b. Bağımsız Değişken: KD, FK, PD

Modelin anlamlı olup olmadığını incelemek için ANOVA testi uygulanmıştır. Bu test sonucunda ortaya çıkan F değeri bu modelin anlamlı olduğunu göstermiştir. Tabloda F değeri 188,859 ve p değeri (sig.) 0,000 < 0,05 olduğundan H_0 hipotezi reddedilir. Bağımsız değişkenler (KD,FK, PD), bağımlı değişken (HK) ile tahmin edilmesi istatistiksel açıdan mümkündür.

Yapılan analizin sonucunda bağımsız değişken olan KD, FK, PD oranlarının, firmanın piyasa değerini etkilediği sonucuna ulaşılmıştır. BİST 30 endeksinde olan firmaların verileri incelendiğinde ve analizi yapıldığında bu firmaların borsa performans oranları, firmaların yıl sonu kapanış fiyatlarını etkilemektedir.

4.2.7. Regresyon katsayıları yorumu ve modelin regresyon denklemi

Tablo 7: Regresyon Katsayıları

Model			StandardizedCoefficients	t	Sig.	CollinearityStatistics
	B	StdError	Beta			Tolerance
(Constant)	0,388	0,850		0,456	0,649	
PD	2,722	0,239	0,444	11,400	0,000	0,822
FK	-0,004	0,007	-0,017	-0,489	0,625	0,995
KD	0,136	0,010	0,553	14,206	0,000	0,825

HK=0,388+2,722PD-0,004FK+0,136KD+ê

Bağımlı Değişken: HK

Bağımsız Değişken: PD, FK, KD

ê: Hata terimi (Gerçekleşen ile tahmin edilen değer arasındaki fark)

Kurulan regresyon denklemine göre, diğer bütün değişkenler sabit tutulduğunda (ceterisparibus varsayımı) P/D oranındaki bir birimlik değişim (artış), hisse kapanış fiyatını 2,722 birim artırmaktadır. Değişimleri aynı yöndedir. F/K oranındaki bir birimlik değişim (artış) HK'yı 0,004 birim azaltmaktadır. Aralarındaki ilişki ters yönlüdür. KD oranındaki bir birimlik değişim (artış) hisse kapanış fiyatını 0,136 birim artırmaktadır. KD ile HK aynı yönlü değişim göstermektedir.

Bağımsız değişkenlerden hangilerinin anlamlı olarak bu modele katkı sağladığının bulunabilmesi için her bir değişkenin katsayısının t istatistiği kullanılarak test edilmesi gerekir. Yukarıdaki tabloda bağımsız değişkenlerden olan PD ve KD'de p değeri (sig.) 0,05'den küçüktür. Bu durumda PD ve KD modele anlamlı bir katkı

sağlar. Ancak FK oranın p değeri 0,05'den büyük olduğu için modele anlamlı bir katkı sağlamaz.

Açıklayıcılık açısından en açıklayıcı değişken beta katsayısı 0,553 olan kar dağıtım oranıdır. Oranlar arasında en yüksek değer olduğu için en açıklayıcı olan orandır. Başka bir ifadeyle bağımsız değişkenler arasında hisse kapanış fiyatını en çok etkileyen değişken kar dağıtım oranıdır.

Kar dağıtım oranı piyasa değerinin belirlenmesinde en önemli role sahiptir diyebiliriz. Bu oranlar içerisinde yatırımcıyı en çok etkileyen kar dağıtım oranıdır bu da doğal olarak değişkenler arasında piyasa değerini artıran en önemli unsurun kar dağıtım oranı olduğunu gösterir.

Beta katsayılarının işaretleri bağımlı değişken ile bağımsız değişkenlerin aynı yönlü veya ters yönlü olduğunu göstermektedir. PD ve KD oranı, HK ile aynı yönlü iken F/K oranı ile HK ters yönlü ilişki içindedir. Regresyon denkleminde yaptığımız çıkarsamalar, literatürdeki çalışmalar ile örtüşmektedir. Firmaların PD ve KD oranları artıkça hisse kapanış fiyatı artmaktadır. Firmaların FK oranı artıkça hisse kapanış fiyatı azalmaktadır. Ya da firmaların PD ve KD oranları azaldıkça hisse kapanış fiyatı da azalmaktadır. Firmaların F/K oranı azaldıkça da hisse kapanış fiyatı artmaktadır.

Bu durumun F/K oranında kazanç (kar) kısmının paydada olması ile ilgili bir durumdur. Hisse başına kar artıkça piyasa değeri artmakta, ancak hisse başına kar artıkça F/K oranı düşmektedir.

4.2.8. Model özeti ve yorumu

R^2 ile gösterilen çoklu belirlilik katsayısı, birden çok bağımsız değişkenli modellerde, bağımlı değişkende meydana gelen değişmelerin, modeldeki bağımsız değişkenler tarafından açıklanabilen oranını vermektedir. R^2nin değeri 0 ile 1 arasında değişmektedir. R^2 büyüdükçe, Y'deki değişimin bağımsız değişkenleri ile açıklanan yüzdesi de büyümekte ve regresyon doğrusunun, gözlemlere uyumunun iyiliği artmaktadır. R^2 küçüldükçe bu uyum da azalmaktadır (Tarı, 2014: 75-76).

R^2= Regresyona bağlı değişkenlik / Toplam Değişkenlik

Modele yeni bir bağımsız değişken eklenince R^2 değeri azalmamakta, aksine genel itibariyle artmaktadır. Bunun sebebi, yeni bir değişkenin eklenmesiyle, R^2formülünde payın değeri artarken, paydanın aynı kalmasından kaynaklanmaktadır. Bu sakıncayı ortadan kaldırmak için, modele yeni değişken eklenmesiyle meydana gelen serbestlik derecesi kaybını hesaba katmak gerekmektedir. Yukarıdaki formül bunu hesaba katmamaktadır. Bu yüzden, serbestlik derecesini hesaba katan düzeltilmiş çoklu belirlilik katsayısı kullanılmaktadır (Tarı, 2014: 76).

R^2 değeri, modelin gözlemlere uygunluğunun bir ölçüsü olmakla birlikte, bu değer her zaman güvenilen tam bir ölçü olmamakta, sadece kısmi bir ölçü olmaktadır. R^2'nin yüksek olması istenilen bir durumken, bu yüksekliğin ölçüsü konusunda tam bir fikir birliği bulunmamaktadır. Genel olarak, 0.50'nin altındaki bir R^2 değeri zayıf, 0,50 ile 0,70 arasında orta ve 0,70'in üzerinde ise iyi bir uyum ölçüsü olduğu kabul edilir(Tarı, 2014: 77).

Tablo 8: Model Özeti

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of theEstimate
1	,841	,708	,704	9,809

Kurulan regresyon modelinin açıklama gücü 0,70.8'dir. Başka bir ifade ile hisse kapanış fiyatındaki değişimin % 70.8'i piyasa değerinin defter değerine oranı ve kar dağıtım oranlarında meydana gelen değişim ile açıklanabilmektedir. Bağımsız değişken olarak modele giren PD, FK ve KD bağımlı değişken olarak alınan HK'yı %70,8 oranında etkilemektedir. Hisse kapanış fiyatının artıp azalması, %70,8 piyasa değerinin defter değerine oranına ve kar dağıtım oranına bağlıdır.

Bu durumda hisse kapanış fiyatının belirlenmesinde, artıp azalmasında, değişkenlik göstermesinde KD ve PD oranları oldukça etkilidir. Modelin açıklama gücü yüksek olup regresyon doğrusunun gözlemlere uyumu oldukça iyidir. Firmaların politikalarını belirlerken özellikle bu oranları dikkate alması gerekmektedir. Çünkü

piyasa değerini artırıp firma değerlerini artırmaları önemli ölçüde bu oranlara bağlıdır.

SONUÇ VE DEĞERLENDİRME

Firmalarda kar dağıtım kararları, işletmelerin genel durumları ve amaçları göz önünde tutularak iki şekilde alınmaktadır. Kar payları dönem sonlarında ortaklara dağıtılmakta ya da dağıtılmayıp yatırım yapmak amaçlı firmada bırakılabilmektedir. Ülkenin içinde bulunduğu ekonomik durum, firmanın likidite gücü, firma yapısı, borsanın tabi olduğu sözleşmeler, kanunlar kar dağıtım politikalarını etkilemekle beraber yatırımcıları da büyük ölçüde etkilemektedir.

Kar dağıtımı politikalarının firmanın piyasa değerini etkileyip etkilemediği tartışmalı bir konudur. Bu konuda önemli iki görüş bulunmaktadır. Modigliani-Miller Kar Payı İlintisizliği teoisi ile belirli varsayımlar altında kar dağıtım politikalarının firmanın piyasa değerini etkilemediğini savunmaktadır. Vergilerin ve işlem maliyetinin olmadığı tam bilgi varsayımından hareketle geliştirilen teori günümüz şartlarında gerçekçi değildir. Yapılan birçok araştırmada kar dağıtım politikalarının firma değerini etkilediği sonucuna ulaşılmıştır. Yatırımcılar tasarruflarını değerlendirmek istediklerinde firmaların kar dağıtım politikalarını inceleyip ona göre karar vermektedir. Genelde yatırımcı tarafından kabul gören düzenli ve nakit şeklinde yapılan kar payı ödemeleridir.

Kar payı politikaları ile ilgili önemli bir başka görüş de Gordon ve Lintner tarafından geliştirilen Eldeki Kuş Teorisidir. Kar payı olarak dağıtılan nakdi eldeki kuş olarak nitelendirirken, firmada daha sonra yatırıma dönüştürülmek için bırakılan kar paylarını daldaki kuşa benzetilmiştir. Yatırımcıların her zaman için eldeki nakdi ileride alacakları sermaye kazancına tercih edeceğini savunmuştur. Yatırımcı ileride alacağı sermaye kazancını riskli ve güvenilmez olarak görmekte; hemen alacağı kar payını daha risksiz ve güvenli görmektedir. Yapılan birçok çalışmada kar dağıtım kararlarının firmanın piyasa değerini etkilediği sonucuna ulaşılmıştır.

Yusuf Demir (2001) çalışmasında 1991-2000 yıllarındaki İMKB'de işlem gören 16 adet firmanın verileri ile çoklu regresyon analizi uygulamış ve çalışma sonucunda, kar ve kar payı dağıtımı hisse senedi değerini etkilemede önemli faktör olduğunu saptamıştır.

Mehmet Pekkaya (2006) çalışmasında 1987-2006 yılları arasında İMKB 30 Endeksinde yer alan 19 şirketin verilerini kullanarak otofinansman ve kar dağıtım

miktarının şirket değeri üzerine etkisini araştırmış ve otofinansmanın şirket değerini olumlu etkilediği ancak şirket değeri ile kar dağıtım miktarı arasında netlik bulunmadığını analiz etmiştir.

Erhan Bilgili ve Murat Düzer çalışmalarında oran analizi verilerinin büyük bir kısmı (likidite durumu, mali yapı ve borsa performansı) ile firma değeri arasında bir ilişkinin var olduğunu gözlemlemişlerdir.

Yaptığımız çalışmada borsa performans oranlarının firmanın piyasa değeri üzerine etkisi araştırılmıştır. Kurulan hipotezi test etmek amaçlı yapılan regresyon analizine göre borsa performans oranları, hisse kapanış fiyatını etkilediği sonucuna ulaşılmıştır. Borsa performans oranları içinde yer alan kar dağıtım oranı aynı zamanda firmaların kar dağıtım kararları ile ilgili bilgileri de içermektedir. Kar dağıtım oranı, hisse senedi fiyatını en çok etkileyen değişken olarak bulunmuştur (%55,3). Firmaların kar dağıtım oranı artıkça hisse senedi fiyatı da artmaktadır. Kar dağıtım oranı gibi aynı yönlü etki eden bir başka değişken piyasa değerinin defter değerine oranı, hisse kapanış fiyatını kar dağıtım oranı kadar büyük ölçüde etkilemese de orta seviyede (%44,4) etkilemektedir. Firmaların piyasa değerini ölçmek için kullanılan oranlardan bir diğeri fiyat kazanç oranıdır. Bu oranın hisse kapanış fiyatı ile ters yönlü ve hisse kapanış fiyatı üzerinde çok etkili olmadığı tespit edilmiştir (%017).

Elde ettiğimiz sonuçlar Modigliani Miller 'in savundukları "Kar Payı İlişkisizliği" teorisini desteklememektedir. Teorideki varsayımlar, içinde bulunduğumuz ekonomik koşullara uygun değildir. Günümüzde vergiler gelir vergisi ve kurumlar vergisi adı altında hem dağıtılan kardan hem de firmada bırakılan karlardan alınmaktadır. Ancak gelir vergisinin artan oranlı olması sebebi ile kar payı dağıtılan ortak, daha fazla vergi yüküne katlanmaktadır. Bunun önüne geçebilmek için kar payı yerine oto finansman tercih edilebilmektedir. Diğer taraftan işlem maliyeti, borçlanma maliyeti gibi durumlar sermaye piyasasında yatırımcıyı etkileyen durumlardandır.

Kar dağıtım oranının piyasa değerini etkilediği tespit edilmiş olup Gordon ve Lintner'in "Eldeki Kuş" teorisi ile uyuşmaktadır. Genel olarak düzenli olarak nakit şeklinde yapılan kar payı ödemeleri yatırımcı

tarafından tercih edilmektedir. Bu durum firmanın hisse senedi fiyatının artması ile sonuçlanmaktadır. Finans yöneticisi, firmanın genel yapısına, ekonomin durumuna bakarak, yatırımcıların beklentilerini de dikkate akarak düzenli bir kar payı dağıtım politikası izlemelidir.

BİST 30 endeksinde yer alan aynı firmaların kar dağıtım politikaları ile modelin performans ölçümü olan ekonomik katma değer (EVA) katılarak analiz genişletilebilir. Diğer borsa performans oranları da ekleyerek hangi değişkenlerin etkili ne oranda etkili olduğu incelenebilir.

KAYNAKÇA

Acar, O. (2012, Ekim) Finans Teorileri, Modern Finans'ta En Popüler Teoriler, Dr. Okan Acar'ın İnternet Sitesi.

Atasoy, F., (2012, 11 Mart) Borsada Ayı-Boğa-Koyun Ve Köpek Balığı Ne Demektir?, http://www.fatihatasoy.com/kazanc-yollari/borsa/borsada-ayi-boga-koyun-ve-kopek-baligi-ne-demektir.html

Avukatlık Ortaklığı (ORAL), Anonim Şirketlerde Kar Dağıtımı, ss. 6-18, Erişim http://www.oral.av.tr/yayinlarimiz/kar.pdf.

Aydın, N. Başar, M ve Coşkun, M. (2014). *Finansal Yönetim*. Ankara: Detay Yayıncılık.

Bayhan, A. (2017,26 Eylül) BIST 30, 50 ve 100 Endeksleri Nedir? Bu Sayılar Ne Anlama Gelir? Borsa Piyasası, https://borsanasiloynanir.co/bist-30-50-100-endeksleri/

Bayram, N. (2017). *Sosyal Bilimlerde SPSS ile Veri Analizi* (Altıncı baskı). Bursa: Ezgi Kitabevi.

Belgeci, (2017, 15 Şubat) Menkul Kıymet Borsaları, http://www.belgeci.com/menkul-kiymet-borsalari.html

BİST: Kar Payı Dağıtımı, Erişim: http://www.borsaistanbul.com/sirketler/sirketlerin-yukumlulukleri/pay-piyasasi/kar-payi-dagitimi

Borsa İstanbul Anonim Şirketi Esas Sözleşmesi, http://www.borsaistanbul.com/docs/default-source/kurumsal-yonetim/bias-esas-sozlesmesi.pdf?sfvrsn=22

Borsa İstanbul Üyeleri, http://www.borsaistanbul.com/borsa_uyeleri/uyeler Erişim: 22.08.2017)

Borsa İstanbul, http://www.borsaistanbul.com/kurumsal/borsa-istanbul-hakkinda

Borsa Piyasası, (2013, 13 Eylül). Menkul Kıymetler Borsası http://www.borsapiyasasi1.com/menkul-kiymetler-borsasi/

Borsalar ve Piyasa İşleticilerinin Kuruluş, Faaliyet, Çalışma ve Denetim Esasları Hakkında Yönetmelik (2013, 19 Temmuz), T.C. Resmi Gazete, Sayı: 28712,

http://www.borsaistanbul.com/data/yonetmelikler/Borsalar-ve-Piyasa-Isleticilerinin-Kurulus-Faaliyet-Calisma-ve-Denetim-Esaslari-Hakkinda-Yonetmelik.pdf

Büker, S. Aşıkoğlu, R ve Sevil, G. (2014). *Finansal Yönetim.* Ankara: Sözkesen Matbaacılık.

Canbaş, S ve Doğukanlı, H. (1997). *Finansal Pazarlar.* İstanbul: Beta Yayınları.

Ceylan, A ve Korkmaz, T. (2006). *İşletmelerde Finansal Yönetim.* Bursa: Ekin Kitabevi.

Chambers, N. (2009). *Firma Değerlemesi.* İstanbul: Beta Basım.

Dağlı, H. (2004). *Sermaye Piyasası ve Portföy Analizi.* Trabzon: Derya Kitabevi.

Demir, Y. (2001). İşletmelerin Kar Payı Dağıtım Politikaları ve Firma Değerliliğinin Vergi Uygulamaları ile İlişkisine Teorik Bir Yaklaşım. *Süleyman Demirel Üniversitesi İİBF Dergisi*, Cilt 6, Sayı 1, ss. 55-71.

Demirel, E. , (2014) Temettü Dağıtım Politikasının Firma Değeri Üzerine Etkisi ve BİST 30 Endeksinde Bir Uygulama, Yüksek Lisans Tezi. *Selçuk Üniversitesi. Sosyal Bilimler Enstitüsü,* Konya.

Devecioğlu, C. (2018, 24 Mayıs). Muhasebe Karı ve İktisadi Kar, İktisat Notları, https://kolayekonomi.com/muhasebe-kari-ve-iktisadi-kar-nedir-nasil-hesaplanir/ (Erişim: 12.09.2018)

Durmuş, B. Yurtkoru, S ve Çinko, M. (2013). *Sosyal Bilimlerde SPSS'le Veri Analizi.* İstanbul: Beta Basım Yayım Dağıtım.

Ekonomi Analiz, (2013, 21 Mayıs) Basit Regresyon Analizi, http://www.ekonomianaliz.com/basit_regresyon_analizi/ (Erişim: 28.04.2019).

Endüstri Mühendisliği, (2007,12 Aralık) Kar Dağıtım Politikası, http://enm.blogcu.com/kar-dagitim-politikasi/2716461 (Erişim: 13 Eylül 2018)

Erdem, E. (2012, Ekim) Türk Ticaret Kanunu'nda Kurucu İntifa Senetleri, http://www.erdem-erdem.av.tr/yayinlar/hukuk-postasi/turk-ticaret-kanununda-kurucu-intifa-senetleri/

Ertaş, F ve Karaca, S. (2010, Temmuz). Kar Dağıtımının İlanı ve Gerçekleşmesi Arasında Geçen Sürenin Firma Değerine Etkisi. *Muhasebe ve Finansman Dergisi,* Sayı 47, ss. 58-68.

Finans Teorisi II, (Bahar, 2003), Ders-a-6, Erişim: http://www.acikders.org.tr/file.php/117/LectureNotes/Ders-a-6.pdf

Gümüş, U , Şakar, Z , Akkın, G. ve Şahin, M. (2017). Finansal Analizde Kullanılan Oranlar ve Firma Değer İlişkisi BİST'de İşlem Gören Çimento Firmaları Üzerine Bir Analiz. *Karadeniz Sosyal Bilimler Dergisi,* 9(16), ss. 1-23.

Gündoğdu, B. (2006, 5 Ekim). Limited ve Anonim Şirketlerde Kar Dağıtımı ve Muhasebeleştirilmesi. Vergi. TC.

Gürünlü Alma, Ö ve Vupa Ö. (2008, Ekim). Regresyon Analizinde Kullanılan En Küçük Kareler ve En Küçük Medyan Kareler Yönteminin Karşılaştırılması. *Dokuz Eylül Üniversitesi, SDÜ Fen-Edebiyat Fakültesi Fen Dergisi (E-Dergi).* 3(2), 219-229.

http://finans.mynet.com/borsa/endeks/xu030-bist-30/

http://ihsanxcoo.blogspot.com.tr/2010/06/isletmelerin-donem-sonunda-elde.html

http://kutuphane.pamukkale.edu.tr/katalog/0031470.pdf

http://www.borsaistanbul.com/veriler/verileralt/mali-tablolar-arsiv

http://www.wikiturk.net/Madde/32777/menkul-kiymetler-borsalarinin-ekonomik-islevleri

İktisat Sözlüğü, Ekonomi Terimleri, http://www.iktisatsozlugu.com/nedir-999-F%C3%9CZYON#.WX0BtxXyhH0

İleri, F. , (2016) Nakit Kar Payı Ödemesinin Firma Değeri Üzerine Etkisi: Türkiye'de Otomotiv Sektörü Üzerine Bir Uygulama, Yüksek Lisans Tezi, Gazi Üniversitesi. *Sosyal Bilimler Enstitüsü,* Ankara.

İnverstAZ. (2017, Haziran) Finansal Kaldıraç Oranı Nedir? Nasıl Hesaplanır? https://www.investaz.com.tr/blog/finansal-kaldirac-orani-nedir-nasil-hesaplanir/ (Erişim:28.04.2019).

İstanbul Serbest Muhasebeciler Mali Müşavirler Odası (ISMMMO) Kar Dağıtımı Çalışma Grubu, (2014, Şubat) Kar Dağıtımı ve Vergilendirilmesi, http://archive.ismmmo.org.tr/docs/SeminerNotlar/18022014/kar_da%C4%9Ft%C4%B1t%C4%B1m_sunum_2014_2.pdf

Karabıyık, L ve Anbar, A. (2010). *Sermaye Piyasası ve Yatırım Analizi*, Bursa: Ekin Yayınevi.

Kılıç, Y.,Buğan, M. ve Özbezek, D. (2016). Asimetrik Bilgi ve Sinyal Teorisi: Temettü ve Kazanç İlişkisinde Panel Nedensellik Yaklaşımı, *Gazi Antep Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi*, 15 (4), 1132-1145. DOI: 10.21547/jss.265502.

Lewellen, K., (2003, 18-19 Şubat) Sermaye Yapısı, Finans Teorisi II, http://ocw.metu.edu.tr/pluginfile.php/6817/course/section/2427/Ders-b-2.pdf

Menkul kıymetler borsaları nedir? Ekonomi, http://www.nedir.com/menkul-k%C4%B1ymetler-borsalar%C4%B1

Pekkaya, M. (2006). Kar Payı Dağıtımının Şirket Değeri Üzerine Etkisi: İMKB 30 Endeks Hisselerine Bir Analiz. *ZKÜ Sosyal Bilimler Dergisi*, Cilt 2, Sayı 4, ss. 183–209.

Poyraz, E. (2013). *Finansal Yönetim*. Bursa: Ekin Yayınevi.

Sağmanlı, M. (2001). Şirket Değerleme Teorisi ve Pratik Uygulama. İstanbul: Tümay.

Sandıkcı, M. , (2014) İşletmelerde Kar Payı Dağıtım Politikaları Ve Finansal Performans Üzerine Etkileri: Borsa İstanbul'da Amprik Bir Çalışma, Yayımlanmamış Yüksek Lisans Tezi, *Selçuk Üniversitesi. Sosyal Bilimler Enstitüsü,* Konya.

Sayılgan, Ş. (1993). Türkiye'de Sermaye Piyasası ve Kamuyu Aydınlatma. *Marmara İletişim Dergisi,* Sayı 4, ss.103-113.

Sermaye Piyasası Kurulu Basın Açıklaması, (2019), http://www.spk.gov.tr/Duyuru/Goster/20131224/2

Sesli Sözlük, https://www.seslisozluk.net/yarar%2C-k%C3%A2r-nedir-ne-demek/ (Erişim: 11Eylül 2018)

Şafak, M. (2009, 28 Mayıs). Şirketlerde kar dağıtımı politikası ve vergi kanunları, eDünya, https://www.dunya.com/kose-yazisi/sirketlerde-kar-dagitimi-politikasi-ve-vergi-kanunlari/4366 (Erişim: 28.04.2019)

Şamiloğlu, F. (2006). Entelektüel Sermaye: İMKB'de Hisse Senetleri İşlem Gören Bankalar Üzerine Bir Uygulama. *Muhasebe ve Finansman Dergisi,* (31), 78-89. Erişim: http://dergipark.org.tr/mufad/issue/35600/395424.

Şirin, E. (2017, 11 Temmuz) R Kare ve Düzeltilmiş R Kare, http://www.datascience.istanbul/2017/07/11/r-kare-ve-duzeltilmis-r-kare/

Taner, B.,Küçükbay, F., Demirhan, D., "Entelektüel Sermaye Kavramı ve Firma Piyasa Değeri Üzerine Etkisinin İncelenmesi: IMKB'de İşlem Gören Firmalar Üzerine Bir Uygulama", İstanbul Teknik Üniversitesi s. *Ulusal Finans Sempozyum Bildirileri,* İstanbul, 27-28 Ekim 2004.

Tarı, R. (2014). *Ekonometri* (Gözden geçirilmiş onuncu baskı). Kocaeli: Umuttepe Yayınları.

Tunalı, H ve Tuncer, E. (2015). Türkiye'de Sermaye Piyasası Gelişimi ile Ekonomik Büyüme İlişkisi. *İktisat Fakültesi Mecmuası,* Cilt 65, ss. 81-99.

Uzun, E. (2008). *İşletme Finansmanı ve Finansal Yönetim.* Muğla: Birleşik Matbacılık.

Vergi dosyası, (2018, 14 Ocak) Ticari kar muhasebe karı mali kar ayrımı, https://vergidosyasi.com/2018/01/15/ticari-kar-muhasebe-kari-mali-kar-ayrimi-ve-farklilasma-nedenleri// (Erişim: 11 Eylül 2018)

Yalçın, H., Mali kar ile ticari kar arasındaki fark nedir?, http://www.muhasebevergi.com/content.aspx?id=233 (Erişim: 12 Eylül 2018)

Yazıcı, K. (1997). *Özelleştirmede Değerleme Yöntemleri ve Değerleme Kriterleri.* Ankara: DPT Yayını, YPKDGM.

ÖZGEÇMİŞ

KİŞİSEL BİLGİLER

Pelin Çetin

Sultanhisar

18.05.1990

Bekar

EĞİTİM BİLGİLERİ

Nazilli Lisesi (Yabancı Dil Ağırlıklı) 2004-2008

Muğla Sıtkı Koçman Üniversitesi İşletme Bölümü 2009-2013

MESLEKİ BİLGİLER

2014-2015 Muğla Sıtkı Koçman Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü (Yarı zamanlı)
2014-2015 Muğla Murat Eğitim (AÖF ve SMMM gruplarında) Muhasebe Öğretmenliği
2015-2016 Muğla Murat Eğitim KPSS Maliye ve Muhasebe Öğretmenliği
2016-2017 Milas Murat Eğitim KPSS Maliye ve Muhasebe Öğretmenliği
2017-2018 Nazilli Yediiklim Maliye Öğretmenliği ve Yönetici Asistanı
2018-2019 Nazilli Murat Eğitim Kurumları Rehberlik Öğretmeni ve Yönetici Asistanı