

Süleyman Demirel Üniversitesi
İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi
Y.2001, C.6, S.1 s.55-71.

İŞLETMELERİN KAR PAYI DAĞITIM POLİTİKALARI VE FİRMA DEĞERLİLİĞİNİN VERGİ UYGULAMALARI İLE İLİŞKİSİNE TEORİK BİR YAKLAŞIM

Arş.Gör.Dr.Yusuf DEMİR*

ÖZET

İşletmeler, kar dağıtımının kendi geleceklere açısından önemine inanarak bir takım düzenleyici etkenler ve kendi görüşleri doğrultusunda kar dağıtım politikalarını belirlemektedirler. Bu nedenle uygulamada, kar dağıtım konusunda işletmelerin farklı politikalara sahip oldukları görülmektedir. Kurumlar vergisi ile gelir vergisi oranlarındaki değişiklikler ve diğer vergi uygulamaları, işletmelerin kar dağıtım politikalarını etkileyen faktörler arasındadır. Vergi uygulamalarındaki bu farklılıklar, işletmelerin kar dağıtım politikalarını etkilediği gibi işletmelerin hisse senedi fiyatlarını ve dolayısıyla piyasa değerliliklerini de etkilemektedir.

Araştırmada, işletmelerin kar payı dağıtımını Kurumlar Vergisi ve Gelir Vergisi açısından inceleyerek, vergi uygulamalarının işletmelerin kar dağıtım politikalarına ve buna bağlı olarak firma değerliliğine etkileri teorik bir çerçevede incelenmiştir.

Kâr Dağıtım Politikası, Vergi Uygulamaları, Firma Değerliliği

GİRİŞ

Kar payı, pay sahipleri ile kara katılan diğer kimselere dağıtılmasına karar verilen ve bunların her birine düşen payı ifade eden bir terimdir¹. Diğer bir tanımlamaya göre kar payı hakkı, kanun ve esas sözleşme hükümlerine veya genel kurul kararlarına göre dağıtılmaya tahsis edilen yıllık kara veya dağıtılmaya tahsis olunan yedek akçelere pay sahibinin katılma hakkıdır². Buradan hareketle, işletmelerin kar dağıtım politikalarını belirleyen bir çok faktörün varlığından söz etmek mümkündür. Bu faktörler hem işletmeye bağlı hem de işletmenin dışında meydana gelen faktörlerdir.

* Süleyman Demirel Üniversitesi, İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi, İşletme Bölümü, Öğretim Elemanı.

¹ M. HIŞIL, Halka Açık Anonim Şirketlerde Kar Dağıtım, **Yaklaşım Dergisi**, Yıl 4, Sayı 40, s. 133.

² Reha POROY, Ünal TEKİNALP ve Ersin ÇAMOĞLU, **Ortaklıklar ve Kooperatif Hukuku**, 6. Baskı, Beta Basım Yayın Dağıtım, Yayın No: 591, İstanbul, 1995, s.451.

İşletmelerin kar payı dağıtımını belirleyen bu faktörlerden birisi de vergi uygulamalarıdır. Değişik vergi oranları ve uygulamaları, işletmeleri kar dağıtım politikaları konusunda farklı tutumlar içerisinde bırakabilmektedir. Bununla birlikte, firmaların piyasa değerliliği; yatırım, finansman ve kar dağıtım kararlarına bağlı olarak değişiklik göstermektedir. Finans literatüründe vergi uygulamalarının işletmelerin kar dağıtım politikalarını etkileyip etkilemediği konusu ve kar dağıtım politikasının hisse senedi değerini nasıl etkilediği, bundan da öteye etkileyip etkilemediği konusu tartışmalıdır. Ancak ölçülebilirlik açısından uygulamada kar dağıtım politikasının hisse senedi fiyatına etkisi ile ilgili değerlendirme modelleri geliştirilmiştir. Bu modeller doğrultusunda yapılan çalışmalarda vergi uygulamalarının kar payı dağıtım politikalarını ve dolayısıyla firma değerliliğini etkilediği çoğunlukla ortaya çıkan sonuçtur.

Bu çalışmada, vergi uygulamalarının işletmelerin kar dağıtım politikalarını dolayısıyla firma değerliliğini etkilediği ileri sürülmüştür. Diğer bir ifade ile kar payı ödemelerine yönelik vergi oranlarındaki artış/azalış veya vergilendirmedeki değişiklikler işletmelerin kar payı ödeme politikalarını ve dolayısıyla işletmelerin piyasa değerliliğini de aynı yönde etkilediği bu konuda ortaya atılmış modeller yardımı ile ispat edilmeye çalışılmıştır.

1. KAR DAĞITIMI VE KAR DAĞITIM POLİTİKASI

İşletmelerin dönem sonu karı olarak elde ettiği karın bir bölümünü pay sahipleri veya ortaklarına dağıtmasına “temettü” veya “kar payı dağıtımı” adı verilmektedir. Kar dağıtım politikası, işletmelerin elde ettiği net karın ortaklar ve dağıtılmamış kar kalemi ve yedek akçeler arasındaki dağılımını belirleyen bir politika olarak tanımlanmaktadır³.

İşletmeler, pay senetlerinin piyasa değerlerini arttırmaları veya en azından koruyabilmeleri için ortakların beklentileri doğrultusunda, belli bir orandaki kar payını dağıtmak zorunda kalmaktadırlar. Bu dağıtım en genel şekliyle ya nakit olarak ya da yeni pay senedi ihraç edip eski pay senedi sahiplerine bedelsiz hisse senedi verilmesi şeklinde olabilmektedir. Böyle olmakla birlikte işletmeler, bazen de oto finansman amacıyla karın bir kısmını işletmede bırakma yoluna gitmektedirler. İşletmede bırakılan karlar da daha sonra belli amaçlar doğrultusunda dağıtılabilmektedir.

İşletmeler, kar dağıtımının kendi gelecekleri açısından önemine inanarak kendi görüşleri doğrultusunda bir kar dağıtım politikası belirlemektedirler. Bu nedenle uygulamada, kar dağıtımını konusunda işletmelerin farklı politikalara sahip oldukları görülmektedir.

³ Semih BÜKER, Rıza AŞIKOĞLU ve Güven SEVİL, *Finansal Yönetim*, İkinci Baskı, Şubat, 1997, Eskişehir, s. 282.

Kar dağıtımını konusunda tutucu davranarak karların aşırı şekilde işletmede bırakılması yani, çok az miktarlarda kar dağıtımını, işletmenin pay senetleri değeri üzerinde olumsuz etkide bulunarak hisse senedinin piyasa fiyatının dolayısıyla firmanın piyasa değerliliğinin azalmasına yol açmaktadır. Bu nedenle işletmeler, kendi finansal yapıları ve gelecekle ilgili yatırım planlarını da dikkate alarak en azından belli ölçülerde istikrarlı ve sürekli bir şekilde kar dağıtmayı sürdürmeye çalışmaktadırlar.

İşletmelerin kar payı dağıtım politikalarını etkileyen bazı faktörlerin bulunduğu yukarıda söz ettik. Kar payı dağıtımına yönelik karar verme aşamasında firma yönetimi, gerek işletme içi, gerekse işletme dışı bir takım sınırlamaları ve güçlükleri de dikkate almak zorundadır.

İşletmelerin kar payı dağıtım politikalarını etkileyen faktörlerden birisi de vergi uygulamalarıdır. Değişik vergi oranları ve uygulamaları, işletmeleri kar dağıtım politikaları konusunda değişik tutumlar içerisinde bırakabilmektedir. Vergi uygulamalarının kar dağıtım politikaları üzerine etkisi ilgili bölümde ayrıntılı bir şekilde incelenecektir.

Türk hukukunda kar dağıtım politikası, Türk Ticaret Kanunu (TTK) ve Sermaye Piyasası Kanunu (SPK)'da düzenlenmiştir. Anonim şirketlerde bilanço karını tevzi konusunda TTK bazı esaslar koymuştur. Sermaye Piyasası Kanunu ise, halka açık şirketlerde kar dağıtımına ortaklar lehine bazı hükümler getirmiştir. Öncelikle her iki kanuna göre de kar dağıtılabilmesi için bilanço da karın oluşması gerekmektedir. Genel kurul karar verirse, her iki halde de şirketler bilançoda kar gözükmese bile birikmiş ihtiyatlardan kar payı dağıtabilirler. Ancak, bu konuda hiçbir kanun şirketleri zorlamamaktadır.

1.1. Türk Ticaret Kanununa Tabi Şirketlerde Kar Dağıtım

Bilançoda kar varsa ve genel kurul da kar dağıtım kararı almışsa,

- Önce Kurumlar Vergisi ve diğer yasal yükümlülükler karşılığı ayrılır,
- Kalan miktardan kanuni yedek akçe ayrılır,
- Kalan miktardan adi hisse senedi sahiplerine ödenmiş sermayenin %5'i oranında kanuni birinci temettü ödenir,
- Kalan miktardan kurucu, intifa hisse senetlerine, idare meclisi üyelerine ana sözleşmede öngörülen miktarda pay tahsis edilir,
- Kalan miktardan adi hisselerine ikinci temettü ödenir,
- Geri kalan meblağ fevkalade ihtiyatlara aktarılır.

TTK'nun kar dağıtım konusundaki hükümleri dağınıktır ve çeşitli maddelerde düzenlenmiştir (m. 279, 298, 466, 468, 469, 472). Anonim

şirketlerde kar dağıtımını ana sözleşmedeki özel hükümlere göre az çok farklı olabilirse de, genel olarak yukarıdaki gibidir.

1.2.Sermaye Piyasası Kanunu'na Tabi Şirketlerde Kar Dağıtımı

SPK'ya tabi şirketlerde kar dağıtımının en önemli özelliği birinci temettü oranındadır. Ticaret kanunumuzun %5 olarak tespit ettiği birinci temettü oranının halka açık şirketler için tespitini Sermaye Piyasası Kanunu, Sermaye Piyasası Kurulu'na bırakmıştır. Kanun, bu oranın kurul tarafından tespit edilecek orandan az olmamak üzere ana sözleşmede gösterilmesini amirdir. Bu birinci temettü ayrılmadıkça başka yedek akçe ayrılmasına, ertesi yıla kar aktarılmasına ve yönetim kurulu üyeleri ile memur, hizmetli ve işçilere kardan pay dağıtılmasına karar verilemez. Bu gibi dağıtımların yapılabilmesi için ana sözleşmede hüküm bulunması, oranlarının ve üst sınırlarının belirtilmesi gerekir⁴.

Bazı halka açık şirketlerin yıllık bilanço karının birtakım mekanizmalarla azaltıldığı ve başka şirketlere aktarıldığı, böylece halk ortaklarının zarar gördüğü bilinmektedir. Mesela, halka açık bir üretim şirketi ürettiği malları piyasa değerine göre çok ucuz fiyatla kurucularının sahibi bulunduğu pazarlama firmalarına devrederek üretici şirketin karının azalmasına, azalan karın kendi pazarlama şirketlerine aktarılmasına yol açabilir⁵. Sermaye Piyasası Kanunu bu gibi örtülü kazançları ve kar aktarma çabalarını önlemek amacıyla da şu hükmü getirmiştir⁶: “Hisse senetleri halka satılan bir anonim ortaklık, yönetim, denetim ve sermaye bakımından dolayı ve dolaysız olarak ilişkili bulunduğu diğer bir teşebbüs veya şahısla emsallerine göre bariz şekilde farklı fiyat, ücret ve bedel uygulamak gibi işlemlerde bulunarak yıllık karını azaltamaz.”

Kar dağıtım ve kar dağıtım politikasını bu şekilde tanımlayıp, Türk mevzuatında kar payı dağıtımının düzenlenmesini gördükten sonra kar payı dağıtımını etkileyen vergi uygulamalarının Kurumlar Vergisi ve Gelir Vergisi çerçevesinde açıklanmasında fayda vardır.

2. KURUMLAR VERGİSİ AÇISINDAN KAR DAĞITIMI

Kurumlar vergisi oranının herhangi bir nedenle yükselmesi durumunda şirketlerin kazancı vergi artış oranınca azalacaktır. Şirketin kazancında görülen azalmanın aynı zamanda şirketin dağıtacağı kar payı üzerine de etkisi söz konusudur. Kar payı, hisse senedi sahiplerinin şirket

⁴ Sermaye Piyasası Kanunu, m.15/1.

⁵ Muharrem KARSLI, **Sermaye Piyasası Borsa Menkul Kıymetler**, İrfan Yayıncılık ve Ticaret, 4.Baskı, İstanbul, 1994, s.70.

⁶ Sermaye Piyasası Kanunu, m.15/2.

karından aldıkları paylar olduğu için, şirket karındaki bir azalma dağıtılacak kar paylarını da azaltacaktır.

1999 yılından bu yana kurum kazançları üzerinden hesaplanan kurumlar vergisi oranı %30 dur. Gelir vergisi stopajının dağıtılan karlar üzerinden yapılması, böylece stopajın kar dağıtımına bağlanması esas alındığından, karlar hiç dağıtılmazsa, kurum kazancı üzerinden bir şirketin vergi yükü fon payı ile birlikte %33 olmaktadır⁷. Tam mükellef kurumlarda kurumlar vergisinden müstesna kazançlar düşüldükten sonra, dağıttıkları kar paylarından dağıtım sırasında gelir vergisi stopajı uygulanmaktadır. Stopaj oranı halka açık şirketler için %5 diğer kurumlar için %15 tir. Halka açık olmayan bir kurumun kar paylarının tümünü dağıttığını varsayarsak, işletmenin vergi yükü %49,5 olmaktadır. Bu, şirketlerin kazançlarının yarısını devlete vergi olarak ödemeleri anlamını taşımaktadır. Üstelik bu ağır vergi yükü altında kesin vergi rakamının tahakkuk etmesinden önce devlete peşin vergi ödenmesi, işletmelerin bu yükü daha da ağır hissetmelerine neden olmaktadır⁸.

Diğer taraftan işletme ortaklarından gelir vergisi dilimleri yüksek olanlar, karların kendilerine dağıtılmayarak işletmede bırakılmasından yana bir tavır takınmaktadırlar. Aksi halde kendilerine dağıtılan karlar yüksek vergi oranlarına tabi olmaları nedeniyle daha az miktarlara düşmüş olacaktır.

Ülkemizde yaşanan deprem felaketi nedeniyle afet bölgelerine yardım amacıyla getirilen ve deprem vergisi olarak adlandırılan ek vergiler de işletme üzerindeki finansman sıkıntısını ve genel olarak ekonomide talebi azaltmıştır. Ayrıca sabit gelirlinin gelirlerinde yeterli yükseliş olmayışı da iç talebi önemli ölçüde düşürmüştür⁹. Talepteki bu düşüşle birlikte işletmelerin satışları ve dolayısıyla dağıtılabılır karlarında da bir azalma kendini göstermiştir. Buna bağlı olarak ta adı geçen dönemde firmaların piyasa değerliliğinin düştüğü gözlenmiştir.

Muhasebe standartları ve TTK işletmenin mali yapısının korunmasına yönelik düzenlemeler getirmektedir. İşletme mali yapısının güçlü olması, öz kaynaklarının toplam kaynaklar içindeki payının yeterli olması ve bu oranının yıllar itibariyle korunmasını ifade etmektedir. Bunun için enflasyonist bir ortamda öz kaynakların nominal değerinde yıllar itibariyle artış sağlanmalıdır. Bunun yolu, işletmenin elde ettiği karların bir kısmının dağıtılmayarak işletme bünyesinde ve öz kaynaklar içinde çeşitli adlarla (yedekler, dağıtılmamış karlar vb.) tutulmasıdır. İşletmelerin bu şekilde açık oto-finansman sağlaması için TTK, ayrılması zorunlu yasal yedekleri ve ihtiyari yedekleri hükme bağlamıştır¹⁰.

⁷ Gelir Vergisi Kanunu, m. 94/e.

⁸ Ümit GÜCENME, "Geçici Vergi Uygulamaları ve İşletme Finansı", **Muhasebe ve Finansman Dergisi**, Sayı: 9, Ocak 2001, s. 39.

⁹ a.g.m., s. 38.

¹⁰ a.g.m., s.40.

İşletmeler bu şekilde açık oto-finansman yapabilecekleri gibi, gelir fazlalarını ticari kar olarak beyan etmeden önce, muhasebe standartlarının izin verdiği bir takım önlemleri alarak gizli oto-finansman da yapabilmektedirler. Bunun için, dönem sonundaki ticari kar rakamının düşük hesaplanmasını sağlayacak şekilde, dönem giderlerinin, amortismanlarının, karşılıklarının yüksek, buna karşılık döneme ait gelirlerin düşük gözükmesi için muhasebe standartları çerçevesinde önlem alınabilir. Ayrıca işletme varlıklarının düşük değerle değerlendirilmesi ya da borçların yüksek değerle değerlendirilmesi suretiyle nominal ticari kar rakamının düşük hesaplanması sağlanabilir. Böylece işletmeye giren fon fazlalarının kar adı ile beyan edilerek temettü, ücret ya da karlı ve gelişme potansiyeli olmayan yatırımlar yoluyla işletme dışına çıkması önlenmekte ve bu fonların işletmede tutulması sağlanmaktadır. Bu yolla işletmede tutulan fonlar, hiçbir maliyeti olmayan en ucuz finansman kaynağıdır ve gizli oto finansman sağlamaktadır. Bu yolla işletmeler uzun dönemde finansal yapılarını güçlendirmekte ve daha istikrarlı kar dağıtım politikaları izleyebilmektedirler.

3. GELİR VERGİSİ KANUNU AÇISINDAN KAR PAYI DAĞITIMI

1 Ocak 1999'dan itibaren yürürlüğe giren değişiklikle, daha önce dağıtılıp dağıtılmadığına bakılmaksızın kurum kazancı üzerinden yapılan gelir vergisi stopajı, nakit kar dağıtımını üzerinden yapılır hale getirilmiştir. Bu değişiklik bazı belirsizlikleri de beraberinde getirmiştir. Bu belirsizlikler, Maliye Bakanlığınca yayımlanan 67 seri No'lu Kurumlar Vergisi Genel Tebliği¹¹ ile giderilerek tereddüt yaratan noktaların çoğunluğu açıklığa kavuşturulmuştur.

Gelir Vergisi Kanunu'nda "kar payı" kavramı tanımlanmamıştır. Gelir Vergisi Kanunu'nun menkul sermaye iratlarını düzenleyen 75. maddesinin 1, 2 ve 3 numaralı bentlerinde bazı kar payı çeşitleri ismen aşağıdaki gibi sayılmıştır:

3.1. Her nevi hisse senetlerinin kar payları

Kurucu hisse senetleri ve diğer intifa hisse senetlerine verilen kar payları ve pay sahiplerine hazırlık dönemi için faiz olarak veya başka adlarla yapılan her türlü ödemeler ile Sermaye Piyasası Kanunu'na göre kurulan yatırım fonları katılma belgelerine ödenen kar payları dahil.

3.2. İştirak hisselerinden doğan kazançlar

Limitet şirket ortaklarının, iş ortaklıklarının ortakları ve komanditerlerin kar payları ile kooperatiflerin dağıttıkları kazançlar bu

¹¹ 67 Seri No'lu GVK Genel Tebliği 06.02.2000 tarih ve 23956 Sayılı Resmi Gazete'de yayımlanmıştır.

zümreye dahildir. Kooperatiflerin ortakları ile yaptıkları muamelelerden doğan karlardan ortaklara, kooperatifle yaptıkları muameleler oranında tevzii, kazanç dağıtımı sayılmaz.

Adi komandit şirketlerde komanditerlerin kar payları, şirket karının ilişkin bulunduğu takvim yılında elde edilmiş sayılır.

3.3. Kurumların idare meclisi başkan ve üyelerine verilen kar payları

Gelir Vergisi Kanunu Md. 94/6-b gereğince, kar payı elde eden mükellefler, stopaj yapılmadan önceki brüt tutar kadar değil, fiilen ellerine geçen net kar payı kadar menkul sermaye iradı elde etmiş sayılırlar. Çünkü yukarıda belirttiğimiz üzere dağıtım aşamasında yapılan stopajın kar payına dahil sayılması ve hesaplanan gelir vergisinden mahsubu mümkün değildir. Ancak, söz konusu stopaj vergi alacağı yoluyla (götürü olarak) net kar payına eklenir ve mahsuba konu edilir. Bu amaçla Gelir Vergisi Kanunu'nun mükerrer 75. maddesinde "vergi alacağı" müessesesi düzenlenmiştir¹².

Bu bağlamda aşağıdaki kar payları için vergi alacağı hesaplanması gerekir;

- Anonim şirket hisse senetlerinin kar payları,
- Eshamlı komandit şirketlerin hisse senetlerinin kar payları
- Limitet şirket iştirak hisselerinden doğan kar payları,
- Kooperatiflerin ortaklarına dağıttıkları kazançlar (kooperatiflerin ortakları ile yaptıkları muamelelerden doğan gelir-gider farkından ortaklara, kooperatifle yaptıkları muameleler nispetinde dağıtılan risturnlar hariç),
- İş ortaklıklarının ortaklarına dağıttıkları kar payları,
- Kurumların idare meclisi başkan ve üyelerine verilen kar payları,
- Yatırım fonlarının katılma belgeleri ile yatırım ortaklıklarının hisse senetlerinden elde edilen kar payları

Kar payı olarak dağıtılan kurum kazancının vergiden istisna edilmiş kazançlardan oluşması, yurt dışı veya serbest bölge kazançlarından karşılanması veyahut dağıtılan kazançlar üzerinden gelir vergisi stopajı yapıp yapılmaması, dağıtılan kar payları üzerinden vergi alacağı hesaplanmasını etkilemeyecektir¹³. Kurum kazançlarından yapılmakta olan gelir vergisi stopajı nakit kar dağıtımları (hesaben dağıtım da dahil) üzerinden yapılacağından kurum kazançları ortaklara nakden dağıtılmadığı

¹² Mehmet MAÇ, "Kar Paylarının Beyan Durumu ve Gelir Vergisi Beyan Esaslarını Özetleyen Tablo", **Yaklaşım Dergisi**, Yıl: 9, Sayı: 99, Mart 2001, s.101.

¹³ a.g.m., s.102.

sürece gelir vergisi kesintisi de söz konusu olmayacaktır¹⁴. Bu durumda ortaklar firmanın belli bir süre kar dağıtmamasını isteyebilmektedirler. Ancak uzun vadede firmanın, kar dağıtmamaya bağlı olarak piyasa değerliliğinde meydana gelecek düşüşün önüne geçebilmesi için ise tekrar belli oranda kar dağıtımına gitmesi gerekecektir.

Kurumlar tarafından ortaklarına dağıtılan kar paylarının kaynağının ne olduğunun hiçbir önemi bulunmamaktadır. Kaynağının ne olduğu sadece dağıtımı yapan kurum için yapılacak vergi uygulaması açısından önemlidir. Burada önemli olan sermaye yatıran kişinin, bu sermaye karşılığında bir getiri elde edip etmemesidir. Elde edilen getirinin G.V.K.'da tanımlanan menkul sermaye iradı tanımına uyup uymadığı önem taşımaktadır¹⁵.

Dağıtılan kazancın kurum bünyesinde vergi yükünün sıfır olması, elde edenler açısından kar payı olmasını engellememektedir. Bu tür kazançları elde edenler açısından ayrıca bir istisna veya farklı vergileme rejimi olmadığı sürece, bu kazançlar kar payı olarak G.V.K.'nun genel hükümleri çerçevesinde değerlendirilecektir.

Bütün bu açıklamalardan sonra diyebiliriz ki, işletmelerin kar dağıtım politikaları ortakların vergilendirme durumundan etkilenmektedir. İşletmelerin dağıttıkları karlar ile dağıtmayıp, işletme bünyesinde bıraktıkları karlar, farklı vergi oranlarına tabidir. Ayrıca, ortakların gelirlerine göre, içinde buldukları gelir dilimi, dolayısıyla tabi oldukları vergi oranı ile hisse senedi değer artış kazançlarının da vergilendirilip vergilendirilmemesi kar dağıtım politikasını etkilemektedir. Dağıtılmamış karlar, daha düşük oranda vergilendirilirken, ortağın içinde bulunduğu yüksek gelir dilimi nedeniyle dağıtılan kar payları daha yüksek oranda vergilendiriliyorsa ortaklar yüksek vergi ödememek için işletmenin kar payı dağıtmasını istememektedirler¹⁶.

Bununla birlikte, yukarıda da değinildiği gibi işletmeler hisse senetlerinin piyasa değerini dolayısıyla işletmenin piyasa değerliliğini artırmak veya en azından korumak için belli bir oranda kar payı dağıtmak zorunda kalmaktadırlar. Karların aşırı bir şekilde işletmede bırakılması yani çok az miktarda kar dağıtımı, işletmenin hisse senetleri değeri üzerinde olumsuz etkide bulunarak hisse senedinin piyasa fiyatının dolayısıyla firmanın piyasa değerliliğinin azalmasına yol açmaktadır.

¹⁴ Ekrem SARISU, "Kurum Kazançlarında Gelir Vergisi Kesintisi", *Yaklaşım Dergisi*, Yıl: 8, Sayı: 89, Mayıs 2000, s.242.

¹⁵ <http://www.turmob.org.tr/yayinlar/sirkuler/s17s5.html/05-12-2001>

¹⁶ Semih BÜKER, *Finansal Yönetim*, Anadolu Üniversitesi Yayınları No: 875, Cilt:2, Eskişehir, 1996, s. 223.

4. KAR PAYI POLİTİKASININ FİRMA DEĞERLİLİĞİNE ETKİSİ

Firmaların piyasa değeri; yatırım, finansman ve kar dağıtım kararlarına bağlı olarak değişiklik göstermektedir. Finans literatüründe kar dağıtım politikasının hisse senedi değerini nasıl etkilediği, bundan da öteye etkileyip etkilemediği konusu tartışmalıdır. Ancak ölçülebilirlik açısından uygulamada kâr dağıtım politikasının hisse senedi fiyatına etkisi ile ilgili değerlendirme modelleri geliştirilmiştir. Bu konuda belli başlı iki görüş vardır. Bunlardan birincisi kar dağıtım politikasının hisse senedinin piyasa değerini etkilemediğini ileri süren Merton Miller ve Franco Modigliani'nin görüşüdür. İkincisi ise bu görüşün tam tersini ileri sürerek kar dağıtım politikasının hisse senedinin piyasa değeri üzerine etkili olduğunu savunan John Linter ve Myron Gordon'un görüşleridir.

4.1. Modigliani-Miller ve Gordon Yaklaşımları

Modigliani- Miller 1961 yılında yazmış oldukları makalelerinde kar payı dağıtım ile hisse senedi değeri arasında ilişki olmadığını ileri sürerken şu varsayımlara dayanmışlardır;

- Sermaye piyasasında tam rekabet koşulları geçerlidir. Bütün yatırımcılar rasyonel davranış içerisinde,dir,
- İletişim sistemi mükemmel şekilde geliştirilmiştir ve bütün yatırımcılara aynı bilgiyi ücretsiz olarak vermektedir,
- Alım-satım işlemleri için komisyon yada herhangi bir ücret ödenmesi söz konusu değildir,
- İşletmenin yatırım politikası sabittir,
- Piyasada tam bir belirlilik söz konusudur. Yatırımcılar işletmenin gelecekteki karlarının ne olacağını tam olarak kestirebilmektedir.

Bu varsayımların geçerli olduğu ekonomilerde hisse senetlerini ellerinde bulunduranları, karların dağıtılmayıp işletmede bırakılması ile senetlerin gerçekleştirecek değer artışı, ya da kar payı şeklinde elde edecekleri gelirleri etkilememektedir. Çünkü dağıtılacak kar payı kadar ortaya çıkacak bir finansman gereksinmesini karşılamak için yeni kaynak gerekecektir. Bu gereksinim borç veya öz kaynaklardan karşılanması durumunda ise, işletmenin dağıtılan kar payı ile yükselmiş piyasa değeri, tekrar düşerek eski düzeyine gelecektir. Ancak, hem gelişmiş hem de gelişmekte olan sermaye piyasalarında yukarıda sayılan varsayımların tam olarak varlığından söz etmek oldukça güçtür. Bundan dolayı kar payı dağıtımının hisse senedi fiyatlarını dolayısıyla firmaların piyasa değerliliğini etkilemediğini bu varsayımlar doğrultusunda söylemek mümkün değildir.

M.J. Gordon tarafından geliştirilmiş olan kar payı yaklaşımı, bir işletmenin hisse senedinin gerçek değerini, gelecekte ortaklara dağıtılacağı ümit edilen kar paylarının bugünkü toplamları olarak ifade etmektedir. Dağıtılan kar payları nakittir ve yatırımcı için, yatırımın faydalı ömrü boyunca nasıl bir gelişme göstereceği bilinmeyen sermaye kazancından daha güvenlidir. Bugünkü değer, gelecek herhangi bir dönemde elde edilecek gelirin belirli bir iskonto oranı ile iskontolanmış (indirgenmiş) değeridir. Bu ifadeyi formül ile gösterecek olursak¹⁷;

$$GD = \frac{D_1}{1+k} + \frac{D_2}{(1+k)^2} + \dots + \frac{D_n}{(1+k)^n} + \dots + \frac{D_\infty}{(1+k)^\infty}$$

$$GD = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{D_t}{(1+k)^t}$$

GD = Hisse senedinin cari fiyatı

D_t = t döneminin kar payı

k = Firmanın risk sınıfına uygulanan iskonto oranı (yada yatırımcıların bekledikleri karlılık oranı)

İşletmenin her yıl dağıtacağı kar paylarının büyüme göstereceği varsayılırsa

yukarıdaki formül şu şekli alacaktır;

$$GD = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{D_t}{(1+k)^t} = \frac{D_1}{1+k} + \frac{D_1(1+g)}{(1+k)^2} + \dots + \frac{D_1(1+g)}{(1+k)^n} + \dots + \frac{D_1(1+g)^{n-1}}{(1+k)^n} + \dots + \frac{D_1(1+g)^\infty}{(1+k)^\infty}$$

$$GD = \frac{D_1}{k-g} \quad \text{Veya} \quad GD = \frac{e(1-b)}{k-br}$$

e = Hisse senedi başına kar

g = Kar ve dağıtılan kar paylarının büyüme oranı

b = Firma karının dağıtılmayan bölümü

r = Firma yatırımlarının karlılığı

Gordon modelinde kar payı dağıtma politikasının firma değeri üzerine etkisini ortaya koyabilmek için, bu modelin dayandığı varsayımları açıklamak gerekecektir. Bu varsayımlar şunlardır; borçlanma ve sermaye artırımını ile ek finansman olanağı yoktur, işletmenin yatırımlarında kullanacağı fonların tek kaynağı dağıtılmayan karlardır, iç verimlilik oranı (r) sabit kalmaktadır, iskonto oranı (k) da sabit kalmaktadır, işletmenin faaliyet

¹⁷ John M. SAMUELS, Michael F. WILKES ve Robin E. BRAYSHAW, **Financial Management and Decision Making**, Thomson Business Press, Vicenza, 1999, s.147-148.

süresi sonsuzdur, vergiler ihmal edilmektedir, dağıtılacak karın net kara oranı sabit kalmaktadır.

Yukarıdaki varsayımlara göre, firmanın yatırımlardan elde ettiği getiri oranı, gelecekte ödenmesi beklenen temettülerin iskonto edilmesinde kullanılan sermaye maliyetinden büyükse ($r > k$), firma değerini yükseltmek için, elde edilen bütün kazancın bünyede tutularak yatırıma dönüştürülmesi en mantıklı yol olacaktır. Büyüme firmaları (growth firms) olarak adlandırılan bu firmalarda, kar payı dağıtım oranı oldukça düşük olmasına rağmen, ileriki dönemlerde daha fazla kar payı dağıtılacağı beklendiği için fiyat/kazanç oranı yüksek olacaktır.

İç verimlilik oranı sermaye maliyetinden düşük olan firmalar “gerileyen firmalar” (declining firms) olarak adlandırılmakta ve bu firmalarda elde edilen kazancın firma bünyesinde tutularak yatırıma dönüştürülmesi firma değerini düşürmektedir. Genelde, ürettiği malın ömrü tükenmiş olan bu firmalarda, elde edilen kazancın tamamının dağıtılması, hatta tasfiyeye gidilerek varlıkların tamamının ortaklara dağıtılması en iyi yol olacaktır. Liberal ekonomik düzenin işleyiş mantığına uygun olan bu durumda, ortaklar elde ettikleri tasfiye tutarları ile verimli yeni yatırım alanları arayacaklar ve böylece ekonomi sürekli kendini yenilemiş olacaktır¹⁸.

Son olarak iç verimlilik oranı sermaye maliyetine eşit olan ve “normal firmalar” olarak adlandırılan firmalarda ise, kar payı dağıtım oranının değiştirilmesi firma değeri üzerinde herhangi bir etkide bulunmamaktadır.

Gordon, Kar Payı Değerleme Modelinin yukarıda bahsedilen basit halini geliştirmiş ve modele risk derecesine göre farklılaşan iskonto oranlarını dahil etmiştir. Gordon, daha uzun zaman sonra elde edilmesi beklenen kar paylarının elde edilme riskinin daha fazla olduğunu, dolayısıyla bunların daha büyük iskonto oranlarıyla indirgenmesi gerektiğini belirtmektedir. Böylece iç verimlilik oranı sermaye maliyetine eşit olan firmalarda dahi, kar payı dağıtım politikası firma değerini etkileyecektir.

Aralık-Ocak döneminde işletmelerin karlılık durumu kesinlikle belli olsa dahi, bazı şirketlerin kar payı dağıtım oranını hangi düzeyde tespit edecekleri konusunda piyasa tereddütte olabilmektedir. Bu, o şirketin henüz belirgin ve istikrarlı bir kar payı dağıtım politikası edinmemiş olmasından, o yıl içinde kar dağıtmayıp oto-finansmana gitme ihtimalinden, şirket yönetiminde değişiklik olmasından ve benzeri sebeplerden ileri gelmektedir. Bu nedenle de, hisse senetlerinin en yüksek düzeyi bulması ancak genel kuruldan sonra olur. Bazen yüksek kar payı dağıtım tahmini ile fiyat fazla yükselmişse bile, kar payı dağıtım düşük tutulduğu takdirde fiyatta gerileme olmaktadır.

¹⁸ Mustafa ÖZÇAM, **Hisse Senetleri Fiyatlarını Belirleyen Unsurlar ve Türkiye**, SPK Yeterlik araştırması, Haziran, 1990, Ankara, s.43.

4.2. Kar Payı Dağıtım, Vergi Uygulamaları ve Firma Değerliliği Konusundaki Diğer Yaklaşımlar

Kar ve kar payı dağıtım hisse senedinin değerini saptamada önemli bir faktördür. Kar payı dağıtımının bu özelliği nedeniyle, kara geçme ve kar payı dağıtım ihtimali hisse senedi fiyatlarında belirli artışlar meydana getirmektedir. Kara geçme zamanını sağlıklı olarak izleme imkanı bulan bir yatırımcı bu bilgiyle cazip bir yatırım fırsatı yaratmış olmaktadır¹⁹.

Bir hisse senedinin borsa değeri kar payı ödeme tarihi yaklaştıkça yükselir. Bu yükselişin miktarı, kar payı ödeme tarihinde, ödenecek kar payı miktarına kadar çıkar. Bu tarihte hisse senedinin fiyatı (normal fiyat + beklenen kar payı) kadardır. Bununla birlikte normal olarak fiyatın başka faktörlerin etkisiyle yükselmiş veya düşmüş olması da mümkündür.

Hisse senedi fiyatı ve kar payı dağıtım arasındaki ilişkinin, basit rassal yürüyüş modelinin ileri sürdüğünden çok daha genel, hareketli bir süreci içerdiği bir çok finansal ekonomist tarafından kabul edilmektedir²⁰. Tekdüze bir etkiden daha fazla kompleks değişken tarafından etkilendiği ifade edilmektedir. Hisse senedi fiyatları saf bir rassal yürüyüşü izlemiyorsa kar payı dağıtım dizisi (silsilesi) geçmiş fiyatlardan yada getiri oranlarından hareketle tahmin edilebilen bir dizi unsuru içerecektir²¹.

Crowder ve Wohar (1998) hisse senedi fiyatları ile kar payı dağıtım arasındaki ilişkiyi belirleyen ekonometrik VAR modelini kullanarak sürekli ve geçici unsurları modele dahil etmek suretiyle kar payı dağıtım ve hisse senedi fiyatları arasındaki ilişkiyi incelemişlerdir. Geliştirilen bu model sonucunda görülmüştür ki kar payı dağıtım ile hisse senedi fiyatı arasındaki ilişkiyi belirlemeye yönelik daha önceki modellerin nisbi belirleyici kısıtlarının yerine geçici ve sürekli unsurları modele sokarak daha gerçekçi ve daha tabii kısıtları kullanarak hisse senedi fiyatları ile kar payı dağıtım arasında kuvvetli bir ilişkinin varlığını ortaya koymuşlardır²².

Gelir ve kurumlar vergisi oranlarında yapılacak artışlar firmaların dağıtılabilir karlarını azaltarak kar payı dağıtım miktarlarının düşmesine neden olabilir. Kar payı dağıtım miktarındaki azalmanın ise hisse senedi fiyatlarını dolayısıyla firma değerini olumsuz yönde etkilediğine yukarıda değinmiştik.

Bolster ve Janjigian (1991) yüksek kar payı dağıtan şirketlerin hisse senetlerinin, düşük kar payı dağıtan şirketlerin hisse senetlerine göre

¹⁹ Muharrem KARSLI, a.g.e., s.477.

²⁰ bkz., Eugene FAMA ve Kenneth R. FRENCH, "Permanent and Temporary Components of Stock Prices", *Journal of Political Economy*, April, 1998, s.246-273., bkz., J.M. POTERBA ve L.M. SUMMERS, "Mean Reversion in Stock Prices: Evidence and Implications", *Journal of Financial Economics*, October, 1988, s.27-59.

²¹ William J. CROWDER ve Mark E. WOHAR, "Stock Price Effects of Permanent and Transitory Shocks", *Economic Inquiry*, October 1998, Vol 36, Issue 4, s. 540-553.

²² a.g.m., s. 540-543.

değerinin daha fazla arttığını bununla birlikte kar payı dağıtım politikasının vergi reformundan²³ etkilenmediği diğer bir deyişle vergi reformunun kar dağıtım politikalarını değiştirdiği yönünde her hangi bir kanıt bulamamışlardır²⁴.

Finansal yönetimin amacı, firmanın piyasa değerini; anonim şirketlerde hisse senetlerinin piyasa fiyatını dolayısıyla firma sahiplerinin servetlerini en yüksek düzeye çıkarma şeklinde belirlendiğine göre; kar dağıtım politikası, hisse senetlerinin piyasa fiyatına etkisi yönünden de önem taşımaktadır.

Kar payları ile ilgili bazı özellikler de söz konusudur. Bazı şirketler, vergiler düşüldükten sonra kar elde etmesine rağmen, geçmiş yıl zararlarını kapatmak veya öz sermaye bünyesini güçlendirmek gibi nedenlerle kar payı dağıtımını yapmayabilir. Bu durum firma değerliliği üzerinde olumsuz bir etki yapmaktadır. Yüksek ve istikrarlı kar payı dağıtabilen firmalar, fiyatında da düşme söz konusu olacaktır. Sonuç olarak, kurumlar vergisi oranı herhangi bir nedenle yükseldiğinde, hisse senedi fiyatında azalma meydana gelecektir. Ancak hisse senedinin fiyatının azalmasındaki tek nedenin vergi uygulamalarının olamayacağı da göz ardı edilmemelidir.

Modigliani ve Miller'in öncülüğünü yaptığı görüşe göre, yatırımcılar, elde edilecek gelirin, kar payı veya sermaye kazancı şeklinde olması konusunda kayıtsızdırlar. Yatırımlardan sağlanacak gelir, ister nakdi kar payı şeklinde olsun ister sermaye kazancı şeklinde olsun, yatırımcılar açısından fark etmemektedir. Modigliani- Miller'e göre, kar payı dağıtımını azalan firmaların hisse senetlerinin piyasa fiyatlarının artışı, yatırımcıların kar payı almayı tercih ettiklerini kanıtlamamaktadır. Firmanın kar dağıtımındaki değişiklik, gelecekte firmanın sağlayacağı gelirlerdeki değişiklik konusunda iyi bir gösterge olduğu için, hisse senetlerinin fiyatını da etkilemektedir²⁵.

Casey ve Dickens (2000) 1997'de ABD'de sermaye kazançlarının vergi oranını %18'e indiren bütçe kanunundan sonra kar payı ödeme oranlarının değişip değişmediğini 1986 vergi reformu yasası paralelinde ticari bankalar üzerinde incelemişlerdir. 1986 vergi reformu yasası ile kar payı kazançları üzerinden alınan verginin oranı %50'den %38,5'a indirilmiş, sermaye kazançları üzerinden alınan verginin oranı ise % 20'den %28'e çıkarılmıştır. Sonuçta görülmüştür ki yatırımcılar bu durum karşısında daha az kar payı kazancına karşılık daha fazla sermaye kazancı tercih etme yoluna

²³ ABD' de 1986 vergi reformu ile en üst vergilendirme %46'dan %34'e inmiştir. Şirketler için kar payı istisnası %85'ten %80'e, bireyler için gelir vergisi olağan gelirler için %50'den %28'e inmiştir. Bu rakam uzun dönem sermaye kazançlarında %20'den %28'e çıkmıştır.

²⁴ Paul J. BOLSTER ve Vahan JANJIGIAN, "Dividend Policy and Valuation Effects of The Tax Reform Act of 1986", *National Tax Journal*, December 1991, Vol. 44., Issue 4, s.511-519.

²⁵ Öztin AKGÜÇ, *Finansal Yönetim*, Avcıol Matbaası, 5. Baskı, İstanbul, 1989, s.612.

gitmişlerdir²⁶. Bununla birlikte Casey ve diğerleri (1999) vergi reformu yasasının getirmiş olduğu bu düzenlemelerin kar payı dağıtım politikası konusunda farklı endüstrileri farklı şekilde etkilediği sonucunu çıkarmışlardır²⁷. Türkiye açısından konuya baktığımızda, GVK'na eklenen geçici 56. Madde ile diğer kazanç ve iratların vergilendirilmesinde 1999-2002 yılları kazançları için beyanname verme sınırı 3.500.000.000 TL olarak belirlenmiştir. Bu miktarın altındaki sermaye kazançları, menkul sermaye iradı olarak vergilendirilmemektedir²⁸.

Aynı paralelde Abrutyn ve Turner (1990) kar payı dağıtım konusunda belirleyici faktör olarak vergilerin tek başına ele alınmasının yanıltıcı olacağını, kar payı politikaları açısından firma davranışlarının vergi uygulamalarının yanında başka değişkenlere de bağlı olduğunu ifade etmiştir²⁹.

Sermaye piyasalarının gelişmiş olduğu ülkelerde genelde, hisse senedi yatırımcılarının getirileri kar payı ya da sermaye kazancı olarak vergilendirilmektedir. Kar payı yada sermaye kazancı, bireysel yatırımcılar kurumsal yatırımcılar ya da vergi muafiyetine tabi kuruluşlar açısından farklı vergilendirilmeler uygulanmaktadır. Bu farklı vergilendirme teorisi şirketlerin kar dağıtım politikalarını önemli ölçüde etkilemektedir. Örneğin kurumsal yatırımcıların kar payı gelirleri daha düşük vergilendirildiği için, kurumsal yatırımcılar hisse senedinden elde edecekleri getirinin kar payı getirisi olmasını istemektedirler. Bireysel yatırımcılar ise elde ettikleri kar payı gelirinin sermaye kazancından daha yüksek oranda vergilendirileceği için sermaye kazancı elde etmek istemektedirler. Vergi muafiyeti tanınan kurumlar için her iki durumda uygun olabilmektedir³⁰.

Özellikle bireysel yatırımcılar bir şirketin hisse senetlerine yatırım konusunda marjinal bir konumda iseler söz konusu firmanın vergi öncesi getirisini yükseltmesi arzulan bir durum olacaktır. Çünkü marjinal konumdaki bu bireysel yatırımcılar vergi dezavantajı nedeniyle ellerindeki hisse senetlerini kurumsal ve vergi muafiyeti olan kuruluşlara satacaklardır. Dolayısıyla söz konusu firmanın piyasa değeri artacaktır³¹.

²⁶ K. Michael CASEY ve Ross N. DICKENS, "The Effects of Tax and Regulatory Changes on Commercial Bank Dividend Policy, *Quarterly Review of Economics & Finance*, Summer 2000, Vol.40, Issue 2, s.279-294.

²⁷ K. M CASEY, M. ANDERSON, H. MESAK ve R. DICKENS, "Examining the impact of the 1986 Tax Reform Act on Corporate Dividend Policy : A New Methodology", *Financial Review*, Vol.34, 1999, s. 33-46.

²⁸ Mehmet TOSUNER ve Diğ., *Türk Vergi Sistemi*, 6.Bası, İzmir, 2001, s.166.

²⁹ Stephanie ABRUTYN ve Robert W. TURNER, "Taxes and Firms' Dividend Policies: Survey Results", *National Tax Journal*, Vol. 43, 1990, s. 491-497.

³⁰ Don S. DHALIWAL, Merle ERIKSON ve Robert TREZEVANT, "A Test of The Theory of Tax Clienteles for Dividend Policies" *National Tax Journal*, Vol. 52, Issue 2, 1999, s.179-195.

³¹ a.g.m. s.186.

SONUÇ

İşletmelerin en temel amacı kar elde etmek, diğer bir ifade ile ortaklarının servetlerini maksimize etmektir. Özellikle anonim şirketler elde ettikleri dönem sonu karlarının bir kısmını işletme bünyesinde çeşitli amaçlar için tutarken, karın geri kalan kısmını da ortaklara dağıtmaktadırlar.

Kar dağıtım politikası, işletmelerin elde ettikleri net karın ortaklar ve dağıtılmamış kar kalemi ve yedek akçeler arasındaki dağılımını belirleyen bir politika olarak tanımlanmaktadır. Kar payı dağıtım politikalarını belirleyen önemli faktörlerden birisi de vergi uygulamalarıdır. Vergi uygulamalarındaki farklılık işletmeleri kar dağıtım politikaları konusunda değişik tutumlar içerisinde bırakabilmektedir. Özellikle sermaye piyasalarının gelişmiş olduğu ülkelerde, kar payı yada sermaye kazancı bireysel yatırımcılar, kurumsal yatırımcılar ve vergi muafiyetine tabi kuruluşlar açısından farklı vergilendirme uygulamaları görülmektedir. Bu uygulamalar da şirketlerin kar dağıtım politikalarını önemli ölçüde etkilemektedir.

Diğer taraftan vergi oranlarındaki artış ve azalışlar da işletmelerin dağıtılabilir karlarını etkilemektedir. Gelir ve kurumlar vergisi oranlarında yapılacak artışlar firmaların dağıtılabilir karlarını azaltarak kar payı dağıtım miktarlarının düşmesine neden olmaktadır. Kar payı dağıtım miktarındaki azalmanın ise hisse senedi fiyatlarını dolayısıyla firma değerini olumsuz yönde etkilemektedir. Çünkü, yüksek kar payı dağıtan şirketlerin hisse senetlerinin, düşük kar payı dağıtan şirketlerin hisse senetlerine göre daha fazla arttığı araştırmacıların çoğunlukla ulaştıkları sonuçlardandır.

Hisse senetlerine yönelik sermaye kazancı veya kar paylarına uygulanacak dolaysız bir vergi, hisse senedinin sağlayacağı getiriye vergi oranının yüksekliği kadar düşürecektir. Buna bağlı olarak artan vergi yükü yatırımcıların elde edeceği getiriye azaltarak hisse senetlerine olan talebi kısmakta bu da fiyatların düşmesine neden olarak piyasa değerliliğinin azalmasına sebep olacaktır. Tersine durumda ise vergi yükünün azaltılması piyasa değerliliğini yükseltecektir. Ayrıca çeşitli vergi istisnaları ve muafiyetleri de talebi ve fiyatları artıracaktır.

Bazı işletmeler, vergiler düşüldükten sonra kar elde etmelerine rağmen, geçmiş yıl zararlarını kapatmak veya öz sermaye bünyesini kuvvetlendirmek gibi nedenlerle kar payı dağıtımını yapmayabilmektedirler. Bu durum hisse senedinin piyasa fiyatı üzerinde olumsuz bir etki yaparak firmanın piyasa değerliliğini düşürecektir.

Diğer taraftan, Gordon Modeli paralelinde konuya baktığımızda, gelecekte elde edilmesi beklenen kar paylarının elde edilme riskinin daha fazla olması, dolayısıyla bunların daha büyük iskonto oranlarıyla indirgenmesi (iskonto edilmesi) gerekmektedir. Böylece içsel getiri oranı sermaye maliyetine eşit olan firmalarda dahi, kar payı dağıtım politikası firma değerini etkilemektedir.

KAYNAKÇA

1. ABRUTYN Stephanie ve TURNER Robert W., “Taxes and Firms’ Dividend Policies: Survey Results”, **National Tax Journal**, Vol. 43, 1990.
2. AKGÜÇ Öztin, **Finansal Yönetim**, Avcıol Matbaası, 5. Baskı, İstanbul, 1989.
3. BOLSTER Paul J. ve JANJİGIAN Vahan, “Dividend Policy and Valuation Effects of The Tax Reform Act of 1986”, **National Tax Journal**, December 1991, Vol. 44., Issue 4.
4. BÜKER Semih, AŞIKOĞLU Riza ve SEVİL Güven, **Finansal Yönetim**, İkinci Baskı, Şubat, 1997, Eskişehir, s. 282.
5. BÜKER Semih, **Finansal Yönetim**, Anadolu Üniversitesi Yayınları No: 875, Cilt:2, Eskişehir, 1996.
6. CASEY K. Michael ve DICKENS Ross N., “The Effects of Tax and Regulatory Changes on Commercial Bank Dividend Policy”, **Quarterly Review of Economics & Finance**, Summer 2000, Vol.40, Issue 2.
7. CASEY K. Michael, ANDERSON M., H. MESAK ve DICKENS Ross, “Examining the impact of the 1986 Tax Reform Act on Corporate Dividend Policy : A New Methodology” **Financial Review**, Vol.34, 1999.
8. CROWDER William J. ve WOHAR Mark E, “Stock Price Effects of Permanent and Transitory Shocks”, **Economic Inquiry**, October 1998, Vol 36, Issue 4.
9. DHALIWAL Don S., ERIKSON Merle ve TREZEVANT Robert, “A Test of The Theory of Tax Clienteles for Dividend Policies” **National Tax Journal**, Vol. 52, Issue 2, 1999.
10. FAMA Eugene ve FRENCH Kenneth R., “Permanent and Temporary Components of Stock Prices”, **Journal of Political Econmy**, April, 1998.
11. GÜCENME Ümit, “Geçici Vergi Uygulamaları ve İşletme Finansı”, **Muhasebe ve Finansman Dergisi**, Sayı: 9, Ocak 2001.
12. HIŞIL M., Halka Açık Anonim Şirketlerde Kar Dağıtımı, **Yaklaşım Dergisi**, Yıl 4, Sayı 40.

13. KANALICI Hülya, **Hisse Senedi Fiyatlarının Tespiti ve Tesir Eden Faktörler**, SPK Yayınları, Yayın No: 77, 1997.
14. KARSLI Muharrem, **Sermaye Piyasası Borsa Menkul Kıymetler**, İrfan Yayıncılık ve Ticaret, 4.Baskı, İstanbul, 1994.
15. MAÇ Mehmet, "Kar Paylarının Beyan Durumu ve Gelir Vergisi Beyan Esaslarını Özetleyen Tablo", **Yaklaşım Dergisi**, Yıl: 9, Sayı: 99, Mart 2001.
16. ÖZÇAM Mustafa, **Hisse Senetleri Fiyatlarını Belirleyen Unsurlar ve Türkiye**, SPK Yeterlik araştırması, Haziran, 1990, Ankara.
17. POROY Reha, TEKINALP Ünal ve ÇAMOĞLU Ersin, **Ortaklıklar ve Kooperatif Hukuku**, 6. Baskı, Beta Basım Yayın Dağıtım, Yayın No: 591, İstanbul, 1995.
18. POTERBA J.M. ve SUMMERS L.M., "Mean Reversion in Stock Prices: Evidence and Implications", **Journal of Financial Economics**, October, 1988.
19. SAMUELS John M., WILKES Michael F. ve BRAYSHAW Robin E., **Financial Management and Decision Making**, Thomson Business Press, Vicenza, 1999.
20. SARISU Ekrem, "Kurum Kazançlarında Gelir Vergisi Kesintisi", **Yaklaşım Dergisi**, Yıl: 8, Sayı: 89, Mayıs 2000.
21. TOSUNER Mehmet ve Diğ., **Türk Vergi Sistemi**, 6.Bası, İzmir, 2001.
22. Gelir Vergisi Kanunu
23. Kurumlar Vergisi Kanunu
24. Sermaye Piyasası Kanunu
25. Türk Ticaret Kanunu
26. 67 Seri No'lu GVK Genel Tebliği 06.02.2000 tarih ve 23956 Sayılı Resmi Gazete'de yayımlanmıştır.
27. <http://www.turmob.org.tr/yayinlar/sirkuler/s17s5.html/05-12-2001>