



T.C. ANADOLU ÜNİVERSİTESİ  
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ

TÜRKİYE'DE KÂR DAĞITIM POLİTİKASININ  
ŞİRKET DEĞERİNE ETKİSİ  
VE  
İSTANBUL MENKUL KIYMETLER BORSASI'NA  
KAYITLI ŞİRKETLER ÜZERİNDE BİR DEĞERLENDİRME

( Yüksek Lisans Tezi )

Sevil ARSLANBOĞA

ESKİŞEHİR - 1990

## İ Ç İ N D E K İ L E R

	Sayfa
T A B L O L A R .....	VII
K I S A L T M A L A R .....	VIII
G İ R İ Ş .....	1

### B i r i n c i B ö l ü m

#### K Â R D A Ğ İ T İ M P O L İ T İ K A S I

<u>1. KAVRAMLAR</u> .....	4
I - DAĞITILABİLİR KÂR .....	4
II - KÂR DAĞITIM POLİTİKASI .....	5
III- ŞİRKET DEĞERİ .....	6
<u>2. KÂRIN DEĞİŞİK GÖSTERİLMESİ</u> .....	6
I - KÂRI DEĞİŞİK GÖSTERMENİN NEDENLERİ .....	8
A. Kârı Düşük Göstermenin Nedenleri .....	8
1. <u>Daha Az Vergi Ödeme</u> .....	8
2. <u>Yönetimin Kötü Niyeti</u> .....	9
3. <u>Daha Az Kâr Payı Dağıtma</u> .....	10

B. Kârı Yüksek Gösterme Nedenleri .....	10
II - KÂRIN DEĞİŞİK GÖSTERİLMESİNE OLANAK VEREN UYGULAMALAR .....	10
A. Satış Hasılatı.....	11
B. Stok Değerleme Yöntemleri .....	11
C. Amortisman Yöntemi .....	12
D. Karşılık Ayrılması .....	13
E. Finansman Giderleri .....	14
F. Kurumlar Vergisi İstisnaları .....	14
G. Araştırma Geliştirme Giderleri .....	14
H. Açık Olmayan Giderler .....	15
1. <u>Yöneticilerin Maaşları</u> .....	15
2. <u>Yasalara Göre Yapılması Gerekli         Giderler</u> .....	16
<u>3. ÇEŞİTLİ FİNANSAL AMAÇLAR VE KÂR DAĞITIM POLİTİKA- SININ ÖNEMİ</u> .....	16
I - KÂR DAĞITIM POLİTİKASININ İŞLETME FAALİYET- LERİNİN VE YENİ YATIRIMLARIN FİNANSMANI AÇISINDAN ÖNEMİ .....	17
A. Aile Şirketleri Açısından Önemi .....	18
B. Halka Açık Şirketler Açısından Önemi ....	19
II - KÂR DAĞITIM POLİTİKASININ ORTAKLARIN VE OLASI YATIRIMCILARIN BEKLENTİLERİ AÇISINDAN ÖNEMİ. 21	
A. Aile Şirketleri Ortakları Açısından Önemi 22	
B. Halka Açık Şirket Ortakları Açısından Önemi .....	23
C. Olası Yatırımcıların Beklentileri Açısın- dan Önemi .....	24
<u>4. KÂR DAĞITIM POLİTİKASINI ETKİLEYEN FAKTÖRLER</u> ....	24
I - KANUN VE ŞİRKET SÖZLEŞMESİNDE YER ALAN HÜKÜMLER .....	25

A. Kanun Hükümleri .....	25
1. <u>Kâr Dağıtımında Uyulması Gereken</u> <u>Temel İlkeler</u> .....	26
a- <u>Net Kâr İlkesi</u> .....	26
b- <u>Esas Sermayenin Korunması İlkesi</u> ..	26
c- <u>Şirketin Borçlarını Ödeme Gücüne</u> <u>Sahip Olması İlkesi</u> .....	26
2. <u>Halka Açık Anonim Şirketlerle İlgili</u> <u>Kâr Dağıtım Hükümleri</u> .....	27
B. Şirket Sözleşmesinde Yer Alan Hükümler ..	29
II - ŞİRKETİN LİKİDİTE DURUMU .....	29
III- BORÇLARI ÖDEME ZORUNLULUĞU .....	30
IV - KREDİ SÖZLEŞMELERİNDE YER ALAN HÜKÜMLER ....	31
V - ŞİRKET YATIRIMLARI İÇİN DUYULAN FON GEREKSİNMESİ .....	31
VI - ŞİRKETİN YATIRIM PROJELERİNİN KÂRLİLİĞİ ....	32
VII- KÂRLARIN İSTİKRARI .....	32
VIII-SERMAYE PİYASASINA BAŞVURMAK OLANAĞI .....	33
IX - ORTAKLARIN VERGİ DURUMLARI .....	34
<u>5. KÂR DAĞITIM POLİTİKASI ÇEŞİTLERİ</u> .....	35
I - İSTİKRARLI GELİŞME GÖSTEREN KÂR PAYI DAĞITIMI	36
II - HER YIL SABİT TUTARDA KÂR PAYI DAĞITILMASI .	36
III- SABİT KÂR PAYI ÖDEME ORANI .....	37
IV - DÜZENLİ SABİT BİR KÂR PAYI + EKLEMELER ....	37
<u>6. KÂR PAYI DAĞITIMINDA KULLANILABİLECEK KAYNAKLAR.</u>	38
I - NAKİT AKIMLARININ KULLANILMASI .....	39
II - BORÇLANARAK KÂR PAYI ÖDENMESİ .....	39
III- YENİ HİSSE SENEDİ ÇIKARILMASI .....	40

İ k i n c i B ö l ü m

K Â R D A Ğ İ T İ M P O L İ T İ K A S İ N İ N  
Ş İ R K E T D E Ğ E R İ Ü Z E R İ N E E T K İ S İ

<u>1. KÂR DAĞITIM POLİTİKASININ ŞİRKET DEĞERİ ÜZERİNE</u>	
<u>ETKİSİNE İLİŞKİN GÖRÜŞLER</u> .....	41
I - KÂR DAĞITIM POLİTİKASININ GEÇERSİZLİĞİ VE MODIGLIANI - MILLER GÖRÜŞÜ .....	42
II - MODIGLIANI - MILLER GÖRÜŞÜNE İTİRAZ EDİLEN NOKTALAR VE BU İTİRAZLARA KARŞI İLERİ SÜRÜLEN GÖRÜŞLER .....	44
A. Ek Finansman Gereksinmesinin Öz Kaynaktan ya da Borçlanma Yoluyla Karşılanması ....	44
B. Belirlilik Varsayımının Geçerliliği .....	45
C. Tam Rekabet Koşullarının Geçerliliği ....	46
D. Uygulanan Vergi Sisteminin Yatırımcıların Beklentilerini Değiştirmesi .....	47
III- KÂR DAĞITIM POLİTİKASININ GEÇERLİLİĞİ VE GORDON - LINTNER GÖRÜŞÜ .....	48
<u>2. KÂR DAĞITIM POLİTİKASININ ŞİRKET DEĞERİ ÜZERİNE</u>	
<u>ETKİSİNE İLİŞKİN GÖRÜŞLERİN TÜRKİYE AÇISINDAN</u> <u>DEĞERLENDİRİLMESİ</u> .....	50
I - SERMAYE PİYASASININ GELİŞMİŞLİĞİ .....	51
II - YATIRIMCILARIN BEKLENTİLERİ .....	53
III- GELECEĞİN BELİRSİZLİĞİ .....	54
IV - FİNANSMAN KAYNAKLARININ MALİYETİ .....	55
V - ŞİRKETLEŞME YAPISI .....	56
VI - VERGİLER .....	57

<u>3. KÂR DAĞITIM POLİTİKASI ÇEŞİTLERİNİN VE KÂR PAYI DAĞITIMINDA KULLANILABİLECEK KAYNAKLARIN HİSSE SENEDİ DEĞERİNE ETKİSİ</u> .....	58
I - KÂR DAĞITIM POLİTİKASI ÇEŞİTLERİNİN HİSSE SENEDİ DEĞERİNE ETKİSİ .....	59
A. İstikrarlı Gelişme Gösteren Kâr Payı Dağıtımının Etkisi .....	59
B. Her Yıl Sabit Tutarda Kâr Payı Dağıtımının Etkisi .....	65
C. Sabit Kâr Payı Ödeme Oranının Etkisi ...	67
D. Düzenli Sabit Bir Kâr Payı + Eklemelerin Etkisi .....	68
II - KÂR PAYI DAĞITIMINDA KULLANILABİLECEK KAYNAKLARIN HİSSE SENETLERİ DEĞERİNE ETKİSİ.	68
A. Nakit Akımlarının Kullanılmasının Etkisi.	68
B. Borçlanarak Kâr Payı Ödenmesinin Etkisi..	69
C. Yeni Hisse Senedi Çıkarılması Yoluyla Kâr Payı Dağıtımının Etkisi .....	69
SONUÇ .....	71
FAYDALANILAN KAYNAKLAR .....	i - v
EKLER .....	vi

## T A B L O L A R

<u>Tablo No</u>	<u>Adı</u>	<u>Sayfa</u>
1	1986, 1987 ve 1988 Yılları Kârlarına Göre Dağıtılan Kâr Payları .....	61
2	Kâr Paylarının Dağılımı .....	62
3	1988 Yılında Hisse Senetleri Verimi .....	63
4	İstikrarlı Kâr Payı Dağıtan Üç Şirketin Piyasa Değerlerinin Gelişimi .....	64
5	Artan Oranda Kâr Payı Dağıtan Çukurova Elektrik'in Piyasa Değerinin Gelişimi .....	64
6	1986, 1987, 1988 ve Eylül 1989 İtibariyle Şirketlerin Piyasa Değerleri .....	66

## K I S A L T M A L A R

İMKB	: İstanbul Menkul Kıymetler Borsası
EİTİA	: Eskişehir İktisadi ve Ticari İlimler Akademisi
İİTİA	: İstanbul İktisadi ve Ticari İlimler Akademisi
İSO	: İstanbul Sanayi Odası
İÜ	: İstanbul Üniversitesi
ABD	: Amerika Birleşik Devletleri
TTK	: Türk Ticaret Kanunu
VUK	: Vergi Usul Kanunu
a.g.k.	: adı geçen kaynak
a.g.m.	: adı geçen makale
Y	: Yıl
S	: Sayı
C	: Cilt
B	: Baskı
s	: sayfa



## G İ R İ Ő

Anonim Şirketlerde her yıl önemli karar aşamalarından birisi kâr dağıtım politikasının belirlenmesidir. Çünkü verilecek karar anonim Şirketin finansal yapısını, yeni yatırım kararlarını, ortakların servetlerini ve hepsinden önemlisi Şirketin piyasa değerini etkileyecektir. Anonim Şirketler açısından finansal amacın Şirketin piyasa değerini dolayısıyla ortakların servetlerini en yüksek düzeye çıkarma olduğu düşünülürse kâr dağıtım politikasının bu amacı gerçekleştirme açısından çok büyük bir öneme sahip olduğu açıktır.

Türkiye'de 1980'li yılların başında meydana gelen banker iflasları sermaye piyasasının gelişimini olumsuz yönde etkilemiştir. Sermaye piyasası açısından en büyük kayıp ise yatırımcıların bu piyasaya olan güveninin azalmış olmasıdır. Sermaye piyasası alanındaki kanuni boşluk

1981 yılında çıkarılan 2499 sayılı Sermaye Piyasası Kanunu'yla giderilmeye çalışılmıştır. Bu kanunla halka açık şirket kavramı getirilmiş ve bu şirketlerin uymak zorunda oldukları hükümler açıklanmıştır. Bu hükümlerden en önemlisi halka açık şirket ortaklarının keyfi uygulamalardan zarar görmelerini önlemek amacıyla getirilen I. temettü dağıtma zorunluluğu ve bu oranın Sermaye Piyasası Kurulu tarafından belirlenecek orandan az olmamasıdır. Yatırımcıların beklentilerini karşılayacak bir kâr dağıtım politikası şirketlerin piyasa değerini olumlu yönde etkileyecektir.

Bu çalışmanın konusu kâr dağıtım politikasının şirket değeri üzerine etkisi ve İstanbul Menkul Kıymetler Borsası'na kayıtlı şirketler üzerinde bir değerlendirmedir.

Çalışmada kâr dağıtım politikasının hisse senetleri fiyatlarını dolayısıyla şirket değerini etkilediği ile ilgili sürülmekte ve Türkiye'de yatırımcıların kâr dağıtım politikasına çok önem verdikleri belirtilmektedir.

Çalışma iki bölüme ayrılmıştır. Birinci bölümde Kâr Dağıtım Politikası başlığı altında genel olarak kavramlar ele alınmakta, kâr dağıtım politikasının önemi vurgulanarak, çeşitleri, bu politikayı etkileyen faktörler ve kâr payı dağıtımında kullanılabilecek kaynaklar incelenmektedir.

İkinci bölümde kâr Dağıtım Politikasının Şirket Değeri Üzerine Etkisi başlığı altında kâr dağıtım politika-

sının Şirket değeri ¼zerine etkisine ilişkin g¼r¼Őler, bu g¼r¼Őlerin T¼rkiye açısından değerlendirilmesi, kâr dağıtım politikası çeşitlerinin ve kâr payı dağıtımında kullanılabilir kaynakların hisse senetleri değerine etkisi konuları incelenmektedir.

## B i r i n c i B ö l ü m

### K Â R D A Ğ I T I M P O L İ T İ K A S I

#### 1. KAVRAMLAR

Kavramlar başlığı altında bu çalışmanın temelini oluşturan ve en çok üstünde durulacak olan belli başlı kavramlar incelenmiştir. Bunlar sırasıyla; dağıtılabilir kâr, kâr dağıtım politikası ve şirket değeri kavramlarıdır. Bu kavramlar genel olarak ele alınacaktır.

#### I- DAĞITILABİLİR KÂR

Anonim şirketin vergiden önceki bilanço kârından kurumlar vergisi ve diğer yasal yükümlülükler çıktıktan sonra kalan kısmına dağıtılabilir kâr denir (1).

---

(1) İsmail TÜRK, "Aydın Konuşu", MALİ SORUNLARA ÇÖZÜM DERGİSİ, Y.1, S.5 (Mayıs 1985), s. 43.

Anonim şirketlerin dönem sonunda hazırladıkları iki bilanço vardır. Bu bilançolardan hareketle ticari kâr ve mali kâr hesaplanır. Ticari kâr gelir tablosundan hareketle hesaplanır ve şirket faaliyetlerinin sonucunu gösterir. Mali kâr ise özsermayeden hareketle hesaplanır ve vergi, diğer yasal yükümlülüklerin hesaplanmasında esas olacak matrahı gösterir. Anonim şirketlerin kâr dağıtımında esas alacakları kâr ticari kârdır (dönem kârı) ve kâr dağıtım da net kârdan yapılmaktadır (2).

## II- KÂR DAĞITIM POLİTİKASI

Kâr dağıtım politikası, anonim şirketlerin elde ettiği net kârın ortaklar ve dağıtılmamış kârlar arasında dağılımını belirleyen politikadır (3).

Türk Ticaret Kanunu hükümlerine göre kâr dağıtım kararını verecek organ anonim şirketlerde genel kuruldur. Yönetim kurulunun bu konuda yetkisi yoktur.

Anonim şirketler daha sonra değinilecek olan kâr dağıtım politikalarından birini seçebilecekleri gibi daha değişik politikalar da benimseyebilirler. Türkiye'de pek çok anonim şirkette özellikle de aile şirketlerinde olduğu gi-

- 
- (2) ŞÜKRÜ KIZILOĞLU, "Anonim Şirketlerde Kâr Dağılımı", MA-Lİ SORUNLARA ÇÖZÜM DERGİSİ, Y.3, S.26 (Şubat 1987), s. 56.
- (3) ÖZTİN AKGÜÇ, Finansal Yönetim, İstanbul Üniversitesi Ya.No. 3344, Muhasebe Enstitüsü Ya.No. 46, B.4, İstanbul, 1985, s. 706.

bi hiç kâr dağıtmama yoluna da gidebilirler.

### III- ŞİRKET DEĞERİ

Genel olarak bir anonim şirketin bir hisse senedinin piyasa değeri ile toplam hisse senedi sayısının çarpımı sonucu bulunacak rakam şirket değeridir (4). Diğer bir deyişle şirketin piyasa değeridir. Genel olarak diye ifade edildi, çünkü bazı şirketlerin farklı tertip hisse senetleri, bunun yanında imtiyazlı hisse senetleri vardır. Bu farklı tertip ve imtiyazlı hisse senetlerinin piyasa fiyatları da farklı olmaktadır. Bu durumda şirket değeri hesaplanırken bu farklı tertip hisse senetlerinin dikkate alınması gerekmektedir. Bazı şirketlerin özellikle aile şirketlerinin hisse senetleri sermaye piyasasında alım satımına konu olmamaktadır. Bu nedenle de şirketin piyasa değerini hisse senetlerine dayanarak hesaplamak mümkün olmamaktadır.

### 2. KÂRIN DEĞİŞİK GÖSTERİLMESİ

Finansal tablolar şekil ve içerikleriyle pek çok kanun ve tebliğe uygun olarak düzenlenirler. Ancak bazı finansal olaylar ve işlemler bir kaç farklı şekilde muhasebeleştirir-

---

(4) AKGÜÇ, s. 783.

lebilir. Muhasebe, yasal düzenlemeler çerçevesinde uygulayıcıya birden fazla seçme hakkı verir (5). Aynı türde bir finansal olay farklı iki şekilde muhasebeleştirilebilir. Buradan da bir anonim şirketin kendi amaçları doğrultusunda, yasal çerçeve içersinde kalmak şartıyla finansal tablolar yayınlayabileceği belirtilebilir. Yine tüm aktif ve pasif yapısı birbirine benzer, aynı konuda faaliyet gösteren iki anonim şirketin farklı fakat kabul edilebilir muhasebe uygulamaları yapmaları nedeniyle çok farklı kâr rakamları açıklamaları mümkün olmaktadır (6).

Muhasebedeki esnek uygulamaların bilinmesi anonim şirketin faaliyet sonuçlarıyla yakından ilgilenen taraflar açısından önemlidir. Çünkü ortaklar ve beklenir hisse senedi alıcıları şirketin yayınladığı yıllık faaliyet raporlarıyla şirketin çalışmaları ve sonuçları hakkında bilgi sahibi olurlar (7). Bu uygulamalar çerçevesinde dönem kârının değişik gösterilebilmesi dağıtılabılır kârı da etkilemektedir. Tatminkar bir kâr payı alma beklentisi içinde olan bir yatırımcının bu tür uygulamaları bilmesinde fayda vardır.

---

(5) A.Gültekin KARAŞIN, Sermaye Piyasası Analizleri, Ankara, 1987, s. 13.

(6) a.g.k., s. 13.

(7) Semih BÜKER, "Hisse Senedi Değerlerinin Bulunmasında Şirket Gelirleri ve Kâr Paylarının Önemi", E.I.T.I.A. DERGİSİ, C.XI, S.1 (Ocak 1975), s. 26.

## I- KÂRI DEĞİŞİK GÖSTERMENİN NEDENLERİ

Daha önce belirtildiği gibi anonim şirketlerin kâr dağıtımında esas alacakları kâr, dönem kârı (ticari kâr) dır ve kâr dağıtımı da net kârdan yapılmaktadır. Bu nedenle bu başlık altında dönem kârının değişik gösterilmesi nedenleri incelenecektir.

Kâr çeşitli yollarla ya düşük ya da yüksek gösterilir. Burada düşük ya da yüksek ifadesi bir kıyaslamayı gerektirmektedir. Daha açık bir şekilde ifade etmek gerekirse kâr olması gerekenden düşük ya da yüksek gösterilebilir. Uygulamada en çok kârın düşük gösterilmesi eleştiriyle karşılaştığından ağırlıklı olarak kârın düşük gösterilme nedenleri incelenmiştir.

### A. Kârı Düşük Göstermenin Nedenleri

Kârı düşük göstermenin pek çok nedeni vardır. Burada ise bu gelişmayla yakından ilgili belli başlı üç neden üzerinde durulacaktır. Bunlar; daha az vergi ödeme, yönetimin kötü niyeti ve daha az kâr payı dağıtmadır.

#### 1. Daha Az Vergi Ödeme

Anonim şirketlerin ödediği Kurumlar Vergisi mali kâr üzerinden hesaplanmaktadır. Bu açıdan daha az vergi ödenmesi amacıyla dönem kârının düşük gösterilmesi arasında bir ilişki olmadığı sonucu çıkarılabilir. Fakat muhasebedeki esnek uygulamaların mali kârın hesaplanmasında da



etkili olduğu düşünülürse bu çıkarımın pek doğru olmadığı belirtilebilir.

Anonim şirketler daha az vergi ödeyerek, daha az vergi ödenmesinden meydana gelen bu fonları değişik amaçlarla kullanmak isterler. Şirketin daha az vergi ödemek amacıyla kârı düşük gösterme nedenleri arasında şunlar sayılabilir:

- a- Şirketin likidite durumunu koruma.
- b- Yeni yatırımlara daha fazla öz kaynak ayırma.
- c- Bu fonları daha kârlı alanlarda kullanma.

## 2. Yönetimin Kötü Niyeti

Anonim şirketlerdeki bazı yöneticiler veya yönetici kadroları şirketin sahipliğini ele geçirmek için kârı düşük gösterecek muhasebe uygulamaları yapmakta veya yaptırabilmektedirler. Düşük kâr veya zarar sermaye piyasasında, o şirketin hisse senetlerini elinde bulunduran yatırımcılar ve olası yatırımcılar üzerinde olumsuz bir etki yapmaktadır. Gelecek yıllarda da şirketin faaliyet sonuçlarının iyi olmayabileceği endişesi ortakları kötümserliğe sürüklemekte ve şirketin hisse senetleri menkul kıymetler borsasında hızla el değiştirmeye başlamaktadır. Bu kötümser beklentiler içersinde olan yatırımcıların hisse senetleri her el değiştirişinde daha ucuz bir fiyata satılmaktadır. Kötü niyetli yöneticiler artık hisse senetlerinin fiyatının daha fazla düşmeyeceğine inandıklarında şirketin

hisselerini kendileri satın almakta ve böylece de şirketin sahipliği el değiştirmiş olmaktadır.

### 3. Daha Az Kâr Payı Dağıtma

Halka açık anonim şirketlerde Sermaye Piyasası Kanunu m. 15'e göre net kârın belli bir yüzdesinin birinci temettü olarak dağıtılması zorunluluğu vardır. Yöneticiler dağıtılacak bu yüzdenin şirketin finansal yapısını bozacağı, nakit sıkıntısına düşüleceği, borçların ödenemeyeceği gibi endişelerle veya bu fonları daha değişik amaçlarla kullanmak için kârı düşük göstermek isteyebilirler.

#### B. Kârı Yüksek Gösterme Nedenleri

Yüksek kâr çoğu zaman anonim şirketler açısından başarı olarak değerlendirilmektedir. Bu yüzden kârı yüksek gösterme nedenleri arasında şirket yöneticilerinin başarılarını kanıtlama isteğini, ortakları memnun edecek, şirketin piyasa değerini arttıracak şekilde yüksek düzeyde kâr dağıtma isteğini, borç verenlere karşı güvenilir şirket izlenimini uyandırma isteğini sayabiliriz.

## II- KÂRIN DEĞİŞİK GÖSTERİLMESİNE OLANAK VEREN UYGULAMALAR

2499 sayılı Sermaye Piyasası Kanunu'na tabi anonim şirketlerin ilanlarında kullanacakları tip bilanço ve ge-

lir tablosu belirtilmiştir. Bu finansal tablolarda farklı gelir, dönem kârı ve kâr payı rakamlarına ya da farklı yorumlara yol açan bazı muhasebe uygulamaları aşağıdadır.

#### A. Satış Hasılatı

Gelir tablosunda hisse senedi satış primleri, sabit kıymet satış gelirleri gibi olağandışı satış gelirleri satış hasılatı içinde gösterilebilmektedir (8). Olağandışı gelirler sürekli değildir, diğer bir deyişle ana faaliyet konusunda elde edilmemiştir (9). Ana faaliyet konusundan elde edilen satış hasılatının gerçek değerinin bilinmesi açısından bu durumun göz önünde bulundurulması önemlidir.

#### B. Stok Değerleme Yöntemleri

Stokların değerlendirilmesi konusu Vergi Usul Kanunu'nda ve Türk Ticaret Kanunu'nda düzenlenmiştir. Bu kanunlarda stokların maliyet bedeli ile değerlendirileceği belirtilmesine karşılık diğer stok değerlendirme yöntemlerine de kısıtlama getirilmemiştir. Bu durumda işletmeler ilk giren ilk çıkar, son giren ilk çıkar, basit ortalama, ağırlıklı ortalama gibi yöntemlerden birini kullanmakta serbesttirler. Bu farklı değerlendirme yöntemleri farklı stok değerlerine yol açacaktır.

---

(8) KARAŞIN, s. 14.

(9) Sabri BEKTÖRE-Ferruh ÇÖMLEKÇİ, Mali Tablolar Analizi, Anadolu Üniversitesi Yayınları, Ya.No: 71, Eskişehir, 1989, s. 29.

Fiyatların yükseldiği bir dönemde ilk giren ilk çıkar yöntemine göre kâr yüksek, son giren ilk çıkar yöntemine göre düşük olacaktır (10). Fiyatlar düşüyorsa bu belirtilenin tam tersi olacaktır.

Açıklamak gerekirse ilk giren ilk çıkar yöntemi, kârların fiyat değişimleri yönünde değişmesi sonucunu yaratır (11). Fiyatlar yükseldiği zaman, kârını yüksek göstermek isteyen işletmeler bu yöntemi tercih edeceklerdir. Çünkü ilk satın alınan düşük fiyatlı stoklar ilk çıkacağından kârı da rakamsal olarak arttırmış olacaktır. Son giren ilk çıkar yönteminde ise böyle bir durum söz konusu değildir. Kârı düşük gösterme amacı bir yana bırakılırsa yüksek enflasyon ortamında sürekli yükselen fiyatları yansıtması açısından en uygun değerlendirme yöntemi son giren ilk çıkar yöntemidir.

Diğer yöntemler kârın değişik çıkmasında bu iki yöntem kadar etkili değildirler.

### C. Amortisman Yöntemi

Vergi Usul Kanunu amortisman ayırmada normal (doğrusal) amortisman ve hızlandırılmış amortisman yöntemlerinin kullanılabileceğini belirtmiştir.

---

(10) BÜKER, "Hisse ....", s.28.

(11) a.g.m., s. 28.

İşletmeler normal amortisman yöntemini uygulamaya başladıklarında her yıl aynı tutarda amortisman hesaplayacaklardır. Fakat yüksek enflasyon nedeniyle ayrılan bu amortisman gideri gerçeği yansıtmayacaktır. Hızlandırılmış amortisman yönteminde ise ilk yıllarda çok fazla amortisman gideri hesaplanacağından kâr düşük olur. Hızlandırılmış amortisman vergilerin ödenmesini geciktirir (12). Geciktirilen bu vergilerden doğan fonları işletmeler kendi amaçları doğrultusunda kullanabilirler. Yüksek enflasyon dönemlerinde borçlu olanların kazançlı olduğu düşünülürse bu amortisman yönteminin ne kadar kârlı olduğu açıktır.

#### D. Karşılık Ayrılması

Vergi Usul Kanunu'nun çeşitli maddelerine göre belirli şartların gerçekleşmesi durumunda karşılık ayrılabilir. Bu belirli şartlar arasında şüpheli duruma düşen alacaklar, stokların tabii afetler ya da bozulma, çürüme, kırılma, çatlama, paslanması gibi haller nedeniyle değerinin düşmesi ve sabit değerlerin satılmasıyla ortaya çıkan kârlar sayılabilir (13).

Karşılık ayrılması dönem kârının düşük çıkmasına neden olmaktadır. Karşılık ayrılması, yukarıdaki şartlar ger-

---

(12) BÜKER, "Hisse ...", s.29.

(13) KARAŞİN, s. 15.

çekleşmesi durumunda işletmenin geleceği açısından önemlidir.

#### E. Finansman Giderleri

Yatırımların finansmanında kullanılan kredilerin ödenen ya da tahakkuk eden finansman giderleri yatırımın maliyetine eklenerek amortismanına tabi tutulmalıdır (14). İşletme faaliyete geçtikten sonraki döneme ait finansman giderleri ise ilgili oldukları yılda doğrudan gider yazılabilecekleri gibi, istenilirse amortismanına tabi tutulabilirler, dolayısıyla bu şekilde aktifleştirilmiş olurlar (15). İşletme ilgili dönemdeki faaliyet sonuçlarını kârlı ya da daha az zararlı göstermek istediğinde finansman giderlerinin bir kısmını ya da tamamını aktifleştirebilirler.

#### F. Kurumlar Vergisi İstisnaları

Kurumlar Vergisi Kanunu'nda sayılan istisnalar, kurumlar vergisi matrahının hesaplanmasında dönem kârından indirilebilir. Bu da anonim şirketin ortaklarına dağıtılacağı kâr payı miktarını arttırmaktadır.

#### G. Araştırma Geliştirme Giderleri

Şirketler araştırma geliştirme giderlerini fark-

- 
- (14) KARAŞIN, s.16'dan Danıştay 4. Daire, 30.5.1970 tarih, E.1965/2775, K.1970/3255 sayılı karar ve Yılmaz ÖZBALCI, Vergi Usul Kanunu Yorum ve Açıklamaları, Olguç Matbaası, Ankara, 1982, s. 363.
- (15) KARAŞIN, s. 16'dan ÖZBALCI, s. 363.

lı şekillerde muhasebeleştirebilirler. Bunlardan birisi araştırma geliştirme giderlerini aktifleştirerek, her yıl belli bir kısmını amortismanına tabi tutabilirler. Bu durumda her yıl bu giderlerin belli bir kısmı kârı azaltıcı etki yapacaktır. Diğeri ise o dönemde gerçekleşen araştırma geliştirme giderlerini o dönemin gideri olarak kabul edip o dönemin kârından düşmektir. Bu yöntem uygulandığında o dönemin kârında büyük oynamalar meydana geleceği açıktır (16).

#### H. Açık Olmayan Giderler

##### 1- Yöneticilerin Maaşları

Günümüzde işletmeler profesyonel yöneticiler tarafından yönetilmektedir. Buna karşılık anonim şirketlerde daha az geçerli olmakla beraber, işletmenin hem sahibi hem de yöneticisi konumunda olan kimseler vardır. Bu kimselerin kendileri için maaş hesaplayıp hesaplamamaları da dönem kârını etkilemektedir (17). İşletmenin hem sahibi hem yöneticisi olan kimse kendisi için maaş hesaplamadığı zaman yöneticisi için maaş hesaplayan işletmeden bütün diğer koşullar aynı olmasına rağmen daha kârlı gibi gözükmektedir. Gerçekte ise durum aynıdır.

---

(16) BÜKER, "Hisse ...", s.29.

(17) a.g.m. s. 30.

## 2. Yasalara Göre Yapılması Gerekli Giderler

Halkın toplu olarak yaşadığı yerlerde çevre kirliliğini önlemek, azaltmak ve halk sağlığını korumak amacıyla mahalli idareler ve diğer otoriteler tarafından işletmelere çeşitli kurallar ve yaptırımlar getirilmiştir. Bu kuralların sıkı bir şekilde uygulandığı yerlerdeki şirketler, kuralların uygulanmadığı yerlerdeki şirketlere göre daha çok gider yaparlar (18). Bu da dönem kârını azaltıcı etki yapmaktadır.

## 3. ÇEŞİTLİ FİNANSAL AMAÇLAR VE KÂR DAĞITIM POLİTİKASININ ÖNEMİ

Kâr dağıtım politikası daha önce belirtildiği gibi şirketin elde ettiği net kârın ortaklar ve dağıtılmamış kârlar arasında dağılımını belirler. Halka açık anonim şirketlerin yönetiminde önemli karar konularından birisi kâr dağıtım politikalarıyla ilgili kararlardır. Her hesap dönemi sonunda elde edilen net kârın ne kadarının ortaklara kâr payı olarak dağıtılacağı, ne kadarının şirket bünyesinde bırakılacağı konusunda verecekleri kararların şirketin piyasa değerini büyük ölçüde etkilediği bilinmektedir (19).

---

(18) BÜKER, "Hisse ...", s.30.

(19) Ünal BOZKURT, "İşletmelerin Kâr Dağıtım Politikaları Üzerine", BANKA VE EKONOMİK YORUMLAR DERGİSİ, C.XIV, S. 3 (Mart 1977), s. 53.



Çünkü hisse senedi fiyatları ile dağıtılan kâr payları arasında, hisse senedi fiyatını etkileyen diğer faktörlerden kesin olarak soyutlanamayan fakat belli bir ilişki vardır.

Kâr dağıtım politikası ile ilgili kararda, net kârın bir kısmının veya tamamının dağıtılmayıp şirkette alınması finansman açısından da bu kararın önemli olduğunu göstermektedir. Diğer taraftan net kârın bir kısmının veya tamamının kâr payı şeklinde dağıtılmasının, kâr payı alma beklentisi içinde olan ortaklar ve şirket faaliyetleri ile yakından ilgili olan olası yatırımcılar açısından önemli olduğu açıktır (20). Böylece yönetim ve şirket ortakları arasında ortaya çıkan bu zıtlığı dengeli bir şekilde çözümlenecek diğer bir deyişle şirketin piyasa değerini olumlu etkileyecek bir kâr dağıtım kararı olmanın önemi açıkça ortaya çıkmaktadır.

#### I- KÂR DAĞITIM POLİTİKASININ İŞLETME FAALİYETLERİNİN VE YENİ YATIRIMLARIN FİNANSMANI AÇISINDAN ÖNEMİ

İşletmelerin günlük faaliyetlerini sürdürebilmeleri için belli bir işletme sermayesine gereksinimleri vardır. Bunun dışında yeni yatırımların finansmanında, eskiyen makinelerin yenilenmesinde, yeni teknolojilerin getir-

---

(20) Cengiz A. SEDEF, "Finansal Amaçların Önceliği ve Kâr Dağıtım", ERCİYES UNİVERSİTESİ SOSYAL BİLİMLER ENSTİTUSU DERGİSİ, S.2, Kayseri, 1988, s. 282.

diği yatırımların yapılmasında finansal kaynaklara gereksinim vardır (21). İşletmeler bu gerekli fonların kaynaklarını bulmak veya mevcut finansal kaynakları bu amaçların gerçekleşmesi için uygun şekilde dağıtmak zorundadırlar. Bu aşamada özkaynaklar içersinde yer alan dönem kârı, bu sayılan faaliyetlerin gerçekleştirilmesinde kullanılabilecek bir kaynak olarak ortaya çıkmaktadır (22). "Sağlıklı ve düzenli bir kâr dağıtım politikası şirketi güçlü tutacağından, yatırımları engelleyici uygulamalardan mümkün olduğu kadar kaçınmakta yarar vardır" (23).

Kâr dağıtım politikasının işletme faaliyetlerinin ve yeni yatırımların finansmanı açısından önemi aile şirketleri ve halka açık şirketler arasındaki dikkate değer farklılıklar nedeniyle ayrı ayrı incelenmiştir.

#### A. Aile Şirketleri Açısından Önemi

Aile şirketleri veya ortak sayısı çok az olan bu görünümdeki anonim şirketlerde sahiplik ve yönetim bir bütün durumundadır. "Türkiye'nin büyük sanayicileriyle yapılan mülakatlar aile holdinglerinde yönetimde mutlak hakiyetin korumasının çok önemli olduğunu göstermektedir"

---

(21) SEDEF, s.282.

(22) a.g.m. s.279.

(23) KIZILOTT, s.54.

(24). Bu tür şirketlerde kâr dağıtım politikası sadece vergi tasarrufu sağlama açısından önemlidir (25). Sahiplik ve yönetim bütünleşmiş olduğundan ortaklar geçimleri için gerekli olan parayı müdür v.s. gibi ünvanlarla veya yönetim kurulu huzur hakkı gibi yollarla sağlayabilirler.

Pek çok aile şirketi tarafından dönem kârı maliyetsiz bir kaynak olarak kabul edilmektedir. Elde edilen net kâr dağıtılmayıp yeni yatırımların finansmanında kullanılmaktadır.

Aile Şirketlerinin hisse senetleri sermaye piyasasında alım satıma konu olmadığı için piyasa değeri oluşmamaktadır (26). Kâr dağıtım şirket ortaklarının mali durumunu etkilemez. Bu nedenle başka amaçlar öncelik kazanır. Buradan da kâr dağıtım politikasının aile şirketleri açısından bir önemi olmadığı sonucuna varılabilir.

#### B. Halka Açık Şirketler Açısından Önemi

Halka açık anonim şirketlerde ortaklık ile yönetim birbirinden ayrılmıştır. Yönetim bir yandan şirketin

---

(24) İbrahim Özer ERTUNA, Türkiye'de Mali Piyasalar Sorunları ve Çözümler, İstanbul Ticaret Odası Ya.No.1987/6, İstanbul, 1987, s. 42'den Saffet Pınar ECZACIBAŞI, The Incentives and Measures Requisite for The Development of Capital Market In Turkey, Master Thests, Boğaziçi University, 1985; Mehmet Şükrü TEKBAŞ, "Aile Şirketlerinin Halka Açılmaları Kolaylaşacak", DÜNYA GAZETESİ, 29 Kasım 1989, s.1.

(25) SEDEF, s. 279.

(26) Kemal DOĞANCALI, "Verimli Hisse Senetleri, Borsa'da Hisse Senedi Değerlendirilmesine Farklı Açılardan Bakılıyor", DÜNYA GAZETESİ, 16 Kasım 1989, s. 5.

gereksinmelerini karşılamaya çalışırken diğer taraftan da ortakların beklentilerine cevap vermek zorundadır.

Profesyonel işletme yöneticisi, öncelikle işletmenin sağlam bir finansal yapıya sahip olmasını amaçlar. Bu da yatırım ve faaliyetlerin finansmanında dikkatli olmayı gerektirir. Daha sonra yeni yatırımlar yapılarak işletmenin büyümesi amaçlanır. Yönetim genelde işletmenin büyümesini kısa dönemde elde edilecek kâra tercih eder (27).

"Bir işletmede yıllar itibariyle yapılacak ek ve yenileme yatırımlarının finansmanında kullanılacak özkaynak yabancı kaynak oranlarının belirlenmesi, ortaklara dağıtılacak kârı doğrudan etkilemekte hatta gerek öz gerekse yabancı kaynakların çok zorlanmış olması kâr dağıtımını imkansız hale getirebilmektedir" (28).

Halka açık anonim şirket yöneticileri aile şirketi yöneticileri kadar rahat karar alamazlar. Eğer yönetim yeni yatırımların finansmanı için elde edilen dönem kârının büyük bir kısmının şirket bünyesinde kalmasını isterse genel kurulun alacağı kararın yerinde bir karar olduğunu, yapılacak yeni yatırımların öz kaynaklarla finansmanının gelecekte şirketin kârlılığını arttıracak olduğunu ve gelecekte

---

(27) SEDEF, s. 282.

(28) Sinan AİP, "Sermaye Piyasası Kanunu'na Tabi Anonim Ortaklıklar Faaliyet Raporu", MALİ SORUNLARA ÇÖZÜM DERGİSİ- Y.1, S.4 (Nisan 1985), s. 69.

ortaklara daha fazla kâr payı dağıtılacağını kanıtlamak zorunda kalmaktadırlar (29).

Bu konudaki bir başka sınırlama ise 2499 sayılı Sermaye Piyasası Kanunu'nun halka açık şirketlerde net kârdan belli bir oranda birinci temettü ödeme zorunluluğunu getirmiş olmasıdır. Yöneticiler bu durumda birinci temettü sonrasında kalan net kârı şirket faaliyetlerinin finansmanında kullanabileceklerdir.

## II- KÂR DAĞITIM POLİTİKASININ ORTAKLARIN VE OLASI YATIRIMCILARIN BEKLENTİLERİ AÇISINDAN ÖNEMİ

Kâr dağıtım politikası anonim şirket ortaklarının servetlerini etkileyecektir. Ortakların beklentilerine uygun bir kâr dağıtım politikası şirketin piyasa değerini olumlu etkileyecektir. Olası yatırımcılar açısından da ilgili şirketin hisse senetlerine talep artacaktır. Ters durumda ise beklediğini bulamayan ortaklar ellerindeki hisse senetlerini satmaya başlayacak, bu da hisse senedi fiyatını düşürdüğü gibi olası yatırımcıların bu şirketin hisse senetlerine olan talebi azaltacaktır.

Burada da kâr dağıtım politikasının ortakların ve olası yatırımcıların beklentileri üç ayrı başlık altında

incelenecektir.

#### A. Aile Şirketleri Ortakları Açısından Önemi

Kâr dağıtım aile şirketlerinde ortakların durumunu etkilememektedir. Sahip oldukları hisse senetlerini elden çıkarmayı düşünmediklerinden değer artışı gibi bir beklentileri de bulunmamaktadır.

Burada değinilmesi gereken bir başka konu ise şudur: Tam bir aile şirketi özelliği taşımayan aynı zamanda tam bir halka açık şirket olmayan anonim şirketler vardır. Bu şirketler belirli büyük grupların sermaye veya yönetim hakimiyeti altındadırlar. Halka açık şirket olmadıkları için hisse senetleri menkul kıymetler borsasına kate edilmemiştir. Bu şirketlerde amaç önceliklerini hakim gruplar belirlemektedir. Diğer ortaklar bazen çok sayıda olmalarına rağmen organize olamadıkları veya sermaye hakimiyetleri olmadığı için beklentileri doğrultusunda karar alabilmeleri mümkün olmamaktadır. Yönetime hakim gruplar kendi istekleri doğrultusunda karar alabilmektedirler. Kârlı yıllarda bile kâr dağıtmama yoluna gidebilmektedirler. Yönetimi ellerinde bulunduran bu ortaklar kendileri çeşitli isim ve ünvanlar altında kâr payı alırken azınlıkta kalan, etkili olamayan diğer ortaklar şirket büyümüş bile olsa hisse senetlerini bu hakim gruplara satmak zorunda kalmaktadırlar (30).

## B. Halka Açık Şirket Ortakları Açısından Önemi

Halka açık şirketlerin hisse senetleri menkul kıymetler borsasında kayıtlıdır. Şirket faaliyetleri, yapılan yeni yatırımlar ve alınan kararlar ortaklar tarafından ilgiyle izlenir. Kâr dağıtım politikası kararı ise ortakların servetlerini etkileyeceğinden çok daha önemlidir. Çünkü kâr payı dağıtımına karar verilmesi ve ortakları tatmin edecek bir kâr dağıtım politikası benimsenmesi şirketin piyasa değerini olumlu etkileyecek ve piyasa fiyatını yükseltecektir (31).

Türkiye gibi sermaye piyasasının yeterince gelişmediği bir ülkede sağlıklı bilgi edinilmemesi, enflasyonun neden olduğu geleceğin belirsizliği kısa dönemde ortaklar açısından kâr payını daha önemli duruma getirmektedir (32). Yürürlükte bulunan Sermaye Piyasası Kanunu da bu tür olumsuzluklara karşı halka açık şirket ortaklarını korumak ve sermaye piyasasını geliştirmek amacıyla net kârın belli bir kısmının birinci temettü olarak ortaklara dağıtılması zorunluluğunu getirmiştir (33). Çünkü küçük tasarruf sahip-

---

(31) Neş'e YET, "Borsalarda Hisse Senedi Fiyatları Neden Değişiyor?", PARA Ve SERMAYE PIYASASI DERGİSİ, Y.9, S. 102 (Ağustos 1987), s. 10.

(32) Şeref TÜREN, "Dividant Politikasının Bir Önemi Var mıdır?", BANKA Ve EKONOMİK YORUMLAR DERGİSİ, C.XVI, S.2 (Şubat 1979), s. 34.

(33) Öztin AKGÜÇ, "Sermaye Piyasası Kanunu Birikim Sahiplerinin Hak ve Çıkarlarının Korunması İçin Neler Getiriyor?", BANKA Ve EKONOMİK YORUMLAR DERGİSİ, Y.19, S.4 (Nisan 1982), s. 45.

leri yaptıkları yatırımın karşılığını kısa sürede görmek ve geçimlerini kolaylaştıracak, tatminkâr bir kâr payı beklentisi içinde bulunmaktadırlar.

### C. Olası Yatırımcıların Beklentileri Açısından Önemi

Türkiye'de anonim şirketlerin faaliyet sonuçlarıyla ilgili bilgilerin yetersiz olduğu bilinmektedir. Bunun yanı sıra yatırımcıların bu bilgileri analiz edebilecek bilgi birikimine sahip olmayışları ve uzman kimselelere ulaşamamaları şirketlerle ilgili en belirgin bilgi olan kâr dağıtım politikalarının önemini arttırmaktadır (34). Buradan da sürekli ve ortaklar açısından tatminkâr bir kâr payı dağıtan şirketlerin hisse senetlerine olan talebin artacağı sonucuna varılabilir.

#### 4. KÂR DAĞITIM POLİTİKASINI ETKİLEYEN FAKTÖRLER

Kâr dağıtım politikasını etkileyen pek çok faktör vardır. Bunlar kanun, şirket sözleşmesi hükümleri gibi zorunlu olabilir. Bunun yanında günün ekonomik, politik ve sosyal şartlarına göre değişik öneme sahip faktörler ön plana çıkabilir. Ayrıca anonim şirketlerin özel durumları nedeniyle önemli olan faktörler vardır. Genel olarak kâr dağıtım politikasını etkileyen başlıca faktörler şunlardır:

---

(34) TÜREN, s. 34.



Kanun ve şirket sözleşmesinde yer alan hükümler, şirketin likidite durumu, borçlarını ödeme zorunluluğu, kredi sözleşmelerinde yer alan hükümler, şirketin yatırımları nedeniyle duyacağı fon gereksinmesi, şirketin yatırım projelerinin kârlılığı, kârların istikrarı, sermaye piyasasına başvurmak olanağı ve ortakların vergi durumları.

#### I- KANUN VE ŞİRKET SÖZLEŞMESİNDE YER ALAN HÜKÜMLER

Kanun ve şirket sözleşmesinde yer alan hükümler kâr dağıtım kararını alma yetkisi olan genel kurulu sınırlamaktadır. Genel kurul kâr dağıtım kararını verirken öncelikle kanun hükümlerini dikkate alacaktır (35). Daha sonra da şirket ana sözleşmesinde yer alan hükümler uygulanacaktır. Bu nedenle öncelikle kâr dağıtım politikasını etkileyen kanun hükümleri, ardından şirket ana sözleşmesinde yer alabilecek hükümler incelenecektir.

##### A. Kanun Hükümleri

Kâr dağıtım ile ilgili hükümler Türk Ticaret Kanunu'nda ve Sermaye Piyasası Kanunu'nda yer almaktadır. Sermaye Piyasası Kanunu sadece bu kanuna tabi halka açık anonim şirketler hakkında düzenlemeler getirmektedir. Türk Ticaret Kanunu'nda ise böyle bir ayırım yoktur ve hükümler daha geneldir.

---

(35) KIZILOT, s. 53.

1. Kâr Dağıtımında Uyulması Gereken Temel İlkeler

Mevzuat kâr dağıtımında üç temel ilke benimsemiştir. Bunlar net kâr ilkesi, esas sermayenin korunması yani kâr dağıtımından olumsuz şekilde etkilenmemesi ve şirketin borçlarını ödeme gücüne sahip olması ilkesidir (36).

a- Net Kâr İlkesi:

Bu ilkeye göre kâr payı şirketin hesap dönemi sonunda elde ettiği net kârından veya geçmiş yıllarda elde edilen kârlarından ayrılan yedek akçelerden dağıtılabilir.

b- Esas Sermayenin Korunması İlkesi:

Genel kural kâr payının kârdan dağıtılacağıdır. Kâr elde edilmedikçe veya geçmiş yıllardan ayrılan yedek akçeler olmadıkça çeşitli isimler altında kâr dağıtım yapılamaz. Bu ilkeyle esas sermayenin kâr payı olarak dağıtılmasını önlemek böylece de üçüncü şahısları korumak amaçlanmıştır (37).

c- Şirketin Borçlarını Ödeme Gücüne Sahip Olması İlkesi:

Bu ilkeye göre borç tutarı, net aktifin-

---

(36) AKGÜÇ, Finansal..., s.713.

(37) Atilla GÖNENLİ, İşletmelerde Finansal Yönetim, İstanbul Üniversitesi Ya.No: 3463, İstanbul, 1988, s. 386.

den daha yüksek olan şirketin kâr dağıtımını yapamayacağıdır. Ayrıca anonim şirketler, geçmiş yıl zararlarını kapatmadan kanuni yedek akçelerini ayırmadan, vergi gibi yasal yükümlülükleri için karşılık ayırmadan kâr dağıtımını yapamazlar.

## 2. Halka Açık Anonim Şirketlerle İlgili Kâr Dağıtım Hükümleri

Sermaye Piyasası Kanunu hükümleri menkul kıymetleri halka arzolunan anonim şirketlere uygulanmaktadır. Ancak kanununun kâr dağıtımını ile ilgili olan hükümleri sadece hisse senetleri halka arzolunan şirketler açısından geçerlidir (38). Burada ayrıca kâr dağıtımında halka açık anonim şirketlerin esas olarak T.T.K.'daki sisteme Sermaye Piyasası Kanunu'ndaki kısıtlamalarla birlikte uyumak zorunda oldukları belirtilmelidir.

Sermaye Piyasası Kanunu'na tabi "menkul kıymetleri halka arzolunan anonim ortaklık" ve "halka açık anonim ortaklık" birbirinden farklıdır. Fakat menkul kıymetleri halka arzolunan anonim ortaklık daha geniş bir kavram olup halka açık anonim ortaklıkları da kapsar (39). Diğer bir

---

(38) Erol GÖKER, "Sermaye Piyasasında Kâr Dağıtımını", MALİ SORUNLARA ÇÖZÜM DERGİSİ, Y.1, (Şubat 1985), s. 60.

(39) Selahattin TUNCER, Türkiye'de Sermaye Piyasası, Okan Yayıncılık Dağıtım, İstanbul, 1985, s. 341'den Ünal TEKİNALP, "Sermaye Piyasası Kanununa Göre Menkul Kıymetleri Halka Arzolunan Anonim Ortaklık ile Hisse Senetleri Halka Arzolunan Anonim Ortaklık Farklılığı", İKTİSAT ve MALİYE DERGİSİ, C.XXXIII, S.7 (Ekim 1981).

deyişle, halka açık anonim ortaklıkların kesinlikle hisse senetleri halka satılmıştır. Buna karşılık sadece tahvilleri, finansman bonoları-hisse senetleri değil- halka arz olunmuş anonim şirket menkul kıymetleri halka arzolunan anonim ortaklıktır fakat halka açık anonim ortaklık değildir.

Sermaye Piyasası Kanunu'nda halka açık anonim ortaklık tanımı yapılmamıştır. Fakat belirtilen özelliklerinden tanıma varmak mümkündür. Buna göre halka açık anonim şirketler, hisse senetleri halka arz yoluyla satılan ve ortak sayısının 100'den fazla olduğu herhangi bir şekilde tespit olunan anonim şirketlerdir (40). Bu tanımdaki kavramları daha açık olarak belirtmek gerekirse;

- Hisse senetlerini halka arz ederek kurulan,
- Halka arz söz konusu olmaksızın kurulan ancak daha sonra sermaye arttırımı suretiyle hisse senetlerini halka arzetmiş bulunan,
- Sermaye arttırmayan, kuruluşta da halka arz söz konusu olmayan ancak pay sahipleri tarafından hisse senetlerinin bir kısmı veya tamamı halka arzedilen,
- Pay sahipleri sayısının yüzden fazla olduğu herhangi bir şekilde tespit edilen,
- Hisse senetlerinin herhangi bir şekilde halka sa-

tıldığı anlaşılan, anonim şirketler Sermaye Piyasası Kanunu'nun kâr dağıtım kurallarına tabidirler.

Hisse senetleri halka arz yoluyla satılan anonim şirketler esas sözleşmelerinde birinci temettü oranını göstermek zorundadırlar. Bu oran Sermaye Piyasası Kurulu'nca belirtilen orandan daha az olamaz. Yine bu şirketlerde kanuni yedek akçeler ve ortaklar için birinci temettü hesaplamadan herhangi bir yedek akçe hesaplanamaz, daha sonraki yıla kâr aktarılmasına ve yönetim kurulu üyeleri ile memur, müstahdem ve işçilere kârdan pay verilmesine karar verilemez (41).

#### B. Şirket Sözleşmesinde Yer Alan Hükümler

Anonim şirketler kâr dağıtım politikasını belirlemek için şirket sözleşmesine çeşitli hükümler koyabilirler. Burada belirtilmesi gereken nokta şirket sözleşmesindeki hükümlerin kanun hükümlerine ters düşmemesidir. Kanun hükümlerine aykırı olmamak şartıyla şirket sözleşmesinde yer alan kâr dağıtım politikası hükümleri uygulanabilir.

#### II- ŞİRKETİN LİKİDİTE DURUMU

Şirketin elde ettiği kâr bir finansal kaynaktır ve dönem boyunca şirket faaliyetlerinde kullanılmaktadır. Bu

---

(41) AKGÜÇ, Finansal ..., s.713.

yüzden dönem sonunda çok yüksek bir kâr rakamı çıkması nakit varlığının da çok yüksek olacağı anlamına gelmez. Özellikle hızla büyüyen şirketler sürekli nakit gereksinmesi duyarlar. Bunun yanında vadesi gelen borç taksitlerini ödeyen şirketlerin nakit yapısı da yüksek oranda kâra rağmen iyi olmayabilir. "Kârlı işletmelerin nakit sıkışıklığı nedeniyle önemli sorunlarla karşılaştığı hatta faaliyetten çekilmek zorunda kaldığını gösteren örnekler bilinmektedir" (42). Bu tür şirketler kâr payı dağıtmamayı yeğleyebilirler.

Türkiye açısından büyük bir sorun olan enflasyon da kâr rakamlarının yüksek görünmesine neden olmakta buna karşılık işletme sermayesi yetersizliği içinde bulunan şirketler kâr dağıtımına pek olumlu bakmamaktadırlar (43).

### III- BORÇLARI ÖDEME ZORUNLULUĞU

Kâr payı dağıtımını şirketin nakit yapısını bozabilir. Buradan da vadesi gelen borçların faiz ve ana para taksitleriyle geri ödenmesinde sorunlar ortaya çıkabilir. Şirketin borçlarını ödemek için yeniden borç alması ise finansal açıdan çok tehlikelidir. Bu konuda kanuni sınırlamalar da vardır. Buna göre borç tutarı net aktifinden daha

---

(42) ALP, s. 69'dan Haluk ÜNAL, "Faaliyet Raporlarında Açıklanması Gereken Bilgiler", i.U.MUHASEBE ENS.DERGİSİ, S.13, 1978, s. 39-48.

(43) AKGÜÇ, Finansal..., s.713.

yüksek olan şirketler kâr dağıtamazlar (44).

#### IV- KREDİ SÖZLEŞMELERİNDE YER ALAN HÜKÜMLER

Çeşitli kredi sözleşmelerinde kâr dağıtımını sınırlayıcı hükümler bulunabilir. Bununla kredi veren kuruluşlar tanıdıkları kredinin geri dönmesini garanti altına almak amacıyla şirketlerin kâr dağıtım politikalarını etkilemek isterler. Yine bu kuruluşlar şirketlerin daha düşük oranlarda kâr payı dağıtarak sağlam bir finansal yapıya kavuşmalarını isterler. Böylece borç verenler özellikle şirketin, üretken varlıklarının finansmanı için gerekli fonlardan kâr dağıtım yapıp yapmadığına dikkat ederler (45).

#### V- ŞİRKET YATIRIMLARI İÇİN DUYULAN FON GEREKSİNİMİ

Hızla büyüyen, aktif değerleri sürekli artış gösteren şirketlerin finansman gereksinimleri artacaktır. Bu da düşük maliyetli ve kolay sağlanabilen finansman kaynaklarının bulunması sorununu ortaya çıkarmaktadır. Şirket açısından borçlanmanın uygun olmadığı, yeni hisse senedi çıkarmanın ise hem zor hem de ortaklar tarafından hoş karşılanmadığı durumlarda elde edilen kârın büyük bir kısmının dağıtılmayıp şirket bünyesinde bırakılması tercih edi-

---

(44) AKGÜÇ, Finansal..., s.713.

(45) ALP, s. 69'dan ÜNAL, s. 39-48.

lecektir.

#### VI- ŞİRKETİN YATIRIM PROJELERİNİN KÂRLİLİĞİ

Kâr dağıtım kararını şirket ortaklarından oluşan genel kurul alır. Genel kurulda şirket yöneticileri daha önce yapılmış olan yatırımların kârlılık oranının yüksek olduğuna, yapılacak yeni yatırımların da kârlılık oranının yüksek olacağına ve böylece elde edilen net kârın bu amaçla kullanılmasını isteyebilirler. Ortaklara dağıtılan kâr paylarının alternatif kullanım alanlarındaki kârlılığı düşüğe ortaklar kârın dağıtılmayıp şirket bünyesinde bırakılmasını tercih edebilirler.

#### VII- KÂRLARIN İSTİKRARI

Şirketlerin elde ettikleri kâr tutarı yıllar itibarıyla yüksek oynamalar gösterebilir. Şirket uzun yıllar boyunca ödemeye finansal gücünün yeteceği oranda kâr payı dağıtmaya özen göstermelidir (46). Yüksek kâr elde edilen yıllarda yüksek, az kâr elde edilen yıllarda düşük kâr payı dağıtımını şirket ortakları, olası menkul kıymet yatırımcıları ve kreditorler üzerinde olumsuz etki yaratır. Bu yüzden gelecekte yüksek kâr sağlanamama olasılığı dikkate

---

(46) Moshe BEN-HORIM, Essentials of Corporate Finance, Allyn and Bacon Inc., Boston, 1988, s. 339.



alınarak yüksek kâr sağlanan yıllarda daha fazla yedek akçe ayrılması yoluna gidilebilir. Az kâr elde edilen yıllarda da istikrarlı kâr dağıtımını gerçekleştirmek için daha önceki yıllarda ayrılan yedek akçelerin belli bir kısmını kâr payı olarak dağıtma yoluna gidebilirler.

#### VIII-SERMAYE PİYASASINA BAŞVURMAK OLANAĞI

Şirketler uzun süreli fon gereksinmesi duyduklarında ya uzun vadeli borç alırlar ya da sermaye piyasasına başvurabilirler. Sermaye piyasasından tahvil veya hisse senedi ihraç ederek gereksinim duydukları fonları sağlayabilirler. Büyük, hızla gelişen ve piyasada tanınmış şirketler kendilerine duyulan güvenden dolayı küçük, yeni kurulmuş ve henüz başarısını kanıtlamamış şirketlere kıyasla daha kolaylıkla fon sağlayabilirler (47). Bu şirketler sermaye piyasasından fon sağlamayı planladıkları dönemlerde daha yüksek kâr dağıtım oranları belirleyerek kendilerine olan güveni arttırmak ve gerektiği anda hemen fon sağlayabilmeyi amaçlarlar. Buradan da gelecekte sermaye piyasasından fon sağlamayı düşünen şirketlerin fiyatlar genel seviyesindeki artışları da dikkate alarak belirlenecek kâr dağıtım oranlarının ve kâr dağıtım politikasının istikrarlı olması gerektiği belirtilmektedir (48).

---

(47) AKGÜÇ, Finansal ..., s.716.

(48) BOZKURT, s. 56.

## IX- ORTAKLARIN VERGİ DURUMLARI

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

Türkiye'de kâr paylarının vergilendirilmesindeki genel kural söz konusu payların brüt miktarı (vergi alacağı'nın ilavesi ile bulunacak miktar) 3 milyon TL.'sını aşmadığı taktirde başka gelirleri nedeniyle beyanname vermesi gerekmeyenlerin söz konusu kâr payı için beyanname vererek vergilendirilemeyeceği kuralıdır (49). Böylece kurumlar vergisi ve diğer yükümlülükler çıktıktan sonra dağıtılan kâr payları başkaca bir vergi yükü getirmediği için şirketlerden kârın çekilmesinin hızlandığı belirtilmektedir (50).

---

(49) GÖNENLİ, s. 390.

(50) Atillâ GÖNENLİ, "Türk Sanayiinin Finansman Sorunu", BANKA Ve EKONOMİK YORUMLAR DERGİSİ, Y. 26, S.1 (Ocak 1989), s. 6.

Türk vergi sistemi 1980 öncesinde şirketleri oto-finansmana teşvik edici yönde iken günümüzdeki uygulama otofinansmanla kâr dağıtımını arasında vergi açısından bir fark kalmamıştır (51). Yukarıda da belirtildiği gibi kâr payı alan ortakların bu geliri gelir vergisi beyannamesi-ne koymuyor olmaları vergi sisteminin kâr payı dağıtımını teşvik ettiği şeklinde yorumlanabilir.

Hisse senedi değer artış kazançlarının fiilen vergilendirilmiyor olması da şirketlerin kâr payı dağıtım yönünde karar almalarında etkili olmaktadır (52).

##### 5. KÂR DAĞITIM POLİTİKASI ÇEŞİTLERİ

Şirketlerin kâr dağıtımında ne çeşit bir politika benimseyecekleri önemlidir. Çünkü dağıtılan kâr paylarının tutarı, yıllar itibariyle gelişmesi şirketin piyasa değerini önemli ölçüde etkilemektedir. 2499 sayılı Sermaye Piyasası Kanunu da ortakları korumak ve sermaye piyasasının gelişmesini sağlamak amacıyla kâr dağıtabilecek durumda olan halka açık anonim şirketlere birinci temettü dağıtım zorunluluğu getirmiştir. Aile şirketlerinde kâr dağıtımının herhangi bir önemi olmadığı için kâr dağıtım politikası çeşitleri halka açık şirketler açısından incelenecektir.

---

(51) Öztin AKGÜÇ, "Türk Sanayinin Finansman Sorunu", BANKA ve EKONOMİK YORUMLAR DERGİSİ, Y.26, S.1 (Ocak 1989), s. 6.

(52) AKGÜÇ, Finansal..., s.713.

Halka açık şirketlerde yasal sınırlamaların da dikkate alınmasıyla başvurulabilecek kâr dağıtım politikaları açıklanmaya çalışılmıştır.

#### I- İSTİKRARLI GELİŞME GÖSTEREN KÂR PAYI DAĞITIMI

Şirketler her yıl değişik net kâr rakamlarına ulaşırlar. Net kâr rakamlarındaki bu dalgalanmalar dağıtılan kâr paylarına aynı oranda yansıtılmaz. Buna göre kârın düşük olduğu yıllarda daha önceki ayrılmış yedek akçelerden de ortaklara kâr payı dağıtım yapılmaktadır. Kârın bir önceki yıla göre yüksek olduğu yıllarda ortaklara dağıtılan kâr payı da arttırılmakta fakat bu artış oranı net kârdaki artış oranı kadar olmamaktadır. Gelecekte de kâr payı dağıtımında bir istikrar sağlamak için yüksek düzeyde kâr elde edilen yıllarda daha fazla yedek akçe ayrılmaktadır. Şirketlerin istikrarlı ve uzun vadede gittikçe artma eğilimi gösteren kâr payı dağıtım politikalarını benimzedikleri gözlenmektedir (53).

#### II- HER YIL SABİT TUTARDA KÂR PAYI DAĞITILMASI

Bu kâr payı politikasında şirket kârlarındaki dalgalanmalar dikkate alınmamaktadır. Elde edilen net kâr bir önceki yıla göre yüksek veya düşük olmasına rağmen or-

taklara her yıl aynı tutarda kâr payı dağıtılmaktadır. Hisse senetleri bir anlamda tahvil gibi sabit gelir getiren menkul kıymete dönüşmektedir.

### III- SABİT KÂR PAYI ÖDEME ORANI

Bu kâr dağıtım politikasına göre elde edilen net kârın belli bir oranı ortaklara dağıtılmakta diğer kısmı ise şirket bünyesinde bırakılmaktadır. Ortaklara dağıtılan kâr payları her yıl kârdaki dalgalanmalara göre değişmektedir. Bazen çok düşük bazen de çok yüksek kâr payı dağıtılmaktadır. Bu politika daha çok kapalı anonim ortaklıklar tarafından benimsenmektedir. Genellikle şirket yönetimini büyük ortaklıklara bırakmış olan küçük ortaklıkların kâr payı alabilmelerini garantilemek amacıyla şirket sözleşmesine de hüküm konulduğu gözlenmektedir (54).

### IV- DÜZENLİ SABİT BİR KÂR PAYI+EKLEMELER

Bu kâr dağıtım politikasında asgari bir kâr payı miktarı saptanmakta bunun üstüne dağıtılabılır kâr yüksekse fazladan ödemeler yapılmaktadır. Böylece şirket yöneticileri sabit bir kâr payı ile geleceğin belirsizliğini bir ölçüde azaltmakta sonradan ekleme şeklindeki ödemelerle de ortakları şirketin performansından yararlandırmaktadır.

---

(54) GÖNENLİ, İşletmelerde ..., s.392.

Bu kâr dağıtım politikası daha çok Batı'da, özellikle ABD'de uygulanmaktadır. ABD'de şirketler kâr paylarını üçer aylık aralarla dört taksit halinde ödemektedirler (55).

#### 6. KÂR PAYI DAĞITIMINDA KULLANILABİLECEK KAYNAKLAR

Kâr dağıtım politikasıyla dağıtılabılır kârın ne kadarının ortaklara dağıtılacağı ne kadarının dağıtılmamış kârlar şeklinde şirket bünyesinde bırakılacağına karar verildikten sonra ortaklara dağıtılacak kâr paylarının hangi kaynaktan veya kaynaklardan yapılacağı sorunu ortaya çıkmaktadır. Çünkü kâr payı dağıtımında kullanılabilen kaynaklar şirketin finansal yapısını özellikle likidite durumunu yakından ilgilendirmektedir. Kâr payı dağıtımını nedeniyle şirketin likidite durumunun bozulması ise hisse senedi fiyatlarını olumsuz etkileyebilmektedir.

Nakit olarak kâr payı dağıtılacağı varsayıldığında şirket kâr payı dağıtımını için ya mevcut olan nakit akımını kullanacak ya borçlanma yoluna gidecek veyahutta yeni hisse senedi çıkaracaktır. Diğer taraftan şirketler bedelsiz hisse senedi vererek de kâr payı dağıtımına gidebilmektedirler.

---

(55) GÖNENLİ, İşletmelerde ..., s.393.

## I- NAKİT AKIMLARININ KULLANILMASI

Kâr payı ödemesinde başvurulacak kaynakların en başta geleni şirketin nakit varlığıdır (56). Eğer şirketin nakit varlığı elverişli ise kâr payı mevcut nakit kaynaklarından ödenir. Banka mevduatı da nakit olarak kabul edilirse kâr payı ödemesi sırasında kasadaki para ile birlikte bu iki kaynağın kullanılabileceği belirtilebilir.

Burada önemli olan şirket varlığının yeterli olup olmadığıdır. Dönem kârının yüksek olması her zaman nakit ve nakit benzeri varlıkların da yüksek olacağı anlamına gelmemektedir (57). Çünkü hızla büyüyen şirketler sürekli olarak elde ettikleri nakit varlıklarının büyük bir kısmını yeni yatırımlarına transfer etmektedirler. Ayrıca herhangi bir büyüme veya genişleme faaliyeti olmadığı durumlarda bile yüksek enflasyonun çalışma sermayesi üzerinde yıpratıcı etkisi görülmekte ve rakamsal olarak şirket faaliyetlerinden elde edilen kâr yüksek olmasına rağmen yeterli nakit varlığının bulunmamasına neden olmaktadır.

## II- BORÇLANARAK KÂR PAYI ÖDENMESİ

Anonim şirketlerin nakit yapısı kâr payı ödemesine

---

(56) Frederick AMLING, Investments An Introduction To Analysis and Management, Prentice-Hall International Inc., B.6, New Jersey, 1989, s. 187.

(57) Ersin ÇAMOĞLU, "Sermaye Piyasası Kanunu'nun Amaçları, Getirdiği Bazı Kurumlar ve Kavramlar, Eksiklikleri ve Tamamlanması için Alınması Gerekli Önlemler", BANKA ve EKONOMİK YORUMLAR DERGİSİ, Y.18, S.10 (Ekim 1981), s. 17.

elverişli değilse borçlanma yoluna başvurulabilir. Bu durumda kâr payı dağıtım borçlanma dolayısıyla şirketin faiz giderlerine katlanması sonucunu doğuracaktır. Burada dikkat edilmesi gereken uygun zamanda, uygun maliyette ve yeterli miktarda fon bulma sorunudur. Planlanmış veya devam eden yatırımlar için sürekli fona gereksinim vardır. Bu fonun borçlanma yoluyla sağlanması uzun zaman alabilir. Bu durumda dönem boyunca öz kaynakların kullanılması kâr payı dağıtılacağı zaman da borçlanma yoluna gidilmesi zamanlama, fon sağlama ve maliyeti asgariye indirme sorunlarını ortadan kaldıracabilecek veya hafifletebilecektir.

### III- YENİ HİSSE SENEDİ ÇIKARILMASI

Kâr payı dağıtım için nakit yapısı elverişli olmayan, borçlanma maliyetini yüksek bulan anonim şirketler yeni hisse senedi çıkarma yoluna gitmektedirler. Hisse senedi satışı yoluyla sağlanan bu fonlar kâr payı dağıtımında kullanılabilir.

Türkiye'de son zamanlarda yeniden değerlendirme değer artış fonunun sermayeye eklenmesiyle şirketler ortaklarına bedelsiz hisse senedi dağıtmaya başlamışlardır. Bu aynı zamanda bedelsiz hisse senetleriyle kâr payı dağıtım şeklinde de uygulanabilmektedir.



## İ k i n c i B ö l ü m

# K Â R D A Ğ I T I M P O L İ T İ K A S I N I N Ş İ R K E T D E Ğ E R İ Ü Z E R İ N E E T K İ S İ

### 1. KÂR DAĞITIM POLİTİKASININ ŞİRKET DEĞERİ ÜZERİNE ETKİSİNE İLİŞKİN GÖRÜŞLER

Bir anonim şirkete ait hisse senetlerinin piyasa değerleri toplamının şirketin değerini oluşturduğu daha önceki bölümde belirtilmiştir. Hisse senetlerinin değerini etkileyen pek çok faktör vardır. Ekonominin içinde bulunduğu genel durum, sektörün durumu, sermaye piyasasında hisse senedi arz edenlerin nitelikleri, beklentileri, politikaları, talepte bulunanların beklentileri ve tercihleri gibi pek çok değişken hisse senetlerinin değerini etkilemektedir. Fakat bu faktörler büyük ölçüde subjektiftirler ve hisse senedi değerinin bulunması ile ilgili modellere so-

kulamazlar (1).

Ölçülebilirlik açısından uygulamada kâr dağıtım politikasının hisse senedi fiyatına etkisi ile ilgili değerlendirme modelleri geliştirilmiştir. Finans literatüründe ise kâr dağıtım politikasının hisse senedi değerini nasıl etkilediği, bundan da öteye etkileyip etkilemediği konusu tartışmalıdır (2). Bu konuda belli başlı iki görüş vardır. Bunlardan birincisi kâr dağıtım politikasının hisse senedi değeri üzerine etki etmediğini ileri süren Weston Miller ve Franco Modigliani'nin görüşüdür. İkincisi ise bu görüşün tam tersini ileri sürerek kâr dağıtım politikasının hisse senedi değeri üzerinde etkili olduğunu savunan John Lintner ve Myron Gordon'un görüşüdür. Bu iki görüş ana hatlarıyla, matematiksel ayrıntılara inilmeden aşağıda incelenmiştir.

#### I- KÂR DAĞITIM POLİTİKASININ GEÇERSİZLİĞİ VE MODIGLIANI -MILLER GÖRÜŞÜ

Kâr dağıtım politikasının değerlendirme açısından geçersizliğini ortaya koyan en anlamlı savunma Modigliani Miller tarafından 1961 yılında yazılmış olan makale-

---

(1) Cengiz SEDEF, "Temettünün Hisse Değerine Etkisi", PARA ve SERMAYE PİYASASI DERGİSİ, Y.10, S.115 (Eylül 1988), s. 28'den, Metin TÜRKÖ, "Hisse Senedi Değerlemesi (Kâr Payı Modeli)", İŞLETME DERGİSİ, Atatürk Ün.İkt.İd.Bil. Fak. Araştırma Merkezi, C.VI, S.1-2 (Mayıs 1983) s. 1.

(2) TÜREN, s. 31.

dir (3). Bu yazarlar görüşlerini belirli varsayımlara dayandırmışlardır. Bu varsayımlar şu şekilde belirtilebilir.

- Sermaye piyasasında tam rekabet koşulları geçerlidir. Bütün yatırımcılar rasyonel davranış içindedirler.

- Haberleşme sistemi mükemmel şekilde gelişmiştir ve bütün yatırımcılara aynı bilgiyi ücretsiz olarak vermektedir.

- Alım-satım işlemleri için komisyon ya da herhangi bir ücret ödenmesi söz konusu değildir.

- Şirketin yatırım politikası sabittir.

- Piyasada tam bir belirlilik söz konusudur. Yatırımcılar şirketlerin gelecekteki kârlarının ne olacağını bilmektedirler.

- Vergi yoktur.

Bu varsayımlar altında hisse senetlerini ellerinde bulunduranlar değer artışı ya da kâr payı şeklinde elde edilen verim arasında kayıtsızdırlar. Buna göre kâr payı dağıtımını hissedarların servetini etkilemez. Çünkü dağıtılacak kâr payı kadar ortaya çıkacak bir finansman gereksi-

---

(3) Pınar BAKIR, "Temettü Politikasının Firma Değerlemesi Açısından İncelenmesi", I.I.T.I.A., S.2, İstanbul, 1975, s. 54'den Weston H.MILLER-Franco MODIGLIANI, "Dividend Policy, Growth and The Valuation of Shares", JOURNAL OF BUSINESS, XXXIV, (Ekim 1961), s. 411-433.

nimini karşılamak için yeni kaynak gerekecektir. Bu gereksinimin borç veya öz kaynaklardan giderilmesi durumunda ise, şirketin dağıtılan kâr payı ile yükselmiş piyasa değeri eski değerine dönüşür (4). Buradan şirketin piyasa değerini dolayısıyla de hissedarların zenginliğini belirleyen faktörün şirketin kazanç gücü, yeni yatırım politikalarının yerinde oluşu belirlemektedir.

## II- MODIGLIANI-MILLER GÖRÜŞÜNE İTİRAZ EDİLEN NOKTALAR VE BU İTİRAZLARA KARŞI İLERİ SÜRÜLEN GÖRÜŞLER

Kâr dağıtım politikasının hisse senedi değerine etki etmediği görüşüne itirazlar şu noktalarda toplanmaktadır: Dağıtılan kâr payı kadar ortaya çıkacak ek finansman gereksinmesinin öz kaynaktan ya da borçlanma ile karşılanması durumunda ne olacağı, belirlilik varsayımının ne kadar geçerli olduğu, tam rekabet koşullarının geçerli olduğu pazarlar ile ülkede uygulanan vergi sistemidir.

### A- Ek Finansman Gereksinmesinin Öz Kaynaktan ya da Borçlanma Yoluyla Karşılanması

Kâr payı dağıtılması sonucunda ortaya çıkacak ek finansman gereksiniminin yeni hisse senedi çıkarılarak karşılanacağı kabul edilmektedir (5). Buradan da dağıtılan

---

(4) BAKIR, s. 53'den Alexander A. ROBICHEK-Steward C. MYERS, Optimal Financing Decisions, Prentice Hall, New Jersey, 1965, s. 50-51.

(5) BAKIR, s. 57.

kâr payı ile hisse senetlerinde ortaya çıkan değer artışının yeni hisse senedi çıkarılmasıyla eski değerine düştüğü kanıtlanmaktadır. Modigliani-Miller yeni hisse senedi çıkarmayıp borçlanmaya gidilmesi durumunda ne olacağı sorusuna ise ek finansmanın öz kaynaktan veya yeni hisse senedi çıkarılması yoluyla karşılanmasının sonucu değiş-tirmeyeceği şeklinde cevaplamaktadırlar. Çünkü, borçlanmanın gerçek maliyeti ile öz sermayenin gerçek maliyeti aynı olup şirketin değerlendirilmesi ile sermaye yapısı (borç/öz sermaye) arasında bir bağıntı yoktur. Bundan dolayı Modigliani-Miller ek finansman gereksinmesinin borç veya öz kaynaktan sağlanmasının varılan sonucu etkilemeyeceğini belirtmektedirler.

#### B- Belirlilik Varsayımının Geçerliliği

Modigliani-Miller bu görüşlerini şirketlerle ilgili her türlü bilginin kolaylıkla sağlandığı, bilindiği tam bir belirlilik bulunan piyasa varsayımı altında ileri sürmüşlerdir. Bu varsayıma pek çok itirazlar olmuştur. Her ne kadar gelişmiş ülkelerde sermaye piyasaları etkin piyasalarsa da tam bir belirlilik sağlanmış değildir. Bu itirazlar karşısında Modigliani-Miller daha sonra yaptıkları bir ampirik çalışmada kâr dağıtım politikasının şirket değeri üzerindeki etkisinin ihmal edilebilecek

kadar az olduğunu kanıtlamaktadırlar (6).

Modigliani-Miller gelecekle ilgili belirsizliğin belirlilik varsayımı altındaki denklemin değişkenlerini değiştirmezler; sadece değişkenlerin bilinen rakamlar yerine tesadüfi rakamlarla ifade edilmesi söz konusudur.

Belirsizlikle ilgili olarak itiraz edilen bir diğer nokta ise kâr dağıtım oranında meydana gelen bir değişimin şirketin piyasa değerini de değiştirdiğidir. Bu konuda da Modigliani-Miller görüşlerinde ısrarlıdırlar ve bu iddiayı kabul etmezler. Çünkü değişen kâr dağıtım oranı yöneticilerin şirketin kazanç gücünde oluşturduğu bir değişimin sonucudur. Başka bir deyişle kâr dağıtım oranındaki bir değişim, şirketin piyasa değerinin değişmesi için bir fırsat olup bir neden değildir.

#### C- Tam Rekabet Koşullarınının Geçerliliği

Bu konuda ileri sürülen itirazlara karşılık Modigliani-Miller görüşlerini, eksik rekabet koşulları altında da sürdürmektedirler ve cevapları şöyle özetlenmektedir (7):

---

(6) BAKIR, s. 57'den Weston H. MILLER-Franco MODIGLIANI, "Some Estimates of The Cost of Capital to The Electric Utility Industry", AMERICAN ECONOMIC REVIEW, LVII, Ekim 1966.

(7) BAKIR, s. 59.

Eksik rekabet koşullarının geçerli olması durumunda, piyasadaki faaliyetlerde bazı aksak ve rasyonel olmayan davranışlara rastlanılmaktadır. Piyasada riski seven ve riskten kaçınan tasarruf sahiplerinin davranışları farklı olacaktır. Riski seven kişiler değer artışını tercih ederken riskten kaçınan kişiler yüksek kâr dağıtım oranını tercih edeceklerdir. Fakat böyle bir ilişki kâr dağıtım politikasının şirket değerini etkilediğini göstermeye yeterli değildir. Her işletmenin kâr dağıtım politikası konusunda izlediği yol bunu kabul eden yatırımcıları kendisine çeker. Bu tasarruf sahiplerinin kişiliği işletmenin değerini etkilemez.

#### D- Uygulanan Vergi Sisteminin Yatırımcıların Tercihlerini Değiştirmesi

Modigliani-Miller varsayımlarını ileri sürerken vergileri dikkate almamışlardır. Yatırımcı elinde bulundurduğu menkul kıymetten ödeyeceği gelir vergisi ile menkul kıymet kazanç vergisine dikkat eder (8). Çünkü bu vergilerden birisinin diğerine göre yüksekliği yatırımcının kâr payı alma veya değer artışı sağlama tercihlerini etkileyecektir. Ayrıca, yatırımcının yüksek vergi dilimlerine girmesi durumunda değer artışı biçiminde elde edi-

---

(8) Muharrem KARSLI, Sermaye Piyasası Borsa Menkul Kıymetler, Kırıl Matbaası, İstanbul 1989, s. 368.

len gelir, kâr payı biçiminde elde edilen gelire bir vergi avantajı sağlamaktadır. Bu açıdan yatırımcıların bu vergi avantajlarını değerlendireceği açıktır.

### III- KÂR DAĞITIM POLİTİKASININ GEÇERLİLİĞİ VE GORDON LINTNER GÖRÜŞÜ

Gordon-Lintner kâr dağıtım politikasının hisse senedi fiyatlarını etkilediğini ileri sürmüşlerdir. Buna göre dağıtılan kâr payları nakittir ve yatırımcı için, yatırım periyodu boyunca nasıl bir gelişme göstereceğini bilemediği sermaye kazancından daha güvenlidir (9). Kâr payı dağıtımının yatırımcının riskini azalttığı ileri sürülür ve yüksek oranda kâr payı dağıtımının yatırımcılar tarafından memnuniyetle karşılandığı kabul edilir.

Bu görüşün savunucularına göre, piyasadaki mevcut belirsizlik kavramı ve eksik rekabet koşulları hisse senedi fiyatlarında dalgalanmalar dolayısıyla bir risk yaratır. Hisse senetlerinin istenilen anda nakde dönüştürülememesi, değişik kazanç türlerinin değişik oranlarda vergilendirilmesi gibi özellikler de tercih faktörünü oluşturur (10).

---

(9) BEN-HORIM, s. 345'den Myron J.GORDON, "Dividends, Earnings and Stock Prices", REVIEW of ECONOMICS and STATISTIC, 41 (May 1959), s. 99-105.

(10) BAKIR, s. 62'den ROBICHEK-MYERS, s. 51-54.



Bütün bu nedenlerden dolayı, bir şirketin piyasa değeri gelecek yıllarda dağıtılacağı beklenen kâr paylarının belirli bir oranla iskonto edilmeleri sonucu bulunan net bugünkü değerlerinin toplam ile belirlenir.

Formülle belirtmek gerekirse,

$$P_0 = \sum_{t=1}^n \frac{Dt}{(1+k)^t}$$

şeklinde belirtilebilir.

Sembollerin anlamları ise,

$P_0$  = içinde bulunulan dönemdeki hisse senedinin piyasa değeri,

$D_t$  = (t) zamanda ödenen kâr payı,

$k$  = kapatilizasyon oranıdır.

"Bu formüle göre firmanın her yıl aynı miktarda temettü ( $D_t$ ) dağıtacağı ve yatırımcıların bu temettüyü hep aynı kapitalizasyon oranı ( $k$ ) ile iskonto edecekleri varsayılmaktadır" (11). Bu formül şirketin gelecek yıllarda büyüyeceği ve her yıl artan bir şekilde kâr payı dağıtacağı düşüncesiyle büyüme hızı da dahil edildiğinde şöyle yazılabilir:

---

(11) BAKIR, s. 62'den Gordon modelinin başlangıç noktası olan bu formülün esas olarak tanımladığı şey firma büyüme hızını sabit kabul etmesidir. Sabit büyüme hızında dönem kârları dolayısıyla dağıtılan temettü aynı olacaktır. Bu durumda formülde ( $D_t$ ) ifadesi doğru olur.

$$P_0 = \frac{D_0}{k - g}$$

Bu formülde g büyüme hızını göstermektedir ve k'nın daima g'den büyük olduğu kabul edilmektedir.

## 2. KÂR DAĞITIM POLİTİKASININ ŞİRKET DEĞERİ ÜZERİNE ETKİSİNE İLİŞKİN GÖRÜŞLERİN TÜRKİYE AÇISINDAN DEĞERLENDİRİLMESİ

Kâr dağıtım politikasının hisse senedi değeri, dolayısıyla şirket değeri üzerine etkisine ilişkin ileri sürülen ve günümüzde de tartışılan bu görüşler bir önceki paragraf altında incelenmiştir. Modigliani-Miller'in, çeşitli makro varsayımlar altında kâr dağıtım politikasının hisse senedi değerini etkilemediğini belirttikleri görülmektedir. Buna karşılık Gordon-Lintner ise insan doğasını yani yatırımcıların beklentilerini dikkate alarak yatırımcıların kâr paylarına diğer etkenler yanında daha fazla önem vermelerinden dolayı hisse senedi değerinin etkilendiğini ileri sürmektedirler.

Modigliani-Miller ikilisinin görüşlerinin, ileri sürdükleri varsayımlardan dolayı gelişmiş kabul edilen sermaye piyasalarına sahip ülkelerde bile eleştirildiği düşünülürse Türkiye koşullarında çok daha fazla eleştiriye uğrayacağı açıktır. Çünkü gelişmiş ülkelerin en belirgin özel-

liklerinden olan politik, sosyal ve ekonomik istikrarın Türkiye'de de varolduğunu ileri sürmek pek mümkün değildir. Yüksek enflasyon karar alma konumunda olan kimsele-ri geleceğin belirsizliği ve riski nedeniyle kısa vadeli düşünmeye zorlamaktadır. Bu da hisse senedi değerini etkileyen pek çok önemli faktöre rağmen sadece kâr paylarını dikkate alma gibi rasyonel olmayan davranışlara yol açmaktadır.

Yukarıda belirtilen makro gelişmelerin daha fazla ayrıntısına girmeden bu görüşlerin Türkiye açısından değerlendirilmesi çeşitli başlıklar altında incelenebilir. Bunlar; sermaye piyasasının gelişmişliği, yatırımcıların beklentileri, yüksek enflasyonun artırdığı belirsizlik finansman kaynaklarının maliyeti ve vergi sistemidir.

#### I- SERMAYE PİYASASININ GELİŞMİŞLİĞİ

Modigliani-Miller görüşlerini tam rekabet koşullarının geçerli olduğu gelişmiş bir sermaye piyasasına dayanarak ileri sürmektedirler. Her türlü bilgi akışının kolaylıkla ve ücretsiz olarak sağlandığı bu piyasada yatırımcılar rasyonel davranışlar içersindedirler (12). Türkiye'de ise bu şekilde gelişmiş bir sermaye piyasasından söz etmek mümkün değildir (13).

---

(12) TÜREN, s. 34.

(13) SEDEF, "Temettünün ...", s.28.

Türk sermaye piyasasının gelişememe nedenlerini incelemek bu çalışmanın konusu değildir. Fakat Türk finans piyasaları içinde para piyasasının daha büyük öneme sahip olması, işletmelerin gereksinim duydukları fonları genellikle bu piyasadan sağlamaları, aile şirketlerinin çok yaygın oluşu sermaye piyasasının hep geri planda kalmasına neden olmuştur denebilir (14). Sermaye piyasasında çok sayıda alıcı ve satıcının bulunmayışı işlem hacminin düşük olmasına neden olmaktadır. Yeterli menkul kıymet arzının olmayışı, başka bir deyişle yatırımcıların seçebilecekleri menkul kıymetlerin azlığı, talebi de olumsuz etkilemektedir (15). Sermaye piyasasında yeterli düzeyde alıcı ve satıcının bulunmayışı, mükemmel bilgi akışının olmayışı nedeniyle küçük miktarlardaki emirlerle dahi fiyatlar önemli ölçüde dalgalanmaktadır. Dolayısıyla fiyatlar belirli birkaç şirketin menkul kıymetleri çevresinde gerçekçi değerlendirmelerden uzak olarak belirlenmektedir. Şirketlerin uyguladıkları kâr dağıtım politikaları ise bilgi alış verişinin yetersiz olduğu bir piyasada ilgiyle karşılanmakta ve hisse senedi fiyatlarını çok fazla etkilemektedir.

---

(14) ERTUNA, s. 10.

(15) YET, s. 12; Veysi SEVİĞ, "Özelleştirme, Kamu Borçlanmaları ve Borsa İşlemleri", PARA ve SERMAYE PİYASASI DERGİSİ, Y.11, S.127 (Eylül 1989), s. 36-37.

## II- YATIRIMCILARIN BEKLENTİLERİ

Yatırımcılar çeşitli kriterlere göre sınıflandırılabilir. Fakat burada yatırımcıların gelecekle ilgili beklentilerini en çok etkileyen gelir unsuru dikkate alınarak inceleme yapılacaktır. Geliri iyi sayılabilecek yatırımcılar az bir kâr payı almak yerine uzun yıllar sonra daha yüksek olacağına inandıkları değer artış kazancını yeğleyebilirler. Türkiye'de bu düşünceden hareketle büyük şirketlerin hissedarı olmuş kimselerin umduklarını buldukları söylenemez (16). Gelişmemiş bir sermaye piyasası, buna ilaveten yüksek enflasyon hisse senedi fiyatlarının oluşumunu engellediğinden fiyatlar gerçekte olması gerekenin çok çok gerisinde kalmıştır (17). Ayrıca piyasa mekanizması içinde hisse senetleri el değiştirmiş ve belirli grupların ellerinde toplanmıştır.

Küçük tasarruf sahipleri ise düzenli ve sürekli bir geliri gelecekteki daha büyük gelirlere tercih ederler. Çünkü ek bir gelir gereksinimi içindedirler. Ayrıca enflasyonun artırdığı belirsizlik Gordon'un belirttiği "eldeki kuş daldaki iki kuşa yeğdir" ifadesinde olduğu gibi yatırımcıları yüksek kâr payı tercihinine yöneltmektedir (18).

---

(16) SEDEF , s. 281.

(17) BOZKURT, s. 55.

(18) SEDEF, "Temettünün ...", s.29.

Yatırımcıların beklentileri açısından diğer bir nokta ise şudur: Sermaye piyasasında faaliyette bulunan şirketlerin büyük bir bölümü kâr payları dışında ortaklarını ve kamuyu aydınlatacak çok fazla bilgi vermemektedirler. Böylece ortaklar ve olası yatırımcılar dikkatlerini kâr dağıtım politikasıyla ilgili haberlere yöneltmekte ve kısa vadeli düşünmeye zorlanmaktadırlar (19). Çünkü, genellikle kâr payı şeklindeki gelirler, hisse senetlerinden sağlanabilecek sermaye kazancından daha kısa vadeli dir.

### III- GELECEĞİN BELİRSİZLİĞİ

Geleceğin belirsiz olduğu kesin bir gerçektir. Fakat olağandışı gelişmeler bir yana bırakıldığında geçmişteki faaliyetlerin ve içinde bulunulan andaki olayların incelenmesiyle gelecekte de ne gibi değişimler olacağı belli ölçüler içersinde tahmin edilebilir. Türkiye'de ise yüksek enflasyonun neden olduğu bozucu etki uzun vadeli planları gerçekçi olmaktan uzak kılmaktadır. Bu açıdan şirketlerin uzun vadeli yatırım planlarının kârlı olup olmayacağına duyulan endişe ortakları kâr payı almaya ve gelirlerini kısa sürede maksimize etmeye yöneltmektedir. Elde değerlendirilebilecek doğru ve yeterli bilgilerin olmayışı sermaye piyasasında rasyonel olmayan davranışlara yol açmaktadır.

#### IV- FİNANSMAN KAYNAKLARININ MALİYETİ

Modigliani-Miller kâr payı dağıtım sonucu ortaya çıkacak olan finansman gereksinmesinin yeni hisse senedi çıkartılarak karşılanacağını ileri sürmüşlerdir. Eğer bu mümkün olmazsa borçlanma yoluna gidileceğini belirtmişlerdir. Bu yazarlara göre borçlanma ile yeni hisse senedi çıkarma arasında maliyet açısından bir fark yoktur. Bu düşüncenin Türkiye açısından tamamen geçersiz olduğu hemen belirtilebilir. Finansal piyasaların gelişmemiş olması ise bu kaynaklar arasındaki maliyet farkını daha da arttırmaktadır.

Türkiye'deki ekonomik istikrarsızlık, çeşitli dönemlerde uygulanan finansal piyasalarla ilgili kararlar bazı finansman kaynaklarını daha ucuz duruma getirmiştir. Enflasyonun çok yüksek olduğu ve sabit faiz politikasının uygulandığı 1980 öncesi dönemde şirketler negatif faizlerle borç almışlardır (20). Bu şartlarda zaten yetersiz olan özsermayeyi kullanarak yeni yatırımlara girişmek rasyonel olmazdı. Ayrıca dövizde uygulanan sabit kur politikası ithalat için çok uygun bir fon kaynağı olmuştur. Bu dönemde işletmelerin bu fırsatları ne kadar iyi değerlendirdikleri ve gelecekte meydana gelebilecek değişiklikleri görüp göremedikleri ise ayrı bir tartışma konusudur.

---

(20) Tansu ÇİLLER-Murat ÇİZAKÇA, Türk Finans Kesiminde Sorunlar ve Reform Önerileri, İstanbul Sanayi Odası Araştırma Dairesi Ya.No. 1989/7, Yenilik Basımevi, İstanbul, 1989, s. 16.

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

#### V- ŞİRKETLEŞME YAPISI

Türkiye'de İstanbul Menkul Kıymetler Borsası'na kayıtlı bulunan halka açık yaklaşık 50 anonim şirketin dışında şirketlerin büyük bir çoğunluğu aile şirketi veya bu nitelikte belirli grupların yönetime hakim olduğu şirketlerdir (21) Bu yapının sermaye piyasasına değişik etkileri vardır. Öncelikle menkul kıymet arzı yetersizliği sorunu ortaya çıkmakta, halkın birikimleri menkul kıymetler dışındaki daha pasif alanlara kaymaktadır.

2499 Sayılı Sermaye Piyasası Kanunu'nun kâr dağıtım politikası ile ilgili olarak getirdiği hükümlerin sadece bu kanuna tabi halka açık anonim şirketlerce uygulanmak zorunda olması diğer şirketlerle ayrılık yaratmaktadır. Bu

---

(21) ERTUNA, s. 41; SEVİĞ, s. 37.



kanuna tabi olmayan şirketler finansal amaçlarına göre elde ettikleri dağıtılabılır kârlarını istedikleri gibi ortaklara dağıtmakta veya şirketin büyüme amacına yönelik olarak şirket bünyesinde bırakmaktadırlar (22). Bu kanuna tabi halka açık anonim şirketler ise kanunda belirtilen orandan az olmamak koşuluyla birinci kâr payı ödeme zorunluluğu ile karşı karşıya bulunmaktadırlar. Bu şirketler yüksek kâr rakamlarına ulaştıkları dönemlerde bu kârın büyük bir kısmını dağıtmak zorunda kalmaktadırlar. Yatırımları için gerekli fonu da ya borçlanarak ya da sermaye piyasasına başvurarak karşılamak zorunda kalmaktadırlar.

## VI- VERGİLER

Modigliani-Miller vergileri dikkate almamışlar yani yok saymışlardır. Oysa vergisiz bir ülke düşünmek bugün için pek mümkün değildir. Nitekim menkul kıymetlerden elde edilen kâr payı ve değer artış kazançları pek çok ülkede farklı oranlarda vergilendirilmektedir. Türkiye'de ise bu kazançlarla ilgili vergilerin pek önemi olmadığı belirtilebilir. Çünkü kâr payı şeklindeki gelirden vergi alınmıyor olması buna karşılık değer artış kazancından alınan verginin az olması kâr dağıtım politikaları kararını fazla etkilememektedir. Menkul kıymetlere olan talep açısından

---

(22) GÖNENLİ, s. 387.

ele alındığında ise bu şekilde bir vergi uygulamasının sermaye piyasasını geliştirmeye ve yatırımcıları teşvik etmeye yönelik olduğu ifade edilmektedir (23). Bunun sonucu olarak dağıtılan ve dağıtılmayan kârlar arasında vergi açısından bir fark kalmamıştır denebilir (24).

### 3. KÂR DAĞITIM POLİTİKASI ÇEŞİTLERİNİN VE KÂR PAYI DAĞITIMINDA KULLANILABİLECEK KAYNAKLARIN HİSSE SENEDİ DEĞERİNE ETKİSİ

Anonim şirketler, kâr dağıtım politikası ile ilgili kararı alırken bu kararın şirket değerini mümkün olduğunca yükseğe çıkarmak, ortaklar da gelirlerini kısa sürede ve sürekli bir şekilde maksimize edecek kâr payı ve değer artış kazancı isterler. Bu açıdan uygulanan kâr dağıtım politikasının ve kâr payı dağıtımında kullanılabilecek kaynakların hisse senedi fiyatları üzerine farklı ölçülerde etkisi olacağı kabul edilmektedir. Daha önce açıklanan belli başlı kâr dağıtım politikalarının ve kâr payı dağıtımında kullanılabilecek kaynakların hisse senedi üzerine etkisi aynı sistematik içersinde incelenecektir.

---

(23) Selahattin TUNCER, "Hisse Senedi Fiyatlarını Etkileyen Faktörler", PARA ve SERMAYE PİYASASI DERGİSİ, Y.9, S.102 (Ağustos 1987), s.

(24) AKGÜÇ. "Türk ...", s.6.

## I- KÂR DAĞITIM POLİTİKASI ÇEŞİTLERİNİN HİSSE SENEDİ DEĞERİNE ETKİSİ

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

### A- İstikrarlı Gelişme Gösteren Kâr Payı Dağıtımının Etkisi

Anonim şirketler tarafından uygulanmak istenen ve mümkün olduğunca da uygulanmaya çalışılan kâr dağıtım politikası budur. Anonim şirketin büyümesine paralel olarak kâr payları da arttırılmaya çalışılmaktadır. Buna karşılık kârlardaki çok yüksek artışlar aynı oranda kâr dağıtım politikasına yansıtılmaz. Çünkü yöneticiler eğer kâr paylarını uzun süre bu yeni düzeyinde tutabileceklerine inanıyorlarsa arttırmak isterler (25).

İstanbul Menkul Kıymetler Borsası'na kayıtlı 40 şirket üzerinde yapılan incelemeye göre 1986, 1987 ve 1988

yılları boyunca net kârdaki artışa paralel olarak dağıtılan kâr payı oranını arttıran veya en azından eski düzeyini koruyan şirket sayısı 20'dir (Tablo 1). Diğer bir deyişle bu şirketlerin % 50'si net kârlarındaki gelişmeye paralel olarak 1986, 1987 ve 1988 yıllarında dağıtılan kâr paylarını arttırmış veya eski düzeyini korumuştur.

Tablo 1'deki 40 şirketin dağıttığı kâr paylarının geçmiş yıllarla karşılaştırması yapıldığında Tablo 2 ortaya çıkmaktadır. 40 şirketin sözkonusu olması nedeniyle, medyan kâr payı oranı, kâr paylarına göre yapılan sıralamada 20 ve 21. durumdaki şirketlerin oranlarının ortalaması şeklinde hesaplanmaktadır. Medyan kâr payı oranı 1984 yılından beri sürdürdüğü yükselmeyi devam ettirmiş ve % 60'a çıkmıştır. Dağılımdan da görülebileceği gibi 1988 öncesi yıllarda, şirketlerin büyük bir çoğunluğu % 1-29 ve % 30-49 oranında kâr payı dağıtırken, 1988 yılı kâr payları % 30-49 u % 50-74 gruplarında yoğunlaşmıştır. Aritmetik ortalama da buna bağlı olarak 1988 yılında 1987'ye göre yükselmiş ve % 68, 83 olmuştur.

Öte yandan, şirketlerin sermayelerine göre hesaplanan tartılı ortalama ise 1988'de önceki yıllara oranla bir hayli yükselmiştir. Aritmetik ortalamanın üstüne çıkarak % 71, 80 olarak hesaplanmıştır. Bunun en önemli nedeni, Çukurova Elektrik ve Ereğli Demir Çelik gibi yüksek sermayeye sahip şirketlerin büyük oranda kâr payı dağıtımına gitmeleridir.

TABLO I

1986, 1987 ve 1988 Yılları Kârlarına Göre Dağıtılan Kâr Payları

Sıra No.	Kuruluşun Adı	Takvim Yılı Kârı			Dağıtılan Kâr Payı (%)		
		1986 (Milyon TL)	1987 (Milyon TL)	1988 (Milyon TL)	1986 (Net)	1987 (Net)	1988 (Net)
1	AKCİMENTO	3.784	6.953	5.192	235	168	36
2	ANADOLU CAM	2.549	5.203	9.791	30	50	60
3	ARÇELİK	16.131	39.087	51.661	63	80	92
4	AYMAR	518	1.195	3.053	12	30	74
5	BAĞFAŞ	7.005	9.313	27.734	55	85	40
6	BOLU CİMENTO	4.553	5.607	7.142	119,76	181,38	213,45
7	ÇELİK İHALAT	3.729	7.558	10.574	60	100	100
8	ÇİMSA	7.791	13.667	18.178	175	203,87	82,60
9	ÇUKUROVA ELEKTRİK	32.189	61.939	111.186	100	200	250
10	DÖKTAŞ	2.224	8.317	5.075	50	100	58,50
11	ECZACIBAŞI YATIRIM	421	771	1.713	30	40	45
12	EGE BİRACILIK	1.560	3.315	18.925	20	35	130
13	EGE GÜBRE	2.603	1.720	1.512	60	50	18
14	EREĞLİ DEMİR ÇELİK	41.097	119.616	435.558	23	55	175
15	GOOD YEAR	3.108	9.058	15.536	200	100	60
16	GÜBRE FABRİKALARI	1.048	Zarar	Zarar	43,35	—	—
17	GÜNEY BİRACILIK	1.041	3.395	6.730	11	35	60
18	HEKTAŞ	1.014	2.173	5.041	36,16	35	75
19	İZMİR DEMİR ÇELİK	1.774	5.721	Zarar	15,95	26,66	—
20	İZOCAM	367	2.250	6.569	16,80	35	120
21	KARTONSAN	1.054	4.478	8.580	17,91	35	20
22	KAV	4.221	3.694	7.967	300	130	75
23	KOC HOLDİNG	10.696	15.504	41.329	45,60	32,50	60
24	KOC YATIRIM	2.622	2.826	7.385	39	35	50
25	KORDSA	11.116	24.507	44.293	110	95	96
26	KORUMA TARIM	2.169	5.239	14.105	30	66	111
27	BRISA (LASSA)	11.236	23.102	49.639	32	63	103,20
28	MAKİNA TAKİM	101	Zarar	493	—	—	5
29	METAŞ	352	4.194	Zarar	—	15	—
30	NASAŞ	1.218	2.853	205	15	30	—
31	OLMUKSA	2.625	6.884	9.722	22	45	35
32	OTOSAN	Zarar	24.346	55.685	—	26,60	70
33	POLYLEN	330	2.549	3.825	25	20	30
34	RABAK	1.602	6.535	7.547	43	40	40
35	SARKUYSAN	3.132	5.158	11.020	60	75	90
36	SİFAŞ	2.534	6.195	8.985	8	100	100
37	TÜRK DEMİR DÖKÜM	11.801	12.131	13.880	80	103	44
38	TÜRK SİEMENS	5.728	7.313	15.542	106	81	68,50
39	T. İŞ BANKASI «B»	35.207	62.246	121.414	34,60	38,33	46,02
40	TÜRKİYE ŞİŞE VE CAM	3.507	4.584	12.024	10	10	20

Kaynak: Banka ve Ekonomik Yorumlar Dergisi, Y.26, S.11

(Kasım 1989) s.35.

TABLO 2  
Kâr Paylarının Dağılımı

Kâr Payı Oranı (%)	Şirket Sayısı				
	1984	1985	1986	1987	1988
0	2	3	3	2	4
1 - 29	8	10	11	5	4
30 - 49	12	11	11	13	8
50 - 74	8	8	6	5	9
75 - 99	3	1	1	5	6
100 -199	3	5	5	8	7
200 +	4	1	3	2	2
Medyan Oran	35.58	38.50	40.00	47.50	60.00
Aritmetik Ortalama	60.00	69.57	72.10	66.28	68.83
Tartılı Ortalama	34.42	32.94	35.24	53.33	71.80

Kaynak: Banka ve Ekonomik Yorumlar Dergisi, Y.26, S.5  
(Mayıs 1989), s.32.

İstikrarlı gelişme gösteren kâr dağıtım politikasının şirket değerine ve hisse senedi verimine etkisinin en açık bir şekilde görüldüğü üç şirket Ege Biracılık, Ereğli Demir Çelik ve Güney Biracılıktır. İncelenen 40 şirket 1988 yılında ortalama %35,35 oranında negatif verime ulaşırken sadece bu üç şirket pozitif verim sağlamıştır (Tablo 3). 1988 yılında 1987'ye göre incelenen 40 şirket içerisinde sadece bu üç şirketin piyasa değeri artmıştır. Bu üç şirketle ilgili ayrıntılı veriler Tablo 4'de gösterilmiştir. Ayrıca incelenen 40 şirketin 1986, 1987, 1988 ve 1989 itibarıyla piyasa değerleri Tablo 6'da verilmiştir.

TABLO 3  
1988 Yılında Hisse Senetleri Verimi

<u>Hisse</u>	<u>Verim(%)</u>	<u>Hisse</u>	<u>Verim(%)</u>
Akçimento	- 57.04	Kav	- 20.43
Anadolu Cam	- 49.74	Koç Holding	- 53.88
Arçelik	- 25.30	Koç Yatırım	- 39.50
Aymar	- 23.42	Kordsa	- 45.42
Bağfaş	- 41.30	Koruma Tarım	- 12.66
Bolu Çimento	- 12.49	Brisa	- 48.76
Çelik Halat	- 11.96	Makina Takım	- 67.14
Çimsa	- 37.28	Metaş	- 52.34
Çukurova Elektrik	- 1.39	Masaş	- 61.32
Döktaş	- 50.62	Olmuksa	- 70.70
Eczacıbaşı Yatırım	- 44.59	Otosan	- 20.88
Ege Biracılık	98.18	Polylen	- 54.49
Ege Gübre	- 60.00	Rabak	- 54.70
Ereğli Demir Çelik	55.41	Sarkuysan	- 36.57
Good-Year	- 29.85	Sifaş	- 36.25
Gübre Fabrikaları	-108.42	T.Demir Döküm	- 41.41
Güney Biracılık	23.47	T.Siemens	- 69.25
Hektaş	- 13.28	T.İş Bankası	- 33.87
İzmir Demir Çelik	- 59.90	T.Şişe ve Cam	- 41.25
İzocam	- 51.18		
Kartonsan	- 52.69	Ortalama	- 35.35

Kaynak: Banka ve Ekonomik Yorumlar Dergisi, Y.26, S.1  
(Ocak 1989), s.42.

TABLO 4  
İstikrarlı Kâr Payı Dağıtan Üç Şirketin Piyasa Değerlerinin Gelişimi

Kuruluşun Adı	Net Kâr (milyon TL)			Dağıtılan Kâr Payı (%)			Piyasa Değeri (milyon TL)			Eylül 1989
	1986	1987	1988	1986	1987	1988	1986	1987	1988	
Ege Biracılık	1.560	3.315	18.926	20	35	130	4.830	11.550	21.420	105.000
Ereğli Demir Çelik	41.097	119.618	435.558	23	55	165	48.000	142.080	199.680	2.419.200
Güney Biracılık	1.041	3.395	6.730	11	35	60	4.536	10.290	11.235	42.840

Kaynak: İMKB, Şirketler Yıllığı, 1987  
 İMKB, Şirketler Yıllığı, 1988  
 İMKB, Dönemsel Bülten, Ocak/Eylül 1989

TABLO 5

Artan Oranda Kâr Payı Dağıtan Çukurova Elektrik'in Piyasa Değerinin Gelişimi

Kuruluşun Adı	Net Kâr (milyon TL)			Dağıtılan Kâr Payı (%)			Piyasa Değeri (milyon TL)			Eylül 1989
	1986	1987	1988	1986	1987	1988	1986	1987	1988	
Çukurova Elektrik	32.189	61.939	111.186	100	200	250	53.784	230.160	171.720	933.750

Kaynak: İMKB, Şirketler Yıllığı, 1987  
 İMKB, Şirketler Yıllığı, 1988  
 İMKB, Dönemsel Bülten, Ocak/Eylül 1989



TABLO 6

1986, 1987, 1988 ve Eylül 1989 İtibariyle Şirketlerin Piyasa Değerleri  
Piyasa Değerleri (milyon TL)

Sıra No	Kuruluşun Adı	Yıllar			Eylül 1989
		1986	1987	1988	
1	AKÇİMENTO	19.373	72.513	32.130	189.591
2	ANADOLU CAM	7.189	40.110	18.192	96.200
3	ARÇELİK	41.000	127.300	90.200	312.800
4	AYLAR	3.061	11.100	8.475	29.100
5	BAĞFAŞ	15.500	61.600	50.000	202.000
6	BOLU ÇİMENTO	12.000	21.150	15.300	76.950
7	ÇELİK HALAT	13.784	28.620	20.925	77.895
8	ÇİMSA	18.000	82.080	40.500	138.240
9	ÇUKUROVA ELEKTRİK	53.784	230.160	196.500	933.750
10	DÖKTAŞ	6.660	45.000	20.600	55.475
11	ECZACIBAŞI YATIRIM	1.332	4.740	2.580	14.160
12	EGE BİRACILIK	4.830	12.600	21.630	105.000
13	EGE GÜBRE	6.480	15.840	6.600	22.560
14	EREĞLİ DEMİR ÇELİK	48.000	168.000	207.360	2.419.200
15	GOOD YEAR	23.050	112.355	65.654	269.652
16	GÜBRE FABRİKALARI	8.869	20.335	14.700	27.300
17	GÜNEY BİRACILIK	4.536	11.550	12.180	42.840
18	HEKTAŞ	4.161	9.585	6.278	24.219
19	İZMİR DEMİR ÇELİK	15.099	52.250	32.000	198.750
20	İZOCAM	6.900	39.000	17.550	66.075
21	KARTONSAN	18.000	56.100	33.300	121.500
22	KAV	6.598	30.960	20.880	67.500
23	KOÇ HOLDİNG	48.888	233.250	102.500	477.600
24	KOÇ YATIRIM	8.485	36.700	20.320	68.275
25	KORDSA	35.625	168.750	79.313	303.750
26	KORUMA TARIM	5.558	18.225	14.091	55.080
27	LASSA (BRISA)	20.520	248.400	112.050	359.438
28	MAKİNA TAKİM	2.175	5.250	1.725	8.625
29	METAŞ	3.450	20.400	9.150	26.250
30	NASAŞ	7.500	23.100	10.640	53.900
31	OLUKSA	14.587	87.500	22.475	71.500
32	OTOSAN	13.125	109.324	75.844	176.285
33	POLYLEN	5.850	16.110	7.650	18.113
34	RAEAK	8.812	31.500	18.975	108.750
35	SARUYSAN	9.161	30.581	16.422	89.208
36	SİFAŞ	13.728	25.116	17.550	48.438
37	TÜRK DEMİR DÖKÜM	18.120	94.192	45.750	109.500
38	TÜRK SIEMENS	30.030	127.750	41.108	192.150
39	T.İŞ BANKASI "B"	113.400	268.705	193.995	398.863
40	TÜRKİYE ŞİŞE VE CAM	22.100	121.250	65.006	401.133

Kaynak: İLKB, Şirketler Yıllığı, 1987  
İLKB, Şirketler Yıllığı, 1988  
İLKB, Dönemsel Bülten, Ocak/Eylül 1989

edilebilirliği olmakla beraber yüksek enflasyonun bulunduğu ekonomilerde her yıl sabit tutarda bir kâr payı dağıtımının ortaklar açısından tatmin edici olmayacağı açıktır.

1986, 1987 ve 1988 yılları olarak incelenen 40 şirketin hiçbiri bu üç yıl boyunca sabit tutarda kâr payı dağıtma yoluna gitmemişlerdir. Üstüste iki yıl boyunca aynı tutarda kâr payı dağıtan şirketler olmuş fakat üç yıl boyunca aynı oranda kâr payı dağıtan şirket yoktur.

#### C- Sabit Kâr Payı Ödeme Oranının Etkisi

Bu politikada şirketin kârlarındaki değişmelere paralel olarak uygulanan sabit bir kâr payı oranı nedeniyle ortaklara dağıtılan kâr payları da oynamalar göstermektedir. Ortaklar şirket yüksek kâr elde ettiği ve yüksek kâr payı dağıttığı yıllarda bundan memnun olacaktır. Fakat bunun tersi olduğunda ise ortaklar aynı hoşnutluğu göstermeyeceklerdir. Bu şekilde yüksek dalgalanmalar gösteren kâr payı dağıtımını hisse senedi fiyatlarını olumsuz etkileyecektir. Bu nedenle yöneticiler, dağıtılan kâr paylarında şirketin elde ettiği kârlarda yüksek oynamalar olsa bile belli bir istikrar sağlamaya çalışırlar (27).

---

(27) TÜREN, s.34.

D- Düzenli Sabit Bir Kâr Payı + Eklemelerin  
Etkisi

Bu kâr dağıtım politikasında ortaklar açısından her yıl için asgari bir gelir garantilenmekte, buna bazı yıllar değişik tutarlarda bir üste ekleme olmaktadır (28). Bu politika daha çok kâr paylarının eşit taksitler halinde ödendiği ABD'de uygulanmaktadır. Ekonomik istikrarın bulunduğu ülkelerde bu kâr dağıtım politikası hisse senetlerinin değerini de olumlu etkileyecektir.

II- KÂR PAYI DAĞITIMINDA KULLANILABİLECEK KAYNAKLARIN  
HISSE SENETLERİ DEĞERİNE ETKİSİ

Daha önceki bölümde kâr payı dağıtımında kullanılabilir kaynaklar üç ana başlık altında incelenmiştir. Nakit akımlarının kullanılması, borçlanma yoluna gidilmesi ve yeni hisse senedi çıkarılması seçeneklerinin hisse senedi fiyatları üzerine farklı etkileri olacaktır.

A- Nakit Akımlarının Kullanılması

Anonim şirketlerin kâr payı dağıtımında kullanılabilir nakit varlığına sahip olması ortaklar ve yöneticiler açısından en çok istenenidir. Kâr paylarının, yeterli olan nakit varlığından dağıtılması şirketin finansal

---

(28) GÖNENLİ, İşletmelerde ..., s. 393.

yapısını bozmayacağı, gelecekle ilgili yatırım planlarını olumsuz etkilemeyeceği için şirketin piyasa değeri olumlu etkilenecektir. Fakat kâr yüksek olmasına rağmen nakit varlığı her zaman yeterli olmayabilir. İşte şirket bu durumda borçlanmaya gidebilir.

#### B- Borçlanarak Kâr Payı Ödenmesi

Borçlanma yoluyla ortaklara kâr payı dağıtılması şirketin faiz giderlerine katlanmasını gerektirecektir. Sermaye piyasasında şirketin borçlanma yoluna giderek kâr payı dağıtmasının hoş karşılanması için şirketin nakit varlığının gelecekte ortakların daha yüksek kâr payı ve değer artışı sağlayabilecekleri yatırımlara transfer edilmiş olması gerekmektedir (29). Eğer şirket borçlanarak (borç / özsermaye) oranını olumsuz yönde değiştirmek istemiyorsa yeni hisse senedi çıkarma yoluna gidebilecektir.

#### C- Yeni Hisse Senedi Çıkarılması Yoluyla Kâr Payı Dağıtımının Etkisi

Anonim şirketler kâr payı dağıtımını yeni hisse senedi satmak yoluyla finanse ettiğinde şirketin piyasadaki hisse senetlerinin miktarı artacak fakat yatırım stratejisi, borçlanma kapasitesi ve nakit akımı değişmeden kalacağından hisse başına kâr payı ve hisse senetlerinin

---

(29) TÜREN, s.32.

piyasa fiyatı düşecektir (30).

Yeniden değerlemeyle yeniden değerlendirme değer artış fonlarının özsermayeye eklenmeye başlanması sonucu ortaklara bedelsiz hisse senetleri verilmeye başlanmıştır. Başlangıçta sadece ortakların ellerindeki hisse senedi sayısı artmaktadır. Daha sonraki yıllarda ise bedelsiz olarak kâr payı şeklinde verilen hisse senetleri de diğer hisse senetleri gibi kâr payı ve değer artış kazancı sağlamaktadır.

## S O N U Ç

Kâr dağıtım kararının verilmesi anonim şirketlerde önemli karar aşamalarından birisidir. Fakat bundan önce kâr dağıtım politikasıyla ilgili olarak şirketin dağıtılabılır kârı olup olmadığına; varsa dağıtılabılır kâr rakamının büyüklüğüne bakmak gerekir. Dağıtılabılır kâr ise şirket yönetici veya sahipleri tarafından çeşitli amaçlarla ya yüksek ya da düşük gösterilmeye çalışılmaktadır. Muhasebenin aynı tür finansal olaylarla ilgili değişik muhasebe uygulamaları yapma imkânı vermesi kârın olması gerekenden yüksek veya düşük çıkması sonucunu doğurmaktadır. Anonim şirketin faaliyetleriyle yakından ilgilenenlerin bu tür muhasebe uygulamalarını bilmesinde fayda vardır.

Anonim şirketlerde elde edilen dönem kârı bir finansal kaynaktır. Bu kaynağın ne kadarının şirket faaliyetlerinin ve yeni yatırımların finansmanı için kullanıl-

cağı ne kadarının ise ortaklara kâr payı şeklinde dağıtılacağı sorunu kâr dağıtım politikasının önemli olduğunu ortaya çıkarmaktadır.

Yapılan incelemeler Türkiye'de aile şirketlerinde kâr dağıtım politikasının önemli olmadığı sonucunu ortaya çıkarmıştır. Çünkü bu şirketlerde kâr dağıtım ortakların servetlerini ve hisse senetleri sermaye piyasasında işlem görmediğinden şirketin değerini etkilememektedir. Bu nedenle dönem kârı şirket faaliyetlerinin ve yeni yatırımların finansmanında kullanılmaktadır.

Halka açık şirketlerde ise durum çok farklıdır. Şirket yöneticileri hem ortakları tatmin edecek bir kâr dağıtım politikası izleme hem de şirketin faaliyetlerinin ve yeni yatırımlarının finansmanı için kaynak ayırma sorunlarıyla karşılaşmaktadırlar. Sermaye Piyasası Kanunu'nun getirmiş olduğu I. temettü dağıtma zorunluluğu ise halka açık şirketleri diğer finansman kaynaklarının maliyetini daha iyi hesaplamak zorunda bırakmaktadır.

Finans literatüründe kâr dağıtım politikasının şirket değerini etkileyip etkilemediği tartışmalıdır. Türkiye'de gelişmiş bir sermaye piyasasından söz etmek mümkün değildir. Üstelik yüksek enflasyon geleceğin belirsizliğini arttırarak yatırımcıları kısa vadeli düşünmeye zorlamaktadır. Yatırımcıların kısa sürede yatırımlarından iyi bir gelir elde etme isteği yüksek oranda kâr payı dağıtma po-

litikası izleyen şirketleri ön plana çıkarmaktadır. Buradan kâr dağıtım politikasının Türkiye'de şirket değerini etkilediği yargısına varılabilir.

Kâr dağıtım politikaları içersinde şirketler tarafından en çok uygulanmaya çalışılan ve yatırımcılar tarafından olumlu bulunanı istikrarlı gelişme gösteren kâr payı dağıtımdır. Şirketin net kârlarındaki artışa paralel olarak aynı oranda olmasa bile dağıtılan kâr paylarını arttırması şirket değerini olumlu etkilemektedir. İMKB'na kayıtlı 40 şirket üzerinde yapılan değerlendirmede de bu yönde sonuçlar elde edilmiştir. Çünkü gelecekte de istikrarlı bir kâr dağıtım politikası uygulanacağı düşüncesi bu şirketlere karşı duyulan güveni ve hisse senetleri fiyatlarını arttırmaktadır.



## F A Y D A L A N I L A N K A Y N A K L A R

- AKGÜÇ Öztin : Finansal Yönetim, İstanbul Üniversitesi Ya.No.3344, Muhasebe Enstitüsü Ya.No. 46, B.4, İstanbul, 1985.
- AKGÜÇ Öztin : "Sermaye Piyasası Kanunu Birikim Sahiplerinin Hak ve Çıkarlarının Korunması İçin Neler Getiriyor?", BANKA ve EKONOMİK YORUMLAR DERGİSİ, Y.19, S.4 (Nisan 1982).
- AKGÜÇ Öztin : "Türk Sanayininin Finansman Sorunu", BANKA ve EKONOMİK YORUMLAR DERGİSİ, Y.26, S.1 (Ocak 1989).
- ALP Sinan : "Sermaye Piyasası Kanunu'na Tabi Anonim Ortaklıklar Faaliyet Raporu", MALİ SORUNLARA ÇÖZÜM DERGİSİ, Y.1, S.4 (Nisan 1985).

- AMLING Frederick : Investments In Introduction To Analysis and Management, Prentice Hall International Inc., B.6, New Jersey, 1989.
- BAKIR Pınar : "Temettü Politikasının Firma Değerlemesi Açısından İncelemesi", İ.İ.T.İ.A., S.2, İstanbul 1975.
- BEKTÖRE Sabri-  
ÇÖMLEKÇİ Ferruh : Mali Tablolar Analizi, Anadolu Üniversitesi Yayınları Ya.No. 71, Eskişehir, 1989.
- BEN-HORIM Moshe : Essentials of Corporate Finance, Allyn and Bacon, Inc., Boston, 1988.
- BOZKURT Ünal : "İşletmelerin Kâr Dağıtım Politikaları Üzerine", BANKA ve EKONOMİK YORUMLAR DERGİSİ, C.XIV, S.3 (Mart 1977).
- BÜKER Semih : "Hisse Senedi Değerlerinin Bulunmasında Şirket Gelirleri ve Kâr Paylarının Önemi", E.İ.T.İ.A. DERGİSİ, C.XI, S.1 (Ocak 1975).
- ÇAMÖĞLU Ersin : "Sermaye Piyasası Kanunu'nun Amaçları, Getirdiği Bazı Kurumlar ve Kavramlar, Eksiklikleri ve Tamamlanması İçin Alınması Gerekli Önlemler", BANKA ve EKONOMİK YORUMLAR DERGİSİ, Y.18, S.10 (Ekim 1981).

- ÇİLLER Tansu  
ÇİZAKÇA Murat
- : Türk Finans Kesiminde Sorunlar ve Reform Önerileri, İstanbul Sanayi Odası Araştırma Dairesi Ya. No. 1989/7, Yenilik Basımevi, İstanbul, 1989.
- DOĞANCALI Kemal
- : "Verimli Hisse Senetleri, Borsa'da Hisse Senedi Değerlendirilmesine Farklı Açılardan Bakılıyor", DÜNYA GAZETESİ, 16 Kasım 1989.
- ERTUNA İbrahim
- : Türkiye'de Mali Piyasalar Sorunları ve Çözümler, İstanbul Ticaret Odası Ya.No. 1987/6, İstanbul 1987
- GÖKER Erol
- : "Sermaye Piyasasında Kâr Dağıtım", MALİ SORUNLARA ÇÖZÜM DERGİSİ, Y.1, S.2 (Şubat 1985).
- GÖNENLİ Atilla
- : İşletmelerde Finansal Yönetim, İstanbul Üniversitesi Ya.No. 3463, İstanbul, 1988.
- GÖNENLİ Atilla
- : "Türk Sanayiinin Finansman Sorunu", BANKA ve EKONOMİK YORUMLAR DERGİSİ, Y.26, S.1 (Ocak 1989).
- KARAŞIN Gültekin
- : Sermaye Piyasası Analizleri, Ankara, 1987.
- KARSLI Muharrem
- : Sermaye Piyasası Borsa Menkul Kıymetler, Kırıl Matbaası, İstanbul, 1989.

- KIZILOT Şükrü : "Anonim Şirketlerde Kâr Dağılımı", MALİ SORUNLARA ÇÖZÜM DERGİSİ, Y.3, S.26 (Şubat 1987).
- SEDEF Cengiz A. : "Finansal Amaçların Önceliği ve Kâr Dağıtım", ERCİYES ÜNİVERSİTESİ SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ DERGİSİ, S.2, Kayseri, 1988.
- SEDEF Cengiz A. : "Temettünün Hisse Değerine Etkisi", PARA ve SERMAYE PİYASASI DERGİSİ, Y.10, S.115 (Eylül 1988).
- SEVİĞ Veysi : "Özelleştirme Kamu Borçlanmaları ve Borsa İşlemleri", PARA ve SERMAYE PİYASASI DERGİSİ, Y.11, S. 127 (Eylül 1989).
- TEKBAŞ M.Şükrü : "Aile Şirketlerinin Halka Açılmaları Kolaylaşacak", DÜNYA GAZETESİ, 29 Kasım 1989.
- TUNCER Selahattin : "Hisse Senedi Fiyatlarını Etkileyen Faktörler", PARA ve SERMAYE PİYASASI DERGİSİ, Y.9, S. 102 (Ağustos 1987).
- TUNCER Selahattin : Türkiye'de Sermaye Piyasası, Okan Yayıncılık Dağıtımcılık, İstanbul, 1985.
- TÜREN Şeref : "Dividant Politikasının Bir Önemi Var mıdır?", BANKA ve EKONOMİK YORUMLAR DERGİSİ, Y.19, S.4 (Nisan 1982).

TÜRK İsmail

: "Ayın Konuğu", MALİ SORUNLARA ÇÖZÜM DERGİSİ, Y.1, S.5 (Mayıs 1985).

YET Neş'e

: "Borsalarda Hisse Senedi Fiyatları Neden Değişiyor", PARA ve SERMAYE PİYASASI DERGİSİ, Y.9, S.102 (Ağustos 1987).

\_\_\_\_\_ : İMKB, Şirketler Yıllığı, 1987.

\_\_\_\_\_ : İMKB, Şirketler Yıllığı, 1988.

\_\_\_\_\_ : İMKB, Dönemsel Bülten, Ocak /Eylül 1989.

