

# İŞLETMELERİN İZLEDİKLERİ TEMETTÜ DAĞITIM POLİTİKASININ HİSSE SENEDİ FİYATLARINA ETKİSİ

Yrd. Doç. Dr. Abdullah TEKİN\*

## 1. GİRİŞ

Temettü politikası, dağıtılmayarak işletmede bırakılacak kâr miktarı ile dağıtılabilecek kâr miktarlarının belirlenmesi açısından önemlidir. Çünkü bu iki hususun tespiti doğrudan işletmenin sermaye yapısıyla ilgili bulunmaktadır. Karar verici organ ortaklık bünyesi için, borç/öz sermaye ilişkisini tespit ettikten sonra, sırasıyla öz sermayenin bileşimini tespit edecektir. Ortaklık için, kâr dağıtmayarak bir otofinansman mı, yeni pay senetleri çıkarmak mı, yoksa her ikisine de başvurmadan, işletmenin oluşturduğu kârların tamamen dağıtılması mı daha etkin olacaktır, bu konuların belirlenmesi gerekecektir. Temettü politikası ortaklık için finansman politikasının ayrılmaz bir parçasıdır. Kâr dağıtımını sermaye bütçesi, sermaye maliyeti ve optimal sermaye yapısı konularıyla ilişkili bulunmaktadır<sup>1</sup>. Bu nedenle temettü politikasının ortaklık amacının ışığında değerlendirilmesi gerekmektedir. Yani ortaklık kendi değerini hissedarlar nezdinde maksimum kılacak bir politikanın seçimini amaçlar. Hissedarların serveti sadece hisse senetlerinin piyasa fiyatını değil, aynı zamanda, cari temettüleri de içermektedir.

## 2. ORTAKLIKLARDA TEMETTÜ POLİTİKASINI ETKİLEYEN FAKTÖRLER

Ortaklıklar temettü politikalarını belirlerlerken bazı prensipler çerçevesinde karar alırlar. Bu prensipler dağıtılan temettüyü etkilemekte olup bir bölümü mevzuattan, bir bölümü ülkenin iktisadi, politik yapısından, bir bölümü de ortaklığın kendi yapısından kaynaklanmaktadır. İşletme uzun dönemde istikrarlı bir temettü

---

\* Selçuk Üniversitesi Sosyal Bilimler Meslek Yüksekokulu.

<sup>1</sup> Richard A. Brealey, Stewart C. Myers ve Alan J. Marcus, **İşletme Finansının Temelleri**, (Çev. Ünal Bozkurt, Türkan Arıkan ve Hatice Doğanlı), İstanbul: Literatür Yay., 1997, s.445.

politikasına karar verirken bu prensipleri göz önünde bulundurmak zorundadır.

### 2.1. Yasal Sınırlamalar

Türkiye'de halka açık anonim ortaklıklar hem Sermaye Piyasası Kanununun hem de Türk Ticaret Kanununun hükümlerine tabidirler. Sermaye Piyasası Kurulu, bir çerçeve kanun olan Sermaye Piyasası Kanunu Hükümlerine uygulamada açıklık getirmek ve kanun hükümlerinin uygulanması esaslarını belirtmek amacıyla bir dizi tebliğler çıkarmış ve gerekli gördüğü hallerde çıkartmaya devam etmektedir. Sermaye Piyasası Kanunu, T.T. Kanununun bazı maddelerinde getirilen hükümlerinin aksine hükümler getirmiş bulunmaktadır. Kanunun getirmiş olduğu hükümler kapalı aile ortaklıklarıyla ilgili olmayıp, sadece halka açık anonim ortaklıklarla ilgilidir. Sermaye Piyasası Kanununun, halka açık ortaklıklar ile ilgili getirmiş olduğu hükümler arasında kâr dağıtımını ile ilgili hükümler de bulunmaktadır. Kanuna göre halka açık anonim ortaklıkların esas sözleşmelerinde birinci temettülerinin gösterilmesi zorunludur. Sermaye Piyasası Kurulu da, Kanunun 15. maddesinde düzenlemesini bulan bu hususa, Seri: IV, No: 1 Tebliğinin 7. Maddesinde temas etmiştir. Tebliğe göre halka açık ortaklıkların birinci temettü tutarı, hesap dönemi net kârından vergi ve benzerleri düşülmek suretiyle bulunan dağıtılabilir kârın yarısından az olamayacaktır. Ortaklara temettün dağıtımını, esas olarak nakden ve Mayıs ayının sonuna kadar tamamlanmak zorundadır. Sadece halka açık ortaklıklardan hisse senetleri borsada işlem görenler, temettü ödemelerini hisse senedi biçiminde de yapabileceklerdir. Halka açık anonim ortaklıklar kâr dağıtım politikalarını belirlerken, yasanın bu hükümlerini göz önünde bulundurmak durumundadırlar.

Kanunlar temettü politikasını yönlendirirken, temettü demesi yoluyla şirket varlıklarının azaltılması ya da yok edilmesini önleyerek, tahvil sahipleri ve diğer alacaklıların korunmasını da amaçlamaktadır<sup>2</sup>.

### 2.2. İşletmenin Nakit Durumu

İşletmeler kâr dağıtımını kararını verirken nakit durumunu da göz önünde bulundurmalıdır. Halka açık anonim ortaklıklar birinci

<sup>2</sup> Robert W. Kolb ve Ricardo J. Rodriguez, **Finansal Yönetim**, (Çev. Ali İhsan Karacan), Ankara: Sermaye Piyasası Kurulu Yay., 1996, s.276.

temettülerini belirledikleri esaslar çerçevesinde en geç Mayıs ayı sonuna kadar ödemek zorundadırlar. Bu nedenle dönem hesaplarının kapandığı zamandan en son, temettü ödeme zamanına kadar, bu ödemeler için nakit tutmak zorundadırlar. Esasında işletmeler böyle ödemeleri için bir ödeme plânlaması da yapmaktadırlar. Temettü ödeme kabiliyeti işletmenin kısa vadeli kredi hacmiyle de ilgilidir. İşletmenin bankalar nezdinde borçlanma kabiliyeti ne kadar artmışsa, nakit bulmakta o kadar az sıkıntı çekecektir. Dolayısıyla borçlarını zamanında ödeyebilme kabiliyetine sahip olacaktır. Nevarki, kısa vadeli bile olsa ticari kredilerle temettü ödeme rasyonel olmamaktadır.

### **2.3. Kârlılık Oranı**

İşletmenin kârlılık oranı, kâr dağıtım politikasını etkilemektedir. Ortaklar işletmenin kârlılık oranını yüksek bulduklarında, kâr almaktan vazgeçebilmektedirler. Düşük kârlılık oranında ise, ortaklıktaki kâr paylarını alıp, ortaklık dışında, daha verimli yatırım alanlarına yönelmektedirler. Bu nedenle ortaklık yöneticileri, endüstrideki benzer kuruluşların ve genel ekonominin rasyonel yatırımcıya vadettiği kârlılık konusunda bilgili olmalıydılar.

### **2.4. Kârların istikrarlılığı**

Faaliyet kârları istikrarlı olan ortaklıklar, gelecek dönemlere ait daha doğru tahminlerde bulunabilmektedirler. Bu nedenle böyle ortaklıklar, kârları sürekli dalgalanmalar gösteren ortaklıklara nazaran daha az miktarda yedek ayıracıklarından daha çok kâr payı dağıtabilmektedirler.

### **2.5. Sermaye Piyasalarına Giriş**

Kârları istikrarlı ve büyük ortaklıklar küçük ve istikrarsız ortaklıklara nazaran sermaye piyasalarına daha çabuk girebilirler. Sermaye piyasalarında büyük hacimli, iyi yönetilen, uzun dönemde istikrar ve güven sağlamış işletmelerin menkul değerleri daha çok rağbet görmektedir. Yeni işletmeler ile küçük ve istikrarsız işletmelerin borsalara girmesi oldukça zordur. Böyle işletmelerin menkul değerleri, ortaklık istikrar kazanıncaya kadar belli bir süre borsa dışı piyasalarda işlem görmektedir. Fakat ülkemizde borsa dışı

piyasalar henüz gelişmiş değildir. Üstelik bu piyasa her türlü denetimden de yoksundur<sup>3</sup>.

### 2.6. Denetim

İşletmelerin finanslama için başvurdukları sermaye kaynakları, genellikle işletmeyi kendilerince sıkı bir denetimden geçirmektedirler. Bazı işletmeler de politikaları gereğince iş gelirlerinin izin verdiği kadar büyürler. Bu politikanın dayanağı şudur: Ek fonlar sağlamak için hisse senedi satıldığında işletmeyi denetim altına alabilecek yabancıların şirkete girmesini engellemektir. Şimdiki ortakların işletme üzerindeki denetimlerini sürdürbilmek için otofinansman yoluna başvurma dağıtılacak kâr paylarını azaltacaktır.

### 2.7. İşletmenin Büyüme İmkânları

Genellikle işletmeler, büyüme, genişleme veya yenileme yatırımlarına gittiği dönemlerde bunların bir kısmını öz kaynaklarla finanse etme yoluna giderler. Borçla finanslama; ortaklık yöneticileri açısından, günümüzdeki gibi enflasyonlu bir ortamda cazip bir durum olmakla beraber, her zaman yeterli kredi bulabilmek mümkün değildir. Ayrıca bazı durumlarda gerek tahvil çıkarmada, gerek kredi almada büyük güçlüklerle karşılaşılabilir.

Örneğin bir ABC işletmesi, büyük bir yatırım için 500 Milyar lira tutarında bir fona ihtiyaç duymaktadır. Ortaklık fon ihtiyacının bir bölümü dönem kârlarını dağıtmayarak karşılayabileceği gibi, yeni hisse senedi arz ederek veya 5 yıl vadeli tahvil arz ederek de karşılayabilme imkanlarına sahiptir. Ortaklık için önündeki bu üç alternatiften hangisi daha etkin, bunun belirlenmesi gerekmektedir. Sermaye Piyasasında cari tahvil faizleri %52'dir. Ayrıca tahvil ve hisse senedi arzında kuruluşlar binde üç kurul ücreti, en fazla %5 aracı kurum (Underwriting) ücreti, yaklaşık olarak binde iki kadar ek bir masraf yapmaktadırlar. Hisse senedi veya tahvil arz formalitelerini tamamlamak için bir aykırık beş gün gibi bir süreye de ihtiyaç bulunmaktadır. Bu durumda ortaklık bu alternatiflerden hangisini tercih etmelidir?

Ortaklıklar bunun gibi durumlarda yapacakları analizlerle alternatiflerden birini seçmektedirler. Genellikle, ortaklar için

<sup>3</sup> Semih Bükler, **Finansal Yönetim**, Eskişehir: Anadolu Üniversitesi Basımevi, Eskişehir 1996, s. 222.

dağıtılmayan kâr ortaklık değerini artıracaksa, ortaklık iç verim oranı piyasa faiz oranının üzerindeyse kâr dağıtmak rasyonel olmayacağından, dağıtılmayan kârla finanslama akılcı olacaktır.

### 2.8. İşletmenin Bir Holdinge Bağlı Olması

İşletmenin hisse senetleri bir holding içinde dağıtılmışsa, kontrolü elinde bulunduran şirketler, söz konusu ortaklıkları kâr dağıtımına zorlamaktadır<sup>4</sup>. Kâr dağıtımına karar veren oyların çoğu ortaklık üzerinde baskı yapacaktır.

### 2.9. Ortakların Vergilendirilme Durumu

Bir şirketin ortaklarının vergi yükümlüsü olarak durumları da kâr payı dağıtımını etkilemektedir. Yüksek vergi dilimi içinde bulunan ortaklar, şirkette büyük paylara sahiplerse, ortaklığın kâr dağıtımını istemeyebilirler. Bunun aksine, şirket çok sayıda ortağın elinde ise, bu durumda ortaklar çok yüksek oranda kâr payı dağıtımını isteyebilirler. Ortakların vergi durumu da temettü dağıtım politikasında etkili olmaktadır.

### 2.10 Enflasyon

Enflasyon, genellikle fiyatlarla ilgili bir kavram olarak incelenmiştir. Ya da artan para arzının sebep olduğu bir olay olarak görülmüştür. Böyle olmakla beraber enflasyon, ekonomik, politik ve sosyal yönleri olan bir problemdir. Yükselen fiyatlar bir yandan tasarrufa dayanan mülkiyete veya tasarruf meyline, tasarrufların dağılımına farklı etkiler de bulunur. Borçlular lehine, alacaklılar aleyhine sonuçlar ortaya koyar. Diğer yandan gelir sahiplerine, fiyatların yükselmesine ayak uydurup uyduramaması nispetinde tesir eder. Nitekim işletmeler, enflasyon şartları içinde muhasebe bilgilerine dayanarak isabetli bir temettü politikası izleme imkânı bulamayacaklardır. Bunun nedeni, elde edilen kâr bilgisi işletmenin gerçek kârını değil, fiktif kâr tutarını göstergesidir. Böylece enflasyon dönemlerinde fiktif kârlara dayanan bir kâr dağıtım politikası, işletmelerin devamlılığını tehlikeye düşürmektedir<sup>5</sup>. İşletmenin

---

<sup>4</sup> Öztin Akgüç, **Finansal Yönetim**, İstanbul:Avciol Basım Yay., 1998, s.788.

<sup>5</sup> Ahmet Yüksel, "Sermaye Piyasasında Finansal Bilgi Sorunu", **İstanbul Üniversitesi İşletme Fakültesi Muhasebe Enstitüsü Dergisi**, Yıl:9, Sayı: 31, Şubat 1983, s.23.

ayırdığı ihtiyatlar, amortismanlar ve karşılıklar, yıpranan, yok olan yenilenmesi gereken yatırımların finansmanına yetmeyecektir.

Bu nedenle ortaklık kâr dağıtmayarak kârını çeşitli fonlara bölüştürecektir. Bu durum sermaye piyasasında tasarruf sahiplerinin işletmeye karşı güvensizlik duymasına neden olacaktır. Bütün bu tesirlerinden dolayı enflasyon hem tasarruf sahipleri üzerinde, hem de işletme yöneticileri üzerinde olumsuz etkiler yapacaktır. İşletmelerin halka açılması konusundaki kararlarını erteleyecektir.

### 2.11. Benzer İşletmelerin Temettü Politikası

Ortaklık temettü politikasını belirlerken, benzer işletmelerin dağıttıkları kâr miktar ve oranlarını da dikkate almalıdır. Benzer işletmelerin dağıttıkları kar miktar ve oranlarının daha yüksek olması durumunda, ortaklar tercihlerini başka işletmelere kaydırabilirler. Bunun için hisse senetlerini ellerinden çıkarmayı düşünebilirler. Bununla beraber önemli olan bir diğer husus da, yatırım analizi yapanların firma analizi ve endüstri analizleri yaparlarken işletmeleri birbirleriyle kıyaslamalarıdır. Analizlerde kâr payı dağıtımı işletme için bir dezavantaj olmaması için ortaklık kâr dağıtımında da özen gösterir.

## 3. İŞLETMELERİN İZLEDİKLERİ TEMETTÜ POLİTİKALARI VE BU POLİTİKALARIN HİSSE SENEDİ DEĞERİ ÜZERİNE ETKİLERİ

Ortaklıklar belirli bir temettü politikası izlerken önemli bazı faktörleri göz önünde bulundurlar. Bu faktörler, ortaklığın finansal yapısı, üretim piyasasındaki etkinliği, ürettiği ürünün hayat seyri, işletmenin bulunduğu endüstrinin durumu, iktisadi konjonktür, hükümetlerin tutumu, ortakların ekonomik yapıları gibi hususlardır. Ortaklık uzun dönemde kalıcı olacak bir kâr dağıtım politikası belirlerken bu faktörleri göz önünde bulundurmaya zorundadır. Çünkü hissedarlar ortaklığın hisse senetlerinin getirileri konusundaki ileriye dönük tahminlerini bu faktörlerin ışığında belirlerler. Ortaklık hisse senetlerinin kıymetlerinin taktirinde yıllık getirileri kadar işletmenin izlediği temettü politikasının da rolü bulunmaktadır. Bilhassa uzun yıllar kalıcılığını göstermiş, istikrarlı bir temettü politikasının etkisi kesindir. Böyle bir temettü politikası hissedar tarafından arzulanan bir durumdur. Çünkü uzun dönemli bir istikrar, bir nevi riski azaltacağı

gibi hissedarların servetini maksimum kılma amacına daha çok yönelik bulunmaktadır. Aşağıda ortaklıklar tarafından izlenen başlıca temettü politikaları ve bu politikaların hisse senedi fiyatları üzerindeki etkileri üzerinde durulacaktır.

### 3.1. İstikrarlı Gelişme Gösteren Temettü Dağıtımı ve Hisse Senedi Değeri Üzerine Etkisi

Tasarruf sahipleri kıymet verdikleri tasarrufları için istikrarlı bir geliri amaçlamaktadırlar. Bu nedenle tasarruf sahipleri genel olarak istikrarlı kâr dağıtan işletmelerin hisse senetlerini tercih etmektedirler. Bununla beraber istikrarlı bir kâr dağıtımının mevduat faizleri ya da tahvil faizleri gibi sabit bir oran üzerinde kalmayıp yıllar itibariyle artan bir eğilim izlemesi, tasarruf sahiplerinin arzuladıkları bir durumdur. İstikrarlı ve sürekli gelişen temettü ödemeleri ortaklığın mali durumu konusunda, piyasada potansiyel yatırımcıları olumlu bilgilendirir. Bu nedenle sermaye piyasasında istikrarlı kâr dağıtan işletmelerin hisse senetlerine daha düşük düzeyde risk izafe edilir. Bu işletmelerin hisse senetlerinin piyasada yarattığı talep daha yüksek olur<sup>6</sup>.

Örneğin, sermaye piyasasında menkul kıymetleri tedavül eden X ve Y işletmelerinin hisse başına kâr oranları Tablo 1'deki gibi bir seyir izlemektedir.

**Tablo: 1 X İşletmesi İle Y İşletmesinin Yıllar İtibariyle Temettü Oranları**

Yıllar	X İşletmesince Dağıtılan Temettü( %)	Y İşletmesince Dağıtılan Temettü ( %)
1995	20	300
1996	20	110
1997	25	170
1998	32	300

Bu verilere göre yapılan bir tahminde X İşletmesinin 1999 yılı itibariyle tahmini olarak getireceği kâr % 34,5 olmaktadır. Değişim

<sup>6</sup> Brealey, Myers ve Marcus, ss. 449-450.

katsayısı ise, 0,052' dir. Y işletmesinin aynı yıl itibariyle dağıtabileceği kâr tahminen % 250' dir. Değişim katsayısı ise 0,331' dir. X işletmesine göre Y işletmesinde dağılımın daha yüksek olduğu gözlenmektedir. Bu durum istikrar arayan bir yatırımcının tercihini etkileyecektir.

Temettü dağıtımında istikrar, sermaye piyasasında yatırım yapan çeşitli kurumlar açısından da önemlidir. Önemli miktarda fon toplayan sigorta şirketleri, vakıflar, tasarruf bankaları, kooperatifler, dernekler gibi kurumlar yatırım yapabileceği menkul değerlerin yasal bir listesini hazırlarlar, ortaklıkların bu listeye girebilmesi için kesintisiz olarak bir temettü dağıtımını örneğini vermiş olması gerekir. Temettü ödemelerindeki bir kesinti, şirketin bu yasal listeden çıkarılması ile sonuçlanır<sup>7</sup>. Burada şunu belirtmeliyiz. Türkiye'de önemli oranda fon toplayan bu kurumların özel kesim menkul değerlerine yatırım yapmaları mümkün değildir.

### **3.2. Her Yıl Sabit miktarda Temettü Dağıtım ve Hisse Senedi Değeri Üzerine Etkisi**

Türk Sermaye Piyasasında ortaklıkların her yıl sabit miktarda temettü dağıtım politikası izlemeleri mümkün görülmemektedir. Yasal zorunlulukların etkisini bir yana bıraksak bile, iktisadi hayattaki yüksek enflasyon her yıl değişen miktarlarda temettü dağıtımını gerektirmektedir. Sabit miktarda temettü ödenmesinde ortaklık, her yıl, hissedara belirli miktarda ödeme yapar. Örneğin ortaklık 1000.TL değerindeki beher hisseye 510.TL temettü ödeyebilir. Böyle bir politikayı benimseyen ortaklık, ortaklığın ilgili dönemdeki kârı ne olursa olsun aynı miktarda bir ödeme yapmaktadırlar. Dolayısıyla, ortaklığın çok kârlı olduğu dönemlerde ödenen toplam temettü tutarı kârın küçük bir bölümü olurken, kârsız dönemlerde, darboğazlarda, ortaklık böyle bir temettü politikası içinde zorlanabilir.

Her yıl sabit miktarda temettü dağıtımını istikrarlı ekonomilerde küçük tasarruf sahipleri için anlamlıdır. Çünkü böyle bir yatırımcı uzun dönemde bilinen bir gelir akışına daha çok önem verebilir. Her yıl sabit miktarlarda temettü dağıtan işletmeler, daha kârlı

<sup>7</sup> James C. Van Horne, **Financial Management and Policy**, 9 th ed., New Jersey:Prentice Hall Int. Inc., 1992, s.353.



dönemlerde, sabit miktarlarda dağıtılan temettüye ek olarak bir miktar daha ödeyerek hissedarlar nezdinde ortaklığın değerini artırabilir.

### 3.3. Sabit Oranda Temettü Dağıtım ve Hisse Senedi Değeri Üzerine Etkisi

Türk Sermaye Piyasasında sabit miktarda temettü dağıtım politikasına bakış, sabit oranda temettü dağıtımını daha anlamlı olabilir. Bu oran, her yıl kazanılan dağıtılabilir kârın belli bir yüzdesi olabileceği gibi, ortaklığın tarihi tecrübelerine dayanan kazanç eğiliminin yüzdesi şeklinde de olabilir. Sabit oranda temettü dağıtımını basit şekliyle, (ödenecek temettü miktarı/toplam dağıtılabilir kâr) şeklinde ifade edilebilir. Bu bölmeden her seferinde sabit bir oran elde edilmelidir. Sabit oranda temettü dağıtımını, toplam dağıtılabilir kârın bir yüzdesi olarak alındığında, dağıtılan temettü miktarı yıllar itibariyle şirket kârındaki artışlarla orantılı olarak azalıp çoğalacaktır. Ortaklığın tarihi tecrübelerine dayanan kazanç eğiliminin yüzdesi olarak alındığında ise, daha istikrarlı bir temettü politikası izlenmiş olacaktır. Şirket eğer uzun vadede istikrarlı bir temettü politikası izlemek istiyorsa ortaklığın tarihi tecrübelerine dayanan kazanç eğiliminin yüzdesi yöntemiyle her yıl temettü dağıtacaktır.

Örneğin, X işletmesinin yıllar itibariyle vergiden sonraki dağıtılabilir kârı (kazançları) Tablo 2'deki gibi bir dağılım göstermektedir.

**Tablo 2: X İşletmesinin Yıllar İtibariyle Vergiden Sonraki Kârı**

Yıllar	Dağıtılabilir Kâr Milyon (TL)	Yıllar	Dağıtılabilir Kâr Milyon (TL)
1989	120	1994	1 100
1990	650	1995	580
1991	180	1996	1 400
1992	840	1997	770
1993	260	1998	2 400

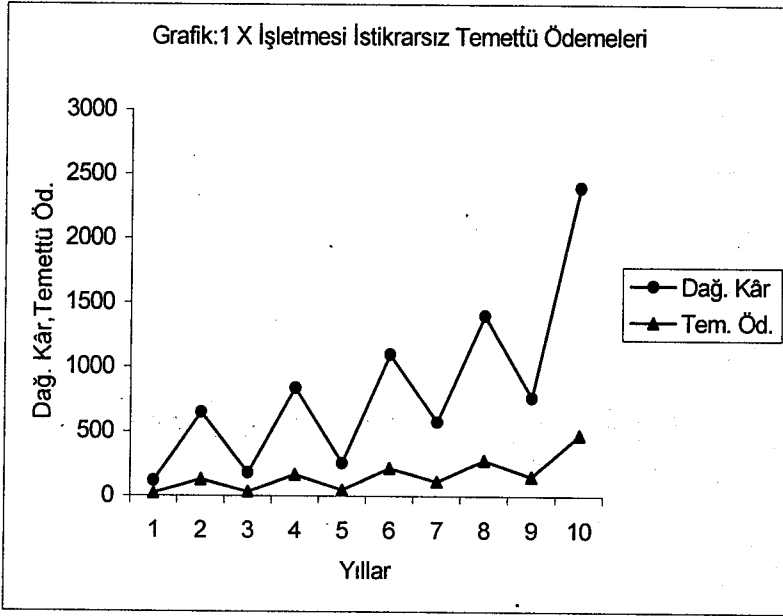
Ortaklık belirli bir oranda kâr payı ödeme politikasını benimsemişse, örneğin her yıl dağıtılabilir kârdan Sermaye Piyasası Mevzuatı çerçevesine uygun olarak % 20 oranında kâr dağıtmaya

karar vermişse, yıllar itibariyle ödenecek temettü miktarları Tablo 4'de görüldüğü gibi olacaktır.

**Tablo 3: X İşletmesi İstikrarsız Temettü Ödemeleri**

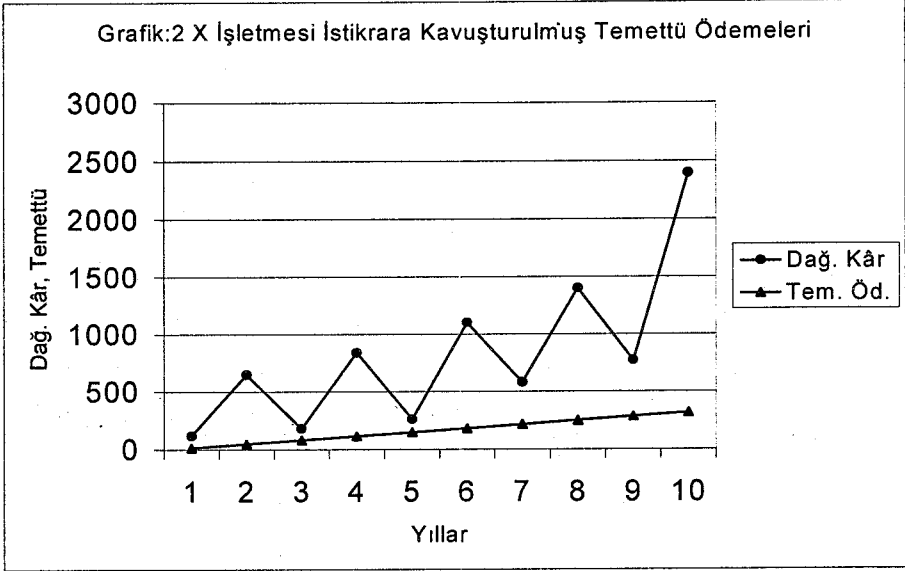
Yıllar	Dağıtılabilir Kâr (Milyon TL) (Milyon TL)	Temettü Oranı	Ortaklara Ödenen Temettü Miktarı (Milyon TL)
1989	120	0,20	24
1990	650	0,20	130
1991	180	0,20	36
1992	840	0,20	168
1993	260	0,20	52
1994	1 100	0,20	220
1995	580	0,20	116
1996	1 400	0,20	280
1997	770	0,20	154
1998	2 400	0,20	480
On yıl boyunca ödenen temettülerin toplamı			<b>1 660</b>

X İşletmesi Tablo: 3'de görüldüğü gibi bir kâr dağıtımını izlemeseydi de aşağıdaki örnekte olduğu gibi, ortaklığın tarihi tecrübelerine dayanan kazanç eğilimini kendine rehber edinerek kâr dağıtmış olsaydı, ortakları nezdinde daha istikrarlı olabilirdi.



Tablo 4: X İşletmesi İstikrara Kavuşturulmuş Temettü Demeleri

Yıllar	Dağıtılabilir Kâr (Milyon TL)	Tahminî Dağıtılabilir kâr	Temettü Oranı (%)	Ortaklara Ödenecek Temettü Miktarı (Milyon TL)
1989	120	79,5	0,20	15,90
1990	650	246,2	0,20	49,24
1991	180	413,0	0,20	82,60
1992	840	579,3	0,20	115,86
1993	260	746,6	0,20	149,32
1994	1 100	913,5	0,20	182,70
1995	580	1 080,3	0,20	216,06
1996	1 400	1 247,0	0,20	249,40
1997	770	1 413,8	0,20	282,76
1998	2 400	1 580,8	0,20	316,16
On yıl boyunca ödenen temettülerin toplamı				1 660



Tablo: 3 ve 4 'de görüldüğü gibi toplam itibariyle dağıtılan temettü miktarı değişmemektedir. Tablo: 3 'de on yıl boyunca şirketin ödediği temettünün toplamı 1 660 milyar TL' dir. Tablo: 4 'de de bu sonuca ulaşılmıştır. Bununla beraber Tablo: 3 'de ortaklığın dağıttığı temettü miktarı yıllar itibariyle değişen bir seyir izlemektedir. Halbuki Tablo: 4 'de görüldüğü gibi, istikrarlı bir artış izlenmektedir. Bu durum Grafik: 1 ve 2'de de görülmektedir. Diğer faktörler sabit kalmak şartıyla, ortaklık böyle istikrarlı bir temettü politikası izlediği takdirde, piyasada hisse senetlerinin fiyatları yükselecektir.

Buna rağmen böyle bir metot başlıca iki sakınca taşımaktadır. Bu sakıncalardan birincisi; herhangi bir dönemde vergi ve diğer yasal yükümlülüklerden sonraki kâr miktarı, temettü olarak dağıtılması gereken paydan daha az olursa, örneğin, 1997 yılında X İşletmesi bu istikrar gereğince 282,76 milyon lira kâr dağıtılmalıdır. Bu işletmenin 1997 yılı vergiden sonraki kârı 282,76 milyon TL' nin altına düşünce ortaklık zorlanacaktır. Firma bu zorluğu, kâr dağıtım istikrar fonu gibi bir fon ihdas ederek, bu fonda toplayacağı paralarla atlatabilecektir.

İkinci sakıncası ise, yasalar açısından dır. Yasalar kâr dağıtımında, yıllar itibariyle belli bir oranın altına inilemeyeceğini

öngörmüşse, artık bazı yıllarda bu hesap metodu etkisiz kalacaktır. Verilen örnekte yıllar toplamında  $(1660/8300)= 0,20$  oranı değişmemekle beraber, bazı yıllar tek başına incelendiğinde bu oranı %20 'nin altına düşmektedir. Örneğin 1992 ve 1994, yılları böyledir. Bu sakınca, yasaların ortaklıklara kâr dağıtımını konusunda sağlayacağı esnekliklerle giderilebilir. İstikrarlı temettü politikasında bir görüş, firmalar temettü oranını belirlerken net kâr tutarını değil, net kâr amortismanlar tutarını esas almalıdırlar yolundadır<sup>8</sup>. Böyle bir hesaplama Türk Sermaye Piyasasına aykırı düşer. Çünkü seri: IV, No:1 Tebliğinin 7. maddesinde hesap dönemi net kârından vergi ve benzerleri düşülmek suretiyle bulunan dağıtılabilir kâr rakamı kullanılmıştır. Buna göre istikrar arayan bir işletmenin, net kâr amortismanlar esasına göre belirleyeceği oranın, mevzuata göre dağıtılabilir kâra tatbik edilmesi gereken asgari orandan az olamayacağı kesindir.

#### 4. SONUÇ

Temettü ödeme; ortaklar açısından kişisel gelirlerini artırıcı bir fonksiyona sahiptir. Firma açısından ise, yöneticilerin en yakın karar alanında bulunan fonların ortaklık dışına çıkması demektir. Bu bakımdan ortaklığın karar verici organı, dağıtılacak temettü miktarını belirlerken her iki durumun da dağıtılabilir kâr üzerinde etkisini göz önünde bulundurur. Finansal yöneticinin en önemli fonksiyonlarından birisi de dağıtılabilir kârı, temettü olarak ve ortaklıkta bırakılacak kâr payı olarak bölmektir. Çünkü hisse senetlerinin cari değeri temettünün bir fonksiyonu olarak görüldüğünden hiç temettü dağıtmama, ortağın elde edeceği dönemsel gelirin azalmasına sebep olacağı gibi top yekun servetinin azalmasına da sebep olacaktır. Ortaklıkların izledikleri temettü politikaları, ortaklık hisse senetlerinin değerini etkiler. Hisse senetlerinin değeri arz ve talebe göre belirlenir. İstikrarlı temettü dağıtımını yapan ortaklıkların hisse senetlerine daha fazla talep olması bu hisse senetlerinin değerlerinin yükselmesine neden olmaktadır. Bu hisse senetlerine daha fazla talep ortaya çıkaran istikrarlı temettü dağıtımının ortaklığın geleceği hakkında olumlu beklentiler oluşması, yatırımcıların geçimlerini sağlayabilmek için dönemler itibariyle

---

<sup>8</sup> Akgüç, s.790.

sürekli gelire ihtiyaç duymaları ve bazı kurumsal mülahazalar sayılabilir. Ortaklığın amacı ortakların servetini maksimize etmek olduğuna göre, hisse senetlerinin değerini maksimize edecek temettü dağıtım politikaları, ortaklık için optimal temettü dağıtım politikasıdır.

### YARARLANILAN KAYNAKLAR

- Akgüç, Öztin, **Finansal Yönetim**, İstanbul:Avcıol Basım Yay., 1998.
- Brealey, Richard A. , Stewart C. Myers ve Alan J. Marcus, **İşletme Finansının Temelleri**, (Çev. Ünal Bozkurt, Türkan Arıkan ve Hatice Doğukanlı), İstanbul: Literatür Yay., 1997.
- Büker, Semih, **Finansal Yönetim**, Eskişehir:Anadolu Üniversitesi Basımevi, Eskişehir 1996.
- Kolb, Robert W. ve Ricardo J. Rodriguez, **Finansal Yönetim**, (Çev. Ali İhsan Karacan), Ankara: Sermaye Piyasası Kurulu Yay., 1996.
- Van Horne, James C., **Financial Management and Policy**, 9 th ed., New Jersey:Prentice Hall Int. Inc., 1992.
- Yüksel, Ahmet., "Sermaye Piyasasında Finansal Bilgi Sorunu", **İstanbul Üniversitesi İşletme Fakültesi Muhasebe Enstitüsü Dergisi**, Yıl:9, Sayı: 31, Şubat 1983.