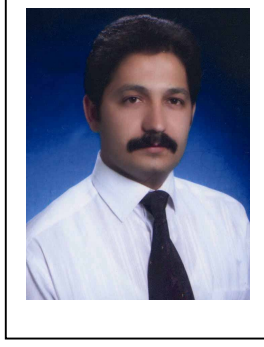




Prof. Dr.
Fatih Coşkun Ertaş



Yrd. Doç. Dr.
S. Serdar Karaca

Kâr Dağıtımının İlânı ve Gerçekleşmesi Arasında Geçen Sürenin Firma Değerine Etkisi

Prof. Dr. Fatih Coşkun ERTAŞ

Gaziosmanpaşa Üniversitesi, İİBF.

Yrd. Doç. Dr. S.Serdar KARACA

Gaziosmanpaşa Üniversitesi, İİBF.

Özet

Firmalar, geleceklere açısından önemine inandıkları kar dağıtım politikalarını kendileri belirlemektedirler. Bu nedenle uygulamada firmaların kar dağıtım konusunda farklı politikalara sahip oldukları görülmektedir. Bu çalışmada firmaların kar payı dağıtımını etkileyen faktörler ve kâr dağıtım ile ilgili görüşler üzerinde durulmuş ve kâr payı dağıtımının firma değeri üzerine etkisi incelenmiştir. Çalışmada İMKB 30 Endeksi'ne kayıtlı firmaların dağıttığı kâr miktarının firma değeri üzerine ne ölçüde etkili olduğu tespit edilmeye çalışılmıştır. Bu tespit için, firmaların kâr dağıtım tarihleri ile kâr dağıtmaya karar verdikleri tarih arasındaki süre incelenmiştir.

Anahtar Sözcükler: Firma değeri, kâr, kâr dağıtım politikası.

JEL Kodları: G 11, G 17.

Abstract (The Effect Of The Duration Between Announcement And Realization Of Dividend On The Firm Value)

Firms determine their dividend policies considering the importance of dividend for their future. Therefore it is seen that firms have different policies for the subject of dividend. In this study, the factors affecting dividend policy and the opinions related to dividend are explained and the effect of dividend policy on the firm value is examined. In the study, it is tried to determine how the dividend the firms registered to İMKB 30 Index distributed affects the firm value. For this determine, the duration between the date that dividend policy of firms and the date that the firms have decided for the dividend policy is examined.

Key Words: Firm value, profit, dividend policy.

JEL Classification Code: G 11, G 17.

1. Giriş

Kâr payı, hisse senedi sahipleri ile kâra katılan diğer kimselere dağıtılmasına karar verilen ve bunların her birine düşen payı

ifade etmektedir. Kâr elde etmek firmaların temel amaçlarından biridir. Firmaların yaşamını sürdürebilmesi de kâr elde etmelerine bağlıdır. Faaliyet dönemini kârla kapatmak yeterli değildir. Elde edilen kârın dağı-

tılıp dağıtılmayacağı, kâr payı dağıtılacaksa ne kadarının dağıtılacağı ve ne şekilde dağıtılacağı, firma yönetiminin karar vermesi gereken konulardır (Anbar, 2006, 217). Bununla beraber kâr, firmalar açısından kâr dağıtım politikalarının oluşmasında temel araçlarından biridir. Kâr, bir firmanın kâr payı dağıtımına olanak sağlanmasının yanı sıra, hisse senedi fiyatının piyasada yükselmesine yol açar.

Bu çalışmada, işletmelerin kâr dağıtım politikaları incelenmiş ve kâr dağıtım kararlarının dönemsel olarak hisse senedine ve dolayısıyla işletmenin piyasa değerine olan etkisi incelenmiştir. Çalışmada, kâr dağıtım kararları iki aşamada incelenmiştir. Bu aşamalar, birinci grup olarak kâr dağıtımına karar verilen hisse senetlerinin genel kurul ve/veya yönetim kurulu tarihleri ile kâr dağıtım tarihleri arasındaki sürenin 30 gün olduğu dönem, ikinci grup ise, 30 günden daha uzun bir dönemi ifade etmektedir.

2. Kâr Dağıtım Politikası

Firmaların dönemsel bazda elde ettiği kârların hisse sahiplerine veya ortaklarına dağıtımına "kâr payı dağıtım" adı verilmektedir. Firmalar, hisse senetlerinin piyasa değerlerini arttırmaları veya en azından koruyabilmeleri için ortakların beklentileri doğrultusunda, belli bir oranda kâr payını dağıtmak zorunda kalmaktadırlar (Demir, 2001, 56). Finansal yönetimin üç temel politikası yatırım, finanslama ve kâr payı dağıtım politikasıdır. Kâr payı dağıtım politikası, firmanın kazancının ne kadarının dağıtılıp ne kadarının firmada alıkonması kararlarına yönelik olup temel hedef bu kararlarla firma değerinin maksimum yapılmasıdır. Kâr dağıtım politikası, firmanın hisse sahiplerine dağıtılması veya bu kârların dağıtılmayarak firmada alıkonması ve yeniden yatırıma dönüştürülmesi kararını içerir. Bilindiği gibi hisse sahiplerinin serveti; sadece hisse senetlerinin piyasa değerlerini değil aynı zamanda kâr paylarını da kapsamaktadır (Ercan ve

Ban,2005,257-258). Çünkü yüksek kâr payı dağıtımını yapan firma, daha az oto finansman yapmak durumundadır. Bir anlamda, finansman yöneticileri firmanın kâr payı dağıtım politikasını, firmanın büyüme seyrine engel olmayacak ve aynı zamanda ortakların beklentilerine uygun bir düzeyde belirlemelidir (Pekkaya, 2006, 184).

Şirketlerin kâr dağıtım politikası, 21. yüzyılın ekonomistlerinin ilgisini çekmiş ve 50 yıldan daha uzun bir süredir yoğun teorik modelleme ve deneysel araştırmaların konusu olmuştur (Frankfurter ve Wood, 2002, 111).

2.1. Kâr Dağıtım Politikası İle İlgili Görüşler

Kâr dağıtım politikası ile ilgili olarak, literatürde ve uygulamada çok sık kullanılan birkaç yaklaşım olmakla beraber, bunların dışında yapılan bireysel çalışmalar da mevcuttur. Holder, Langrehr ve Hexter yaptıkları çalışmada, büyük firmaların daha fazla kâr payı ödeme eğiliminde olduğu sonucuna varmışlardır. Ayrıca, yüksek oranlı hissedarların olduğu işletmelerde daha az kâr payı dağıtılırken, hisse senedi yoğun işletmelerde (hisselerin tabana yayıldığı) daha fazla kâr payı dağıtıldığı saptanmıştır. Bu çalışmada, kâr payı dağıtım oranı, şirket borçluluğu, hissedarların isteği ve yatırım kararlarına göre saptanmakta olup sinyalleşme görüşünü desteklemektedir. Buna ek olarak, az borçlu veya az kâr payı dağıtan firma, diğerlerine göre daha büyük likiditeye sahip olur ve iflas riski azdır (Pekkaya, 2006, 185). Aharony ve Swary (1980), kâr payı ödemelerinin, firmanın gelecek kazançları hakkında yönetimin inanışları ile ilgili asimetric bilgiyi bildiren piyasa göstergesi olarak hizmet edebildiğini ileri sürmüşlerdir (Wang, Erickson ve Gau, 1993, 187).

Aharony ve Swary ABD' de 1963-1976 yıllarını temel alarak 140 firma üzerinde yaptıkları çalışmada, kâr payı dağıtımlarının ilan edileceği tarihlerde, hisse senedini etki-

lemesi muhtemel diğer değişkenler kontrol altına alındıktan sonra, firmalar iki grup olarak sınıflandırılmıştır. Birinci grup, kâr payının azalacağını, ikinci grup kâr payının artacağını ilan eden firmalardan oluşmuştur. Birinci grubun hisse senetlerinin değeri, duyurunun yapılmasından önceki tarihlerde ve duyuru tarihinde önemli ölçüde düşerken, diğer grubun hisse senetlerinin değeri yükselmiştir (Belkayalı, 2004, 76-77).

Firmaların piyasa değerliliği; yatırım, finansman ve kâr dağıtım kararlarına bağlı olarak değişiklik göstermektedir. Finans literatüründe kâr 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 üç görüş vardır. Bunlardan birincisi Merton Miller ve Franco Modigliani tarafından geliştirilen kâr payı dağıtımının hisse senedinin piyasa değerini etkilemediğini savundukları görüştür. İkincisi, Myron Gordon ve John Lintner tarafından geliştirilen, firmanın kâr dağıtım politikası hisse senedinin piyasa değerini etkilediği görüştür. Üçüncü görüş ise Litzenberger-Ramaswamy tarafından geliştirilen modelde kâr dağıtım politikasının etkisine vergilendirme oranı açısından bakmaktadır.

2.1.1. Miller-Modigliani Modeli (Kâr Payı İlişkisizlik Teorisi)

Kâr dağıtım politikasının, işletme değeri üzerinde herhangi bir etkisinin bulunmadığı görüşü ilk defa Metron Miller ve Franco Modigliani (MM) tarafından savunulmuştur. MM tarafından savunulan bu görüşe göre, işletmenin değeri, kazanç yaratma gücüne ve işletmenin faaliyet riskine bağlıdır. Diğer bir anlatımla, işletme tarafından elde edilen kazancın, kâr payı şeklinde dağıtılması veya işletme bünyesinde bırakılmasının, işletme değeri açısından herhangi bir

önemi bulunmadığı, buna karşılık işletme değerinin varlıklar üzerinden yaratılan kazançların artırılması yoluyla yükseltilebileceği belirtilmektedir. MM savunmuş oldukları bu görüşü bir takım varsayımlara dayandırmaktadırlar (Aydın, Başar ve Coşkun, 2007, 424).

Miller ve Modigliani bu görüşlerini kusursuz sermaye piyasaları, rasyonel davranışlar ve belirlilik şartının varlığında ispata çalışmışlar ve varsayımlarını şu şekilde ortaya koymuşlardır; (Miller ve Modigliani, 1961, 412)

- Kusursuz sermaye piyasalarında bütün alıcı ya da satıcılar menkul kıymetin cari fiyatı ve niteliği ile ilgili diğer bilgilere eksiksiz ve masrafsız olarak ulaşabilirler. Gerek dağıtılmış ve dağıtılmamış kârlar arasında, gerekse kâr payı veya sermaye kazançları arasında bir vergi farklılığı yoktur.
- Yatırımcılar her zaman daha fazla serveti az bir servete tercih ederler ve elde ettikleri kıymet artışını nakit ya da ellerindeki hisse senetlerinin pazar değerindeki artış olarak almaları konusunda kayıtsızdırlar.
- Belirlilik ise, yatırımcıların büyük bir kısmının gelecekteki yatırım programları ve bütün şirketlerin gelecekteki kârlılıkları hakkında tam bir güven ortamını ifade eder.

Miller ve Modigliani'ye göre şirket değerini belirleyen unsur, işletmenin kazanç gücü ve risk sınıfıdır. Dolayısıyla şirket değeri yalnızca yatırım politikasına bağlıdır.

2.1.2. Gordon-Lintner Modeli (Eldeki Kuş Teorisi)

John Lintner'ın 1962 yılında yayınlanan "Kâr Payı, Kazanç Kaldırıcı, Hisse Fiyatları ve İşletmelere Sermaye Sağlama" ve Myron Gordon'un 1963 yılında yayınlanan "Optimum Yatırım ve Finansman Politikası" isimli makalelerinde Miller-Modigliani'nin tam

tersine kâr payı politikalarının şirket değeri üzerinde bir etkisi olduğunu savunmuşlardır. Gordon ve Lintner kâr payı ödemelerindeki azalmaya bağlı olarak sermaye maliyetinin azaldığını savunmuşlardır. Bu görüşe göre, yatırımcılar kâr payı gelirinin sermaye kazancından daha aza riskli bulmalarından dolayı, kâr payı getirisini eldeki kuş, sermaye kazancını da daldaki kuşa benzetmektedirler. Bu teoriye göre, firma kâr payı dağıtmayıp oto finansman yaparsa, kazancın elde edilmesi için geçen süre uzayacak ve hisse sahiplerinin beklenen getirileri (öz sermaye maliyeti) artacaktır. Hisseدارların beklenen getirilerinin artması, hisse senedi fiyatlarının düşmesi şeklinde yorumlanmaktadır. Böylece, yüksek oranda kâr payı dağıtımı öz sermaye maliyetini düşüreceğinden tavsiye edilmektedir (Pekkaya, 2006, 192).

“Eldeki Kuş, daldaki üç kuştan daha değerlidir” şeklinde özetlenebilecek bu yaklaşıma göre, kâr dağıtım politikası, yatırımcıların tercihlerine bağlı olarak işletme değerini etkiler. Bu yaklaşımda, optimal kâr dağıtım politikası, şirketin yeni yatırımlarının kârlılığı ile ortakların yatırımlardan beledikleri kârlılık oranı arasındaki ilişkiyle belirlenir (Aydın, Başar ve Coşkun, 2007, 426).

2.1.3. Litzenberger-Ramaswamy Modeli (Vergi Farkı Teorisi)

Kâr payı dağıtım politikasının etkisine vergilendirme oranı açısından bakan üçüncü görüşe göre, yatırımcılar sağlayacağı vergi avantajı nedeniyle düşük kâr payı ödemesini tercih edebilirler. Yatırımcı vergi öncesi kârdan çok vergi sonrası eline geçecek gelirle ilgilenir. Bazı ülkelerde yürürlükteki vergi yasalarına göre, kâr payı ödemelerinden, sermaye gelirine göre yüksek oranda vergi alınabilir. Kişiler kâr payı ödemelerinden yüksek oranda vergi vermekten kaçınmak amacı ile, kârın işletmede alıkonarak daha düşük vergi oranı uygulanan sermaye gelir-

leri olarak kendilerine ödenmesini tercih edebilirler. Her iki gelir arasında ödenecek vergi oranı açısından önemli ölçüde fark olmasa da kâr payı karşılığında ödenecek vergi kâr payı dağıtıldığı an ödenirken, sermaye geliri için vergi ödemesi ancak hisse senetleri satıldığı an gerçekleşir. Bu gerekçe de kişilerin daha düşük oranda kâr payı almayı tercih etmelerine neden olabilir (Yükçü, 1999, 1009). Yatırımcı hisse senetlerini satmayarak sermaye kazançlarının gerçekleşmesini erteleyebilir. Verginin ödenmesi sırasında gelecekte ödenecek 1 lira bugün ödenecek 1 liradan daha az değerde olduğu için vergi ertelenmesi özelliği sermaye kazançlarına başka bir avantaj sağlar.

Özetle, Litzenberger ve Ramaswamy, Gordon ve Lintner’ e tamamiyle karşı çıkarak, kâr paylarının sermaye kazançlarından daha yüksek oranda vergilendirildiği için yatırımcıların yüksek kâr payı getirili hisseler üzerinden yüksek getiri oranını tercih etmeleri gerektiğini savunmuşlardır. Bu teoriye göre, firma düşük ya da sıfır kâr payı politikası uygularsa değerini maksimize etmiş olur. Oysa Gordon ve Lintner, yüksek kâr payı ödeme oranını tercih etmektedir (Brigham ve Gapenski, 1991, 532-533).

2.2. Kâr Payı Dağıtım Politikasını Etkileyen Faktörler

Firmalar, genellikle büyüyen bir kâr payı dağıtım politikasını, değişken bir kap payı dağıtım politikasına tercih ederler. Ayrıca firmanın dağıttığı kâr payları ile hisse senetleri arasında yakın bir ilişki kurulmaktadır. Kâr payı dağıtım politikasını etkileyen başlıca faktörler aşağıdaki gibi özetlenebilir.

2.2.1. Yasal Kurallar

Kâr payı dağıtımına ilişkin kurallar, her ülkenin kendi ilgili kanunları tarafından belirlenmiş olup, Türk Ticaret Kanunu hükümleri, kâr payının ancak safi kârdan ve bu amaçla ayrılmış olan yedek akçelerden dağı-

tilabileceğini belirtmiştir. Türk Ticaret Kanunu, kâr payı dağıtımını ile ilgili olarak üç ilkedden söz etmektedir. 1) Net Kâr İlkesi, 2) Esas Sermayenin Zayıflatılmaması İlkesi, 3) Firmanın Borçlarını Ödeme Güçlüğü İçinde Olmaması İlkesi. Sermaye Piyasası Kanunu, kâr payı dağıtımını ile ilgili olarak, dağıtılabilir kârın en az %30'u kadar kâr payı dağıtılacağını belirtmiştir.

2.2.2. Firmanın Likidite Durumu

Kâr payı ödemeleri, firmaların likidite durumlarıyla sıkı sıkıya bağlantılıdır. Bilindiği gibi, kâr payı dağıtımını, nakit çıkışı gerektiren bir işlemdir. Nakit durumu ve likiditesi iyi olan bir firma, kolaylıkla kâr payı dağıtabilir. Hızla büyüyen firmalar, sürekli olarak fona gereksinim duyacaklarından, nakit olarak kârlarını dağıtmayabilirler. Ayrıca, bilançolarda dönem kârı veya dağıtılmamış kâr görüldüğü halde, firmaların nakit durumu kâr dağıtmaya elverişli bulunmayabilir. Diğer taraftan gelecekle ilgili belirsizliğin çok olduğu dönemlerde, firmalar likidite durumlarını bozmamak için yüksek oranda kâr payı dağıtmazlar (Ceylan, 2003, 233).

2.2.3. Kârların İstikrarı

Kâr payı dağıtımını etkileyen en önemli faktörlerden birisi, firma kârlarının istikrarıdır. Kârlardaki dalgalanmalar ilave birçok faktör olmasına rağmen kâr payı kararlarının verilmesinde bazen tek önemli faktör olarak kendisini gösterir (Dharan, 1998, 228). Geçmiş dönemlerde satış ve kârları istikrarlı olan bir firma, gelecek dönemlerde de elde edeceği kârı daha sağlıklı bir şekilde tahmin etmek olanağına sahiptir. Bu nedenle kârları istikrarlı olan firmalar, satış ve kârları büyük dalgalanmalar gösteren firmalara göre, kârların daha büyük bir bölümünü kâr payı olarak dağıtabilirler. Kârı istikrarsız olan firmalar, gelecek dönemlerde ümit ettikleri kârı sağlayıp sağlamama konusunda emin

olmadıklarından, yüksek kâr sağladıkları yıllarda, kârın büyük bir bölümünü yedek akçe olarak ayıracaklar; buna karşılık kârın az olduğu dönemlerde, bu amaçla ayırmış oldukları yedek akçeleri kâr dağıtımında kullanabileceklerdir (Akgüç, 1998, 786).

2.2.4. Borçların Ödenmesi ve Yeni Yatırım Planları

Firmalar, vadesi gelen borçlarını yeni borç olarak veya kâr dağıtmayarak gerçekleştirebilir. Firmalar yeni yatırım yapmayı planlıyorsa veya yeni kurulmuş firmalarda bu finansmanı karşılamak için kârlarını dağıtmayabilir. Ayrıca, hisse senetlerini pazarlama zorluğu ve hisse senedi çıkarım giderlerinin yüksekliği de kârı firmada tutmaya neden olabilmektedir. Özellikle küçük firmaların borçlanma olanağı daha az ve / veya daha yüksek faiz oranından borçlanmasından dolayı, borçlanma yerine kâr dağıtılması veya oto finansman daha anlamlı olabilir. Özellikle uzun dönemli borç verenin durumunu korumak amacıyla hazırlanmış sözleşmelerde kâr dağıtım politikalarıyla ilgili bazı sınırlamalar söz konusu olabilmektedir. Bunlar, dağıtılmayan kârlardan kâr payı ödemesi yapılamayacağı; net işletme sermayesinin belirli bir tutarın altında kâr payı ödenmeyeceği şeklinde olabilir (Pekkaya, 2006, 187).

2.2.5. Hissedarların Vergilendirilme Durumu

Firmanın kâr dağıtım politikasını etkileyen faktörlerden biri de hissedarların vergilendirilme durumudur. Firmanın hissedarlarına dağıttığı kâr payları ile firmada alıkoymadığı kârlar farklı oranlarda vergilendirilir. Öte yandan hissedarların gelir düzeyine göre içinde bulunduğu vergi dilimi, hisse senedi değer artışlarının vergilendirilip vergilendirilmeyeceği kâr dağıtım politikasını etkileyen faktörlerdir. Örneğin, dağıtılmayan kârlardan alınan vergi, hissedarların kâr

payı aldığında ödeyeceği vergiden daha düşükse, hissedarlar kendilerine kâr payı dağıtması yerine kazancın firmada alıkonulmasından yana olurlar (Türko, 2002, 531).

2.2.6. Enflasyon

Enflasyon, kâr dağıtım politikasını etkileyen önemli faktörlerden birisidir. Çünkü, fiyat artışları, işletmelerin çalışma sermayesi gereksinimlerini artırır. Öte yandan, maliyet bedeli ile bilançoda gösterilen sabit varlıklar için amortisman olarak ayrılan fonlar, sabit varlıkların yenilenmesine yetmez. Bu nedenle, işletmelerin kazanç gücünü devam ettirebilmesi için, fon gereksinimlerinin bir kaynaktan karşılanması gerekir. Bu nedenle, işletmenin, sermaye yapısını ve kazanç gücünü aynı düzeyde tutabilmesi için, artan fon gereksiniminin, dağıtılmayan kârlarla karşılanması söz konusu olabilir. Uygulamada, birçok işletme, dönem sonu kârından, gelecek dönemlerde gereksinim duyacağı fonları ayırarak, dağıtacağı kâr tutarını belirlemektedir (Ceylan, 2003, 235).

Diğer taraftan yine enflasyon ortamında, ellerinde fazla parasal varlık bulduran işletmeler ise, paranın satın alma gücünün gittikçe azalması nedeniyle zararlı çıkacaklardır. Parasal olmayan varlıklar, enflasyon ortamında reel olarak değerlerini koruyacaklar, fakat nominal değerlerinde bir artış görülmeyecektir. Enflasyon ortamında gerçek kârın tespit edilmesi ve dağıtımın gerçek kâr üzerinden yapılması; işletmenin sermayesinin korunması, üretim gücünün azalmaması ve faaliyetlerin sürekliliği için bir zorunluluktur. Gelecekte ödenecek paranın daha düşük değerde olacağı düşüncesiyle işletmeler, daha çok yabancı kaynaktan yararlanma yoluna gidebileceklerdir.

Ancak, borçlanmanın sağlayacağı finansal kaldıraç etkisinin yanı sıra, işletmeye getireceği sabit ödeme yükümlülükleri de dikkate alınmalıdır (Usta, 2005, 59-60).

3. Kâr Payı Ödeme Şekilleri

Şirketler hissedarlarına kâr payı ödemelerini çeşitli şekillerde yapabilir. Kâr payları hissedarlara nakit olarak ödenebileceği gibi, kâr paylarına karşılık yeni hisse senedi vermek şeklinde de olabilir. Bir diğer ödeme şekli ise, firma aşırı ölçüde nakde sahipse kazancını piyasadaki kendi hisse senetlerinin geri satın alınması için de kullanabilir (Türko, 1995, 531). Yukarıda sözü edilen şirketlerin uygulayabileceği kâr payı ödeme şekilleri aşağıda açıklanmıştır.

3.1. Nakit Kâr Payı Ödemesi

Şirketler tarafından hissedarlara yapılan en yaygın kâr payı ödeme şekli, kâr payının nakit olarak ödenmesidir. Bu yöntem şirketten nakit çıkışını gerekli kıldığı için şirketin likidite durumu bu yöntemin benimsenmesinde önem kazanmaktadır. Bildirilen yüksek kârlar ile nakit varlıklar aynı şeyler değildir. Bir firmanın gelir tablosunda önemli tutarda bir gelir görülebildiği halde, bilançosundaki nakit varlıkları aynı oranda olmayabilir.

Özellikle, fiyatların sürekli olarak yükselme gösterdiği durumlarda, bilanço kârlarına parasal yönden kullanılabilir tutarlar olarak bakılması imkânsızdır. Bu nedenle, nakit olarak kâr payı ödeme düşüncesinde olan şirketin o dönem için yeterli nakide sahip olup olmadığının araştırılması gereklidir (Brealey, Stewart ve Marcus, 1995, 445). Nakit kâr payı ödemesi şirketlerin elde ettikleri kâr miktarına, nakit ihtiyaçlarına ve yeni kurulup kurulmadıklarına göre değişiklik gösterebilir.

Yeni kurulmuş bir şirketin nakit ihtiyacı fazla olacağından kâr dağıtım konusunda aşırı iyimser olamayacaktır. Çünkü yeni yatırımlar için nakde ihtiyaç fazladır ve piyasada fazla tanınmadığı için borçlanma yoluyla ihtiyacını karşılaması çok zor olacaktır.

3.2. Kâr Payının Hisse Senedi Olarak Ödenmesi

Kâr payları genel olarak nakit ödemeler şeklinde olmakla birlikte, bazı durumlarda yöneticiler nakit kâr payı ödemek yerine, yatırımcıya bedelsiz hisse senedi vermeyi tercih edebilirler. Bu yöntemle hisse senedi sahipleri ne bir kazanç sağlamakta ne de bir kayba uğramaktadır. Çünkü hisse senedi sahipleri, dağıtımdan önce sahip oldukları hisse sayısı ile dağıtımdan sonraki hisse sayısı arasında bir fark olmasına rağmen, fiyattaki düşüş ile hisse senedi sahibinin kazancı aynı değere eşit olmaktadır. Hisse senedi sahiplerinin bir kazancı olmamasına rağmen böyle bir yöntemin uygulanmasının iki önemli nedeni bulunmaktadır.

Bunlardan ilki firmanın nakit sıkıntısı içinde olması nedeniyle nakit kâr payı yerine hisse senedi vermeyi tercih etmesidir. İkinci olarak, firma yönetimi hisse senedi sahiplerinin sayısını artırmak isteyebilir. Böylece firmanın hisse senetleri piyasada daha düşük işlem görebilecektir. Bunun yararı hisse senedinin aşırı yükselmesini önlemektir (Chambers, 2005, 143-145). Kâr payı ödemesinin nakit yerine hisse senedi şeklinde yapılması ile işletmeden herhangi bir nakit çıkışı olmamakla birlikte, elde edilen kâr bünyede bırakılmakta aynı zamanda dağıtılabilmektedir.

3.3 Şirketlerin Kendi Hisse Senetlerini Satın Almaları Yoluyla Kâr Payı Ödemesi

İşletmelerin kendi hisse senetlerini satın almaları kâr payı ödemesinin bir alternatifi-dir. İşletmelerin kendi hisse senetlerini satın alarak, piyasadaki hisse senedi miktarı azalmakta, bu işlem sonucunda net kârda meydana gelen artış durumunda hisse başına gelir artmaktadır.

Hisse başına gelirin artması sonucunda da, hisse senetlerinin piyasa fiyatı artmakta ve ortaklar nakit kâr payı yerine, sermaye kazancı elde etmektedirler. İşletmelerin

kendi hisse senetlerini geri almaları yatırımcılara iki ayrı avantaj sağlamaktadır. Bunlardan ilki, yatırımcılar tarafından hisse senetlerinin satılması sonucunda elde edilecek gelirin, sermaye kazancı niteliğinde olması nedeniyle vergilendirilmesinin bu çerçevede yapılmasıdır.

Diğeri ise, işletmelerin hisse senetlerini geri alma talebi ile yatırımcılara gitmeleri durumunda, yatırımcıların hisse senetlerini satarak geliri hemen elde etme veya hisse senetlerini ellerinde tutarak fiyat artışından yararlanma konusunda bir tercihte bulunabilmeleridir (Aydın, Başar ve Coşkun, 2007, 432). Yani işletme, hisse senetlerini geri almak suretiyle, piyasadaki hisse senedi sayısı azalacak ve dolayısıyla hisse başına düşen kâr artmış olacaktır. Hisse başına kazancın artması ile işletmenin piyasadaki hisse senedinin fiyatı artmış olacak ve nakit kâr payı ödemesi yerine sermaye kazancı elde edilmiş olacaktır.

3.4. Diğer Kâr Payı Ödeme Şekilleri

Firmaların uyguladıkları kâr payı ödeme şekilleri firmaların finansal durumlarına bağlı olarak çeşitli şekillerde olabilir. Yukarıda sayılan kâr payı ödeme şekilleri, firmaların en çok tercih ettikleri kâr payı ödeme şekilleridir. Bunlar dışında uygulamada daha az rastlanan kâr payı ödeme şekilleri de bulunmaktadır. Bunlar arasında;

- Hisse Senetlerinin Nominal Değerinin Azaltılması ve Sayısının Artırılması Yoluyla Kâr Payı Dağıtımı
- Seçmeli Kâr Payı Dağıtımı Bono Kâr Payı Dağıtımı
- Aynı Olarak Kâr Payı Dağıtımı
- Tasfiyeden Kâr Payı
- Kâr Payı Olarak İntifa Senedi Verilmesi
- Melez kâr payı ödemesi

4. Kâr Dağıtımının İlanı Ve Gerçekleşmesi Arasında Geçen Sürenin Firma Değerine Etkisini Belirlemeye İlişkin Araştırma

4.1. Araştırmanın Amacı

Araştırmada, İMKB’de işlem gören hisse senetlerinin kâr dağıtım dönemlerinde firma değerlerinin, kâr dağıtımına karar alınması arasında geçen sürenin bir etkisinin olup olmadığını incelemektir. Çünkü literatüre bakıldığında kâr dağıtım tarihi ile kâr dağıtımına karar verilen genel kurulu/yönetim kurulu kararlarının alındığı tarih arasındaki sürenin yatırımcıların hisse senedine bakış açısında bir farklılık oluşturduğu görülmüş, ancak bu sürenin kısa veya uzun olması arasında bir farklılığın olup olmadığı, ve bu sürenin firmanın değerini nasıl etkilediği araştırmanın temel noktası olmuştur.

4.2. Materyal ve Yöntem

Çalışmada veri toplama aşamasında, 2007 yılında İstanbul Menkul Kıymetler Borsası 30 Endeksi’ne dahil olan şirketlerin kâr dağıtım politikaları temel alınmıştır. Bu şirketler aşağıda Tablo 1’de verildiği gibidir.

Tablo 1: 2007 Yılı İstanbul Menkul Kıymetler Borsası 30 Endeksi’ne Dahil Olan Şirketler

ŞİRKETLER	ŞİRKETLER	ŞİRKETLER
Akbank	Hürriyet Gazetesi	Şişe Cam
Aksigorta	İş Bankası (C)	Tav Havalimanları
Arçelik	İş GMYO	T.Halk Bankası
Asya Katılım Bankası	Kardemir D	T.S.K.B.
Aygaz	Koç Holding	Turkcell
Doğan Holding	Migros	Tüpraş
Doğan Yayın Holding	Petkim	Türk Hava Yolları
Eczacıbaşı İlaç	Petrol Ofisi	Ülker Bisküvi
Ereğli Demir Çelik	Sabancı Holding	Vakıflar Bankası
Garanti Bankası	Şekerbank	Yapı ve Kredi Bankası

Kaynak: www.imkb.org.tr

Açık renkli olan şirketler, 2008 yılında kâr dağıtımını yapmayan veya verisine ulaşamayan şirketlerdir.

Çalışmada, 2007 yılında İMKB 30 Endeksi’ne dahil olan şirketlerin kâr dağıtımları, yönetim kurulu ve genel kurul tarihleri ile kâr dağıtım tarihleri dikkate alınarak incelenmiştir. Çalışma iki gruba ayrılmıştır. Birinci grup hisse senetleri, genel kurul veya yönetim kurulu tarihleri kâr dağıtım tarihinden 30 gün öncesi, ikinci grup hisse senetleri ise 30 günden daha uzun süreli olarak ayrılmıştır.

Birinci grup hisse senetleri; kâr dağıtımından 1-30 gün öncesi, İkinci grup hisse senetleri; kâr dağıtımından 31- öncesi olarak düşünülmüştür. Bu gruplandırmanın sebebi ise, hisse senetlerinin genel veya yönetim kurulu tarihleri ile kâr dağıtım tarihleri birbirlerine yakın veya uzak süreli olmaları acaba hisse senedi ve dolayısıyla şirketin piyasa değerini nasıl etkileyeceğinin anlaşılmaya çalışılmasıdır. Çalışmada birinci ve ikinci grup hisse senetleri Tablo 2’de gösterilmiştir.

Tablo 2: Birinci ve İkinci Grup Hisse Senetleri

HİSSE SENETLERİ	BİRİNCİ GRUP (1-30 GÜN)	İKİNCİ GRUP (31-GÜN)
AKBNK	X	
AKGRT	X	
ARCLK		X
ASYAB		X
AYGAZ		X
ECİLC	X	
EREGL		X
GARAN		X
ISCTR	X	
ISGYO		X
KCHOL	X	
MIGRS	X	
PTOFS		X
SAHOL	X	
SKBNK		X
HALKB		X
TSKB		X
TCELL		X
TUPRS	X	
ULKER	X	
VAKBN		X

2007 yılında İMKB 30 Endeksine dahil olan şirketlerin kâr dağıtım tarihleri ile genel ve yönetim kurulu tarihleri Tablo 3'te verilmiştir.

Tablo 3: 2007 Yılı Genel-Yönetim Kurulu ve Kâr Dağıtım Tarihleri

HİSSE SENETLERİ	YÖNETİM KURULU TARİHİ	GENEL KURUL TARİHİ	DAĞITIM TARİHİ
AKBNK	29/2/2008	28/3/2008	31/3/2008
AKGRT	18/3/2008	31/3/2008	2/4/2008
ARCLK	14/3/2008	3/4/2008	12/5/2008
ASYAB	10/4/2008	21/5/2008	9/6/2008
AYGAZ	7/4/2008	25/5/2008	16/6/2008
ECILC	30/4/2008	2/5/2008	26/5/2008
EREGL	25/3/2008	31/3/2008	28/5/2008
GARAN	12/3/2008	3/4/2008	9/6/2008
HALKB	24/3/2008	9/4/2008	23/5/2008
ISCTR	6/3/2008	28/3/2008	1/4/2008
ISGYO	29/2/2008	25/3/2008	26/5/2008
KCHOL	16/4/2008	29/4/2008	22/5/2008
MİGRS	14/4/2008	29/4/2008	1/5/2008
PTOFS	25/3/2008	14/4/2008	12/6/2008
SAHOL	18/4/2008	21/5/2008	22/5/2008
SKBNK		29/4/2008	22/5/2008
TSBK	18/2/2008	26/3/2008	3/6/2008
TCELL	28/2/2008	24/4/2008	20/5/2008
TUPRS	1/4/2008	22/4/2008	1/5/2008
ULKER	6/5/2008	28/5/2008	30/5/2008
VAKBN		24/3/2008	30/5/2008

Çalışmada hisse senetlerinin anormal getirisini hesaplamak için "Even Study", "Olay Çalışması" metodu kullanılmıştır. Bu metoda göre, bir hisse senedinin anormal getirisi (Abnormal Return), piyasadaki fiyat hareketleri dışında oluşan getiri olup hisse senedi getirisinden piyasa getirisinin çıkarılmasıyla elde edilmektedir. Piyasa getirisi olarak "Borsa Endeksi" (İMKB 30 Endeksi) getirisi kabul edilmiştir.

Fiyat performanslarının hesaplanması aşağıda açıklanan yöntem ve formüllerle yapılmıştır.

Hisse senedi (a)'nın (t) günündeki getirisi (Y_{at}), (t) günü ile bir önceki günün (t-1) kapanış fiyatları arasındaki değişimdir.

$$Y_{at} = \frac{X_{at}}{X_{a,t-1}} - 1 \quad (1)$$

İMKB 30 Endeksi'nin (t) günündeki getirisi ise, (t) günü ile bir önceki günün(t-1) kapanış fiyatları arasındaki değişimdir.

$$Y_{bt} = \frac{X_{bt}}{X_{b,t-1}} - 1 \quad (2)$$

Hisse senedi (a)'nın endekse (b) göre, (t) günündeki anormal getirisi (Ar_{at}); hisse senedi getirisi (Y_{at}) ile endeks getirisi (Y_{bt}) arasındaki farktır.

$$Ar_{at} = Y_{at} - Y_{bt} \quad (3)$$

Çalışmanın ikinci aşamasında ise oluşturulan hipotez aşağıdaki gibidir.

H_0 ; Ar30 ve Ar60 serilerine verilen tepki aynıdır

H_1 ; Ar30 ve Ar60 serilerine verilen tepki farklıdır,

Hipotezlerinin testi için Mann-Whitney Testi kullanılmıştır. Test, incelenen iki grubun aynı olduğunu test etmek için kullanılan bir testtir. Hipotez testi uygulaması yapılmadan önce, verilerin normallik analizinin yapılması gerekmektedir.

4.3. Bulgular

Çalışmada, hisse senetlerinin Ar değerleri, www.imkb.gov.tr adresinden elde edilen hisse senedi getirileri ile endeks getirilerine ait veriler kullanılarak yukarıda belirtilen yöntem çerçevesinde hesaplanmıştır. Bulunan bu sonuçlar çerçevesinde hisse senetlerinin kâr dağıtım tarihlerinden önceki dönemlerine ait hipotezler, öncelikle teste tabi tutulmadan önce verilerin normallik analizi

yapılmıştır. Daha sonra, ayrı ayrı Mann-Whitney Testi ile veriler test edilmiştir. Sonuçlar aşağıdaki gibidir:

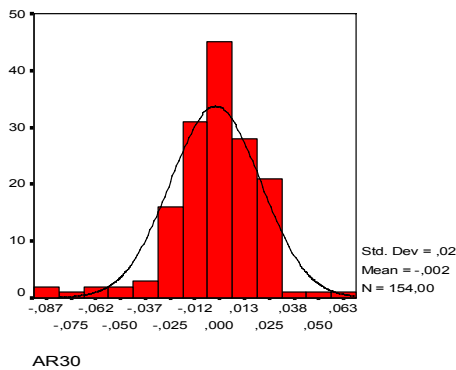
Ar30 ve Ar60 serileri tanımlayıcı istatistik açısından incelendiğinde, varyans açısından en düşük değerlere sahip olan serinin Ar30 olduğu getiri açısından da negatif en küçük getiriye sahip olduğu görülmektedir. Bu durum aşağıda Tablo 4'te görülmektedir.

Tablo 4: Tanımlayıcı İstatistikler

	Ar30	Ar60	Valid N (Listwise)
N	154	471	154
Minimum	-0,093	-0,603	
Maximum	0,064	0,078	
Mean	-0,00211	-0,00439	
Std.Deviation	0,022717	0,043492	

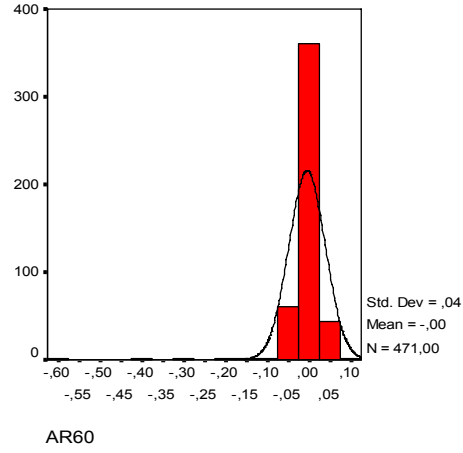
Histogram dağılımlarına bakıldığında da Ar30 serisinin normal dağıldığı görülmektedir. Bu durum aşağıdaki grafikte görülmektedir. Histogram, frekans dağılımının ortalama etrafında frekans sayısına göre dizildiği bir grafikdir. Serinin standart normal ya da standart normale yakın dağılması yapılacak analizlerde anlamlı sonuçlara neden olacaktır.

Grafik 1: Ar30 Serisi Histogram Dağılımı



Ar60 serisi ise sola çarpık bir yapı sergilemektedir. Bu durum da yine aşağıdaki grafikte görülmektedir.

Grafik 2: Ar60 Serisi Histogram Dağılımı



Grafiklere bakıldığında Ar30 serisi daha stabil, Ar60 serisi ise daha volatil bir yapıdadır. Ar30 ve Ar60 serileri arasında korelasyon incelendiğinde Pearson korelasyonu 0,086 ve istatistiki açıdan da anlamlı bulunmamıştır.

Spearman Korelasyonu açısından ise 0,071 korelasyon verisi yine istatistiki açıdan anlamlı değildir. Serilerin kâr dağıtım dönemleri dummy olarak 1 ve dağıtılmayan günler de 0 girilmiştir. Buna göre Mann-Whitney Testi istatistiğine göre;

Ar30 dummy serisi açısından; Ar30 %1 düzeyinde anlamlı ve Ar60 serisi de %5 düzeyinde anlamlı bulunmuştur. Dummy, istatistikte sınıflamak amacıyla genellikle 0,1,2 gibi tek bir sayının kullanıldığı ayırıcıdır. Burada, dağıtım yapılmışsa 1 ve yapılmamışsa 0 verisi kullanılmıştır. Buradaki amaç SPSS programının 1 işaretli günler ile 0 işaretli günleri karşılaştırmasıdır. Bu durum aşağıda Tablo 5'te görülmektedir.

Tablo 5: Ar30 Serisi Test İstatistikleri(a)

	AR60	AR30
Mann-Whitney U	423,000	204,500
Wilcoxon W	478,000	259,500
Z	-2,178	-3,781
Asymp. Sig. (2-tailed)	,029	,000

a Grouping Variable: AR30

Aynı durum Ar60 serisi açısından incelendiğinde ise, Ar60 serisi %1 düzeyinde anlamlı bulunurken, Ar30 serisi istatistikî açıdan anlamsız bulunmuştur. Bu durum aşağıda Tablo 6’da görülmektedir.

Tablo 6: Ar60 Serisi Test İstatistikleri(a)

	AR60	AR30
Mann-Whitney U	689,000	172,500
Wilcoxon W	755,000	182,500
Z	-4,127	-1,449
Asymp. Sig. (2-tailed)	,000	,147

a Grouping Variable: AR60

5. Sonuç

Araştırmada, İMKB 30 Endeksi’nde işlem gören hisse senetlerinin kâr dağıtım dönemleri ile kâr dağıtımına karar verilen genel kurul/yönetim kurulu tarihleri arasında geçen süre incelenmiş olup, 30 günlük kâr dağıtım takvimi ile 60 günlük kâr dağıtım takvimi açısından yapılan incelemede 30 günlük hisse senedi takibi istatistikî açıdan daha anlamlı bulunmuştur. Yani H₀ hipotezi desteklenmiştir. Bu durum da hisse senetlerinin kâr dağıtım tarihlerini kâr dağıtım ilanından ne kadar kısa süre içerisinde yaparsa, yatırımcı hisse senedine yatırımı daha çok düşünmekte ve firmanın hisse senedine talep artmakta bu da hisse senedinin piyasa fiyatını, dolayısıyla firmanın piyasa değerini artırmaktadır.

Kaynakça

Akgüç, Öztin (1998). **Finansal Yönetim**, 7. Baskı, Avcıol Basım Yayın, İstanbul

Anbar, Adem (2006). “Hisse Senetleri İmkb’de işlem gören işletmelerde Kâr Payı Dağıtım Politikası”, **Mali Çözüm Dergisi**, Sayı:75

Aydın, Nurhan, Başar, Mehmet ve Coşkun, Metin (2007). **Finansal Yönetim** Gözden Geçirilmiş 2.Baskı

Belkayalı, Nur (2004). Temettü Dağıtım Şekillerinin Firma Değerine Etkisi ve İMKB 100 Endeksindeki Firmalar Üzerine Bir İnceleme, **Yüksek Lisans Tezi**, Ankara

Brealey, A. Richard, Myers, C. Stewart. Ve Marcus, J. Alan (1995). **Fundamentals of Corporate Finance**, International Edition, Literatür Yayıncılık, İstanbul

Brigham, F. Eugene, Gapenski, Louis C (1991). **Financial Management, Theory and Practice**, 6. baskı, the Dryden Pres, New York,

Ceylan, Ali (2003). **İşletmelerde Finansal Yönetim**, Ekin Kitabevi, 8.Baskı İstanbul

Chambers, Nurgül (2005). **Firma Değerlemesi**, Avcıol Basım Yayın, İstanbul

Demir, Yusuf (2001). “ İşletmelerin Kâr payı Dağıtım Politikaları ve Firma Değerliliğinin Vergi Uygulamaları İle İlişkisine Teorik Bir Yaklaşım”, **Süleyman Demirel Üniversitesi İ.İ.B.F. Dergisi** Cilt:6, Sayı:1

Dharan, G. Bala (1998).“ The Association between Corporate Dividend and Current Cost Disclosures”, **Journal of Business Finance and Accounting**, Yıl: 1998, Cilt:1-5, Sayı: 2

Ercan, M.Kamil ve Ban, Ünsal (2005). **Değere Dayalı İşletme Finansı Finansal Yönetim**, 2.Baskı, Ağustos

Frankfurter, George M ve Wood, Bob, G. Jr (2002). “Dividend policy theories and their empirical test”, **International Review of Financial Analysis**, Vol:11

Miller, H. Metron ve Modigliani, Franco (1961). “Dividend Policy, Growth and the Valuation of Shares”, **The Journal of Business**, Sayı: 34

Pekkaya, Mehmet (2006). “Kâr Pay Dağıtımının Şirket Değeri Üzerine Etkisi”, İMKB 30 Endeks Hisselerine Bir Analiz”, ZKÜ, **Sosyal Bilimler Dergisi**, Cilt:2, Sayı:4

Türko, R. Metin (2002). **Finansal Yönetim**, 2. Baskı, Alfa Yayınları, İstanbul

Usta, Öcal (2005). **İşletme Finansı ve Finansal Yönetim**, Gözden Geçirilmiş 2. Baskı, Detay Yayıncılık, Ankara

Wang, Ko, Erickson, John ve Gau, George, W (1993). “Dividend policies and Dividend Announcement Effects for Real Estate Investment Trusts”, **Journal of the American Real Estate and Urban Economics Association**, Cilt:21, Sayı:2

Yükçü, Süleyman ve ötekiler (1999). **Muhasebe Sistemi Uygulama Genel Tebliğine Göre; Finansal Yönetim**, Vizyon Yayınları, İzmir

www.imkb.org.tr