

İŞLETMELERİN KÂR DAĞITIM POLİTİKALARINA İLİŞKİN BAZI SORUNLAR

Doç. Dr. Yusuf Z. AKSU

1. GİRİŞ

İşletmelerin kâr dağıtım politikaları ve bu politikaların oluşturulmasında ortaya çıkan sorunlar uzun bir süreden beri muhtelif bilim dalları arasında bir tartışma konusu olagelmıştır. Bu bilimsel tartışmanın başlangıç tarihinin, işletmecilik biliminin bağımsız bir bilim dalı olarak ortaya çıkışından da eski olduğunu söylemek mümkündür.

Konuya yaklaşım açıları değişik olduğundan işletmecilik, millî ekonomi ve sosyal politika yönünden varılan sonuçların farklı olması olağan sayılabilir. Örneğin, «yüksek» bir kâr dağıtım oranı, hem işletmecilik hem de millî ekonomi açısından «düşündürücü» olarak nitelendirilmekle beraber, «düşük» bir kâr dağıtım oranı hakkındaki yargılarda fikir ayrılıkları başgöstermektedir. Düşük bir kâr dağıtım oranı bu işletme açısından yüksek bir otofinansman oranı anlamı taşıdığından, özellikle fon temininde güçlük çeken işletmelerde yegâne fon kaynağı olarak yatırımların finansmanı için büyük önem taşımakta ve çok yararlı bulunmaktadır. Buna mukabil, millî ekonomi açısından otofinansman yoluyla fon dağılımı, fonların en verimli alanlara kaymasını engellediğinden sakıncalı görülmektedir. Ayrıca otofinansmanın millî ekonomi içindeki monopollaşma temayülünü hızlandırdığı gerekçesiyle engellenmesi istenmektedir.

Ancak yukarıdaki görüşler etrafında bir fikir birliğinden de söz edilemez (1). Çünkü bazı yazarlar, otofinansmanın yöneticilerin yatırım seçiminde yanılma oranını artırdığı görüşünde olduklarından

(1) Fettel, J: Die Selbstfinanzierung der Unternehmung, Zeitschrift für Betriebswirtschaft (ZFB), Ekim 1962, s. 553

yüksek bir otofinansman derecesini işletme açısından da sakıncalı bulmaktadırlar. Millî ekonomi açısından da karşı görüşte olanlar vardır. Bu görüş sahiplerine göre «yüksek» bir kâr dağıtım oranı, tüketicilerin harcama isteklerini kamçılacak ve yatırım için kullanılacak fonların tüketime kaydırılmasına yol açacaktır (2)..

Yukarıda kısaca belirlenen görüşlerin hepsini ortak bir noktada toplamanın olanaksız olduğu açıktır. Esasen sorunun en ilginç yönü de, bu noktada toplanmaktadır. Sorunlara işletmecilik, millî ekonomi ve sosyal politika açısından aynı zamanda yaklaşılarak problemler birbirleri içine kenetlenmiş bir biçimde ele alındıkları sürece tatminkâr bir çözüme varılamamıştır.

Günümüzde bu konuda kuramsal çalışmalar ve incelemeler artmış ve konuya yaklaşımlarda da değişiklikler meydana gelmiştir. Artık sorunlar bir bütün olarak değil, bölümler halinde çözümlenmeye çalışılmaktadır. Ancak bu durum, sorunun önemini yitirdiği şekilde yorumlanmamalıdır. Aksine işleyen bir sermaye piyasası kurulması için son yıllarda büyük çabalar harcanan ve anonim şirketlerin türlü nedenlerle halka açılma yarışına giriştikleri Türkiye'de sorun, yeni boyutlar kazanmıştır (3).

Halk sektörü olarak adlandırılan ve özel sektörle kamu sektörü arasında yer alacak olan üçüncü sektörün temel taşlarını oluşturan halka açık anonim şirketlerde uygulanacak kâr ve temettü politikalarının saptanmasında ortaya çıkan sorunlar da, bu konunun önemini sürdürdüğünü belirten en belirgin kanıtlardır. Ancak buraya kadarki açıklamalardan, kâr dağıtımının yalnızca anonim şirketler açısından önem taşıdığı sonucuna varılmamalıdır.

Kâr dağıtım politikasının yukarıda kısaca değinilen çoğulcu yönü, başlangıçta dağıtılan ve dağıtılmayan kârlar arasında kurulacak dengenin biçiminin saptanmasında ortaya çıkmaktadır: Optimal temettü veya otofinansman politikası var mıdır ve böyle bir politika söz konusu olabiliyorsa, bu politika kimin için ve nasıl optimalleştirilecektir?

-
- (2) Büschgen, H.E: Zum Problem Optimaler Selbstfinanzierungspolitik in betriebswirtschaftlicher Sicht, Zeitschrift für Betriebswirtschaft, 1968, s. 305
- (3) Ansay, T: Çağdaş Anonim Şirketlerin Sorunları ve Türk Anonim Şirketleri, Ankara 1971, s. 36

Biz bu çalışmamızda kâr dağıtım politikasını işletmecilik açısından ele alacak ve yukarıda değinilen sorunlara çözüm aramaya çalışacağız.

2. OTOFİNANSMAN ve OPTİMAL KÂR DAĞITIMI KAVRAMLARI

2.1 — Otofinsanman

Otofinsanman, işletmenin kendi gücüyle sermaye yaratması anlamını taşır. Burada sermaye, öz sermayede veya yabancı kaynak sermayesinde olduğu gibi, dışarıdan sağlanmamış olup, işletmede oluşmuş ve gelişmiştir (4). Otofinsanmanı işletme içi fon birikimi olarak tanımlamak olanaklıdır.

Geniş anlamdaki bir ofofinsanman kavramının dağıtılmayan kârlar yanında, gizli yedek akçeleri ve amortisman fonlarını içermesine karşın, bu çalışmada ofofinsanman kavramı dar anlamıyla alınmış ve yalnızca dağıtılmayan kârlarla sınırlandırılmıştır.

İster geniş anlamda alınsın, isterse dar anlamda yorumlansın, ofofinsanman ekonomik alanda çaba harcayan bütün işletmeler için söz konusu olmaktadır. Diğer bir deyişle kâr elde eden bütün kurumlarda elde edilen bu kârın dağıtılması sorunu ortaya çıkmaktadır. Biz bu çalışmamızda anonim şirketlerin ofofinsanman politikalarının saptanmasında ortaya çıkan sorunlara ağırlık vermekle beraber, şahıs işletmelerindeki kâr dağıtımını ile ilgili sorunlara da değineceğiz. Ancak bu çalışmada izlenecek yol, işletmelerin hukukî biçimlerine göre değil, sermaye piyasalarındaki olanaklarına göre yapılacak bir ayırımı gerektirmektedir. Bu nedenle işletmeler, şahıs işletmeleri ve sermaye şirketleri olarak değil, sermaye piyasasına açık ve kapalı işletmeler olarak gruplandırılacaklardır (5).

(4) Yüksel, A.S: Para Bulma ve Kredi İşleri (İşletme Finansmanı), 2. Bası, İstanbul 1971, s. 172

(5) Gutenberg, E: Grundlagen der Betriebswirtschaftslehre, B. III, Die Finanzen, Berlin - Heidelberg - Newyork 1970, s. 227

2.2 — Optimal Kâr Dağıtımı

Bir işletmenin belli bir çalışma döneminde sağladığı kârdan ne miktarını işletmede alkoyarak otofinsansmana gitmesi veya ortaklarına dağıtması gerektiği konusunun tartışılmasında, işletme sermayesinin optimal bileşiminin oluşturulmasında ortaya çıkan sorunlara benzer sorunlarla karşılaşmaktadır. Ancak burada ana sorun, elde edilen kârın dağıtım ve tekrar işletmede yatırımı arasındaki oransal dengenin kurulmasında toplanmaktadır.

Konunun özelliklerinden birisi de, optimal kâr dağıtımı kavramının açıklanmasıyla birlikte, bu optimallığın kimin için geçerli olacağı sorununa bir çözüm getirilmesi zorunluluğudur (6). Çünkü kişilerin ve kurumların çıkarları birbirinden farklı olacağından, bu çıkarlar paralelinde türlü optimallerden söz edilebilir (7).

Kâr dağıtım kararlarının işletmenin varlıklarına, gelişme olanaklarına ve ödeme gücüne etkisi de gözönünde bulundurulursa, işletme ile ilgili kişi ve grupların sayısı oldukça kabarmaktadır. Örneğin, alacaklılar, müşteriler, satıcılar ve hatta işletmede çalışan işçiler, dolaylı olarak ilgili sayılabilirler. Buna karşın, kâr dağıtımı ile doğrudan ilgili gruba girenleri ise işletme yönetimi, küçük ve büyük paydaşlar ve potansiyel paydaşlar olarak sınırlandırmak olanaklıdır.

Bu sınırlandırılmış grup içinde bile, çıkarlar büyük farklılıklar gösterdiğinden, hem işletme yönetiminin, hem de pay senedi sahipleri grubunun çıkarlarını bağdaştıracak bir kriter saptanması çok güçtür. Örneğin, pay senedi sahiplerinin gelirlerinin en üst düzeye çıkarılmasını esas alan «gelir maksimizasyonu», paydaşların farklı marjinal vergi ve kalkütatif faiz oranları, risk sıralamaları ve alternatif yatırım olanakları nedeniyle bütün paydaş çıkarlarını içeren bir amaç olarak görünmemektedir. Yukarıda sayılan unsurları bütün paydaşlar için değişmez kabul etmek, sorunu çok basite indirgemek-

(6) Gafgen, G: Theorie der Wirtschaftlichen Entscheidung, Tübingen 1963, s. 47

(7) Henn, R: Über die Struktur Mikroökonomischer Entscheidungssituationen, Zeitschrift für Betriebswirtschaft (ZFB), 1964, s. 508

ten ve gerçeklerden uzaklaşmaktan başka bir sonuç sağlamaz (8). Yalnızca işletme çıkarlarını gözönünde bulunduran bir model ise, sermaye - yönetim ilişkilerini içermediğinden, soruna bir çözüm getirmemektedir.

Buna karşın, gittikçe daha çok taraftar toplayan «piyasa değeri maksimizasyonu» modelinde, sermaye piyasasındaki mevcut ve potansiyel paydaşların çıkarlarının optimalleştirilmesi esas alınmaktadır. Bu modelden hareket eden bir politika, paydaşların elinde bulunan pay senetlerinin değerini sermaye piyasasında en üst düzeye çıkarmak suretiyle, sermaye masraflarını minimize etmeye yöneliktir. Bu politika sonucu, firma değeri de en üst düzeye çıkarılmış olmaktadır. Biz bu çalışmamızda gerek işletme yönetiminin ve gerekse paydaşların çıkarlarını gözönünde bulundurduğu için pay senetlerinin piyasa değerini en üst düzeye çıkarmayı ve sermaye masraflarını en alt düzeye indirmeyi amaç edinen kâr dağıtım politikasının optimal kâr dağıtım politikası olarak nitelendireceğiz. Şahıs işletmelerinde de kâr dağıtım politikasının amacı, işletme sahiplerinin yukarıda belirlenen optimallik koşulu nedeniyle varlıklarını en üst düzeye çıkarmak olarak belirlenmektedir.

İşletmelerin kâr dağıtım politikalarını saptamalarında, sağlanan kârın otofinsanman ve temettü arasında oransal dağılımı yanında, sermaye piyasaları ile ilgili sorunlar da önem kazanmaktadır. Bu sorunlar, işletme yönetiminin kâr dağıtım kararlarında sermaye piyasalarında geçerli koşulların ağırlık derecesi ile ilgilidir. Başka bir deyişle, işletmelerin kâr dağıtım ile ilgili olarak almış olduğu kararların, sermaye piyasasında firma ve pay değerlerini ne biçimde etkiledikleri sorusunu cevaplamak gerekir.

Kâr dağıtım politikasının bu ikinci yönü, özellikle sermaye piyasasına dönük işletmeler için büyük önem kazanmaktadır. Çünkü bu işletmeler, uzun vadede sermaye ihtiyaçlarını sermaye piyasasında gidermek durumunda olduklarından, bu piyasalardaki söz sahibi kişi ve kuruluşların işletmeleri hakkındaki görüş ve düşüncelerini izlemek ve bu piyasaların koşullarını göz önünde tutmak zorundadırlar. Ancak bu ilginin, yalnızca emisyon gücü olan sermaye şir-

(8) Büschgen, H.E: a.g.k., s. 312

ketlerine özgü olmadığı, diğer bütün işletmelerin de konuya eğilimleri gerektiği söylenebilir. Çünkü günümüz ekonomilerinde görülen «büyüklük» ekonomilerine yönelik ve yatırımların büyük boyutlara ulaşması sonucu doğan sermaye ihtiyacı, şahıs işletmelerini ve sermaye piyasasına açık olmayan sermaye şirketlerini de uzun vadede sermaye piyasasına açık anonim şirketlere dönüşmeye itmektedir.

3. SERMAYE - YÖNETİM İLİŞKİLERİ ve KÂR DAĞITIM POLİTİKASI

Sermaye piyasası ve bu piyasada geçerli olan koşullar bütün işletmeleri ilgilendirmekle beraber, kâr dağıtım konusunda önemli farklar göze çarpmaktadır. Örneğin, şahıs işletmelerinin sahipleri yıl sonunda elde edilen kârın hangi bölümünün işletmede tutulup, hangi bölümün işletme dışında kullanılacağı konusunda kendi değerlendirmelerine göre karar alırlarken, özellikle halka açık anonim şirketlerde, bu durum değişiktir. **Burada işletmenin hukukî sahipleri, yani pay senedi sahipleri, kâr dağıtım konusunda yalnız kendi düşünce ve eğilimlerini gerçekleştirme olanağını çoğu kez bulamamaktadırlar. Bunun nedeni de, sermaye şirketlerinin ilk ortaya çıkışlarından bu yana geçen zaman zarfında, sermaye - yönetim ilişkilerinde büyük değişiklikler olması ve yönetimin sermayeden gitgide bağımsız hale gelmesidir (9).**

Bu bağımsızlaşma kuvvet kazandığı sürece, pay senedi sahiplerinin şirketin kâr dağıtım politikasına etkisi azalacaktır. Soruna hukukî açıdan bakıldığında, kâr dağıtımında yetkili kurulun, pay senedi sahiplerinden oluşan genel kurul olduğu görülürse de, genellikle profesyonel yöneticilerden oluşan yönetim kurulunun kâr dağıtım konusundaki önerilerinden dışarı çıkıldığı durumlarla fazlaca karşılaşılmamaktadır. Bu nedenle de, bu tip şirketlerde elde edilmiş ve aslında pay senedi sahipleri tarafından alınması gerekli öz kaynak sermayesi arzı ile bu sermayeye yönelen talep, işletme sahipleri tarafından oluşturulmamaktadır. **Başka bir deyişle, kâr dağıtım**

(9) Gutenberg, E: a.g.k., s. 228

kararlarına etkili yeni bir işletme içi organ ortaya çıkmıştır (10)

Yukarıda belirtilen nedenler ve kararlarda etkili kişi ve organlar ve bunların dayandıkları gerekçeler nedeniyle, sermaye piyasasına açık ve kapalı işletmelerin temettü politikalarını ayrı ayrı incelemek yerinde olacaktır.

4. KÂR DAĞITIM KARARLARINDA OPTİMALLIK SORUNU

4.1 — Sermaye Piyasasına Kapalı İşletmelerde Karar Durumu

Kâr dağıtımında kârın elde edilmesiyle değil, sağlanan bir kârın dağıtılmasıyla ilgili bir eylem olduğundan, kâr dağıtım ilkelereyle kâr elde edilmesi ilkeleri her zaman aynı şeyler değildir. Sermaye piyasasına kapalı işletmelerde kâr dağıtım konusunda, işletme sahiplerinin hem işletme hem de kendi özel çıkarları hakkındaki düşünceleri etkili olur. Kişilerin öncelik sırasını belirleyen fonksiyon, kişiden kişiye değişiklik gösterdiğinden bu tür kuruluşların kâr dağıtım politikaları hakkında genel bir kuram ortaya koymak çok güçtür.

Yukarıda kısaca değinilen güçlüklerle rağmen şahıs işletmelerinde kâr dağıtım politikasına etki eden üç önemli etken göze çarpmaktadır:

41.1 — Karar Etkenleri

411.1 — İşletme Sahiplerinin Amaçları

Bir işletmenin belli bir dönemde elde etmiş olduğu kârın, ileri ki dönemlerde daha fazla arttırılabilmesi için bu işletmenin finansmanında kullanılan sermayenin yeterli bir düzeyde bulunması gerekir. Sermayenin yeterli olup olmaması da işletme sahiplerinin uzun vadeli amaçlarına bağlıdır (11). Otofinansman sermayesi, şahıs işletmelerinde ve aile anonim şirketlerinde ana fon kaynağını oluşturdu-

(10) Ansay, T: a.g.k., s. 13

(11) İşletmenin kısa ve uzun vadeli amaçları ve amaçlar arasındaki çatışmalar için bkz. Heinen, E: Das Zielsystem der Unternehmung, Wiesbaden 1966, s. 49

ğundan, kârın uzun vadede en üst düzeye çıkarılması veya sahiplerin refahının yükseltilmesi amacı güdüldüğünde ~~başvurabilecekleri~~ en önemli kaynak olmaktadır. Otofinsmana yönelik sadece genişleme halinde değil, aynı zamanda da bu gibi işletmelerde satışların gerilemesinin durdurulması, üretim ve pazarlama programlarında değişiklik yapılması veya ustalaştırmaya gidilmesi halinde de kuvvet kazanmaktadır.

411.2 — Finansal Fon Alternatifleri

Genel olarak her işletmede otofinansman sermayesi, diğer sermaye biçimleriyle rekabet halindedir. Ancak, bu rekabet bazen güçlü bazen de zayıf bir görünüm almaktadır. Özellikle sermaye piyasasının bulunmadığı veya iyi işlemediği ülkelerde işletmelerin büyük bir bölümü bu seçim olanağından yoksundurlar (12). Bu durum bütün işletmeler için geçerli olmakla beraber, sermaye piyasasına çıkışı olmayan işletmelerin fon seçme olanakları son derece sınırlıdır. Bu nedenle, biri işletmenin karşısında bulunduğu fon arzı, dağıtım politikasını etkileyen bir etken olarak ortaya çıkmaktadır.

411.3 — İşletme Dışı Kullanma Olanakları

Şahıs işletmelerinde sağlanan kârlar, bu işletme sahibinin veya sahiplerinin en büyük gelir kaynaklarından birisi oluşturmaktadır ve bu nedenle de geçimlerini sürdürmede geniş ölçüde katkıda bulunmaktadır. Bu kişilerin yaşamdan bekledikleri veya hayat standartları hakkındaki düşünceleri değiştiği takdirde, bu değişikliği finanse edebilmek için daha fazla gelire ihtiyaçları olacaktır. Bu nedenle de, elde edilen kârların daha büyük bir bölümü işletme sahiplerinin özel yaşamlarında kullanılacaktır. Ancak, kişilerin yaşamlarında meydana gelecek değişiklikler genel bir kurama tâbi değildir. Ayrıca kişilerin tercihleri zaman süreci içinde sürekli değişikliklere uğramaktadır.

(12) Gutenberg, E: Gewinnerwendungspolitik, Einfluss der Gewinnverwendung auf das Wachstum der Unternehmen, Zeitschrift für Betriebswirtschaft, 1963, s. 198

İşletmelerin Kâr Dağıtım Politikaları

Yukarıda değinilen saptama güçlükleri, işletme sahiplerinin işletmenin kendilerine sağladığı geliri özel yaşamlarında kullandıkları ve bu durumun kâr dağıtımını etkilediği gerçeğini görmemezlikten gelmemize yol açmamalıdır.

Serbest piyasa koşulları içinde çalışan işletmelerin girişimleri, büyük riskleri de beraberlerinde getirmektedir. Bu nedenle işletme sahiplerinin sağladıkları gelirin bir bölümü veya tamamını daha az risk oranı içeren kullanım alanlarına yönlentmeleri olağan sayılır. Bu bakımdan konut yapımı, pay senedi, tahvil veya arsa alımı için yapılacak harcamalar, işletmenin sağladığı gelirin yine işletme içinde kullanılması ile rekabet halindedir. .

Diğer taraftan sermaye piyasasına açık olmayan işletme sahiplerinin işletme varlıklarına bağlanan bu fonları tekrar likit hale dönüştürmeleri çok güçtür. Çünkü bu gibi işletmelerin kendilerinin veya paylarının alınıp satıldığı bir piyasa yoktur. Bu nedenle bu gibi işletmelerde, işletme sahiplerinin işletmeden sağladıkları gelirlerin bir bölümü kolayca paraya çevrilebilecek değerlere bağladıkları görülmektedir. İşletme sahiplerinin bu çabası, aslında işletmenin uzun vadeli amaçlarıyla çatışma halindedir.

İşletmede sağlanan gelirin dağıtılıp dağıtılmaması konusunda etkili olan başka bir faktör de, İşletme sahiplerinin bu gelirleri birbirleriyle uzaktan ve yakından risk ilişkisi bulunmayan alanlara kaydırmak suretiyle risk dağılımı sağlama yolundaki çabalarıdır. Bu yol genellikle büyük bir işletmelere açık olmakla beraber, son zamanlarda batı ülkelerinde küçük ve orta işletmelerin de bu yola gittikleri görülmektedir (13).

Ülkemizde de bu eğilimin, büyük orta işletmeler ve hatta küçük işletmeler arasında önem kazandığını izlemekteyiz. Ancak Türkiye'deki durum, bilinçli bir risk çeşitlendirme politikası sonucu olmaksızın çok, kârlı yatırım sahalarının dağılımından ileri gelmektedir.

Yukarıdaki açıklamalardan işletmede sağlanan kârın işletmede tutulmasının, işletme dışında kullanılma olanaklarıyla rekabet ha-

(13) Huppert, W: Internationale Industriekonzerne, Eine Studie zur Erklärung, Systematisierung und Quantifizierung ihres Auslandsgeschäfts, Berlin 1966, s. 19 ve d.

linde olduğu sonucunu çıkarmak mümkündür.

Bu kullanım alanları özetle aşağıdaki biçimde sıralamak olanaklıdır:

- İşletme sahiplerinin özel hayat standartlarını yükseltmek için yapacakları harcamalar,
- Likidite derecesi yüksek yatırımlara öncelik verilmesi,
- Değişik branşlara ve risk gruplarına mensup işletmelere yapılacak iştirakler,
- Daha az risk taşıyan yatırımlara yönelme,

41.2 — Tipik karar Alternatifleri

Kâr dağıtımı kararı alınırken işletmelerin içinde buldukları durumların hepsi için geçerli olabilecek genel bir kuram ortaya koymak olanaksızdır. Ancak bu durumlar içinden tipik olarak nitelendirilebilecek olanlarının bir değerlendirilmesini yapmak sorunun aydınlatılması yönünden fayda sağlayacaktır.. Biz bu çalışmada işletmeler için tipik olarak kabul edebileceğimiz dört karar durumundan hareket edeceğiz.

Birinci olarak büyüklüğü, kârlılığı ve finansal durumu sahiplerinin istek ve beklentilerine uygun olan bir işletmeden hareket edildiği takdirde, bu işletmede elde edilen kârın işletmede bırakılma zorunluluğu yoktur. Bu nedenle de, işletmenin kısa ve uzun vadeli amaçları ile kârın işletme dışındaki yatırımlarda kullanılması arasında bir çatışma söz konusu değildir. **İşletmenin kredi olanaklarının bulunduğu ve genişleme gereği bulunmadığı varsayıldığından, kârların dağıtılması ilk akla gelen yol olmaktadır.** Ancak sağlanan kârın dış kaynakların geri ödenmesinde kullanılması, ikinci alternatif olarak karşımıza çıkmaktadır. Burada ortaya çıkan sorun, bu alternatifin gerçekleşmesi halinde öz kaynak kârlılığının ne ölçüde etkileyeceği sorudur. Bu sorunun cevabını bize aşağıdaki ifade verecektir(14)..

(14) Gutenberg, E: Die Finanzen..., a.g.k., s. 235

İşletmelerin Kâr Dağıtım Politikaları

$$r_e = \frac{R}{E} = r_i + \frac{F}{E} (r_i - k)$$

Burada;

r_e : Öz kaynak sermayesi kârlılığını,

R : Net kârı,

E : Öz kaynak sermayesini,

r_i : Toplam sermaye kârlılığını,

F : Dış kaynak sermayesini,

k : Dış kaynak sermayesi faizini

göstermektedir.

Örneğin, (F) ve (E) 50 birim, r_i %20 ve k %16 olarak kabul edilirse, r_e %24 olmaktadır. Yıl sonunda biriken kârdan 20 birimi (F) i, 30 birime düşürmek üzere kullandığımızda $r_e = \%21.89$ a, 10 birime düşürdüğümüz taktirde de $r_e = 20.4$ e inecektir.

Yukarıdaki örnekte kârın dağıtılmaması, öz kaynak kârlılığını menfi yönde etkilemektedir. Bu durumda kârın dağıtılmaması işletme sahipleri açısından daha avantajlıdır. Bununla beraber işletme sahipleri dışında işletmenin toplam kârlılığına göre daha kârlı bir alanda kullanılabildikleri takdirde bu yola gideceklerdir.

Ancak bu koşulun gerçekleşmemesi halinde bile, işletmenin otofinansman yoluna gideceği kesinlikle söylenemez. Çünkü, burada niceliksel (kantitatif) olarak saptanamayan diğer faktörlerin etkileri ortaya çıkmaktadır. Bu etkenlerin girişimcinin düşüncelerinde kazandığı ağırlık, kâr dağıtım kararını büyük ölçüde etkilemektedir. Örneğin, kişinin hayat düzeyinin yükselmesi, risk dağıtım konusundaki kararlılığı veya kârını likit tutma arzusu gibi düşünceler girişimcinin tercihlerinde öncelik kazandığı takdirde, düşük dış kârlılık oranına rağmen otofinansmana gidilmesi sonucu doğabilir.

İkinci olarak uygun gelişme koşullarına sahip, kredi olanakları mevcut ve kâr eden bir işletmeden hareket edildiği takdirde, genişleme yatırımları için iki kaynaktan fon sağlanması düşünülebilir: **otofinansman ve kredi**. Her iki sermaye türünün de yeteri kadar kaynak sağladığı düşüncesinin geçerli olması halinde, işletme sahipleri kredi alma yoluna giderlerse, **borçlanmanın kârlılığı artırıcı etkisinden yararlanacaklardır. Buna karşın, iç faiz oranının dış faiz**

oranına göre yüksek olması haliinde bile işletme sahiplerinin otofinansman yoluna gidecekleri şüphelidir. Çünkü, kâr dağıtım kararına daha önce değinilen tercihler büyük ölçüde etkili olmaktadır. Başka bir deyişle, kâr kullanım biçimlerinden hangisinin işletme işletme sahiplerine en büyük faydayı sağladığı noktası açıklık kazanmamıştır.

Üçüncü olarak, örnek olarak alınan işletmenin gelişme döneminde olduğu ve buna karşın bütün sermaye sağlama olanaklarının yitirildiği varsayılırsa, otofinansman tek fon kaynağı olarak karşımıza çıkmaktadır. İşletme sahipleri bu duruma rağmen otofinansmana gitmedikleri taktirde, işletme amacını gerçekleştiremeyeceklerdir. Bu durumda alınacak karar, aynı zamanda da işletme politikasına ilişkin bir karardır.

İşletmenin ilerideki kredi olanaklarını gözönünde bulundurmak suretiyle konuya açıklık kazandırılabilir. Bilindiği gibi uzun vadede hiçbir işletme kredi kullanmaksızın yaşamını sürdüremez. Ancak kredi kullanma olanakları, işletmeden işletmeye farklılık göstermektedir. Bu farklılığın nedeni, gelir potansiyeli yanında, öz kaynak sermayesi miktarındaki farklılıktır. Öz kaynaklardaki artışa paralel olarak kredi sağlama olanakları da genişler. Kredilerin artması, dış kaynak sermayesinin kârlılığı arttırıcı etkisi nedeniyle öz kaynak kârlılığını yükseltecek ve dolayısıyla ileriki dönemde daha büyük otofinansman olanakları doğacaktır. «Spiral etkisi» olarak adlandırılan bu etkinin sağlanabilmesi, işletme sahiplerinin kârı işletmede bırakmalarıyla gerçekleştirilebilir. Bununla beraber, işletme sahiplerinin otofinansman yoluyla işletme dışı kullanılmış biçimlerine mi yoksa, diğer işletme dışı kullanım biçimlerine mi öncelik tanıyacakları sorusuna yalnızca işletmecilik biliminin araçları ile cevap vermek olanaksızdır.

Dördüncü bir yaklaşımda kâr elde etmekle beraber, son zamanlarda satışları gerileyen bir işletme örnek olarak alındığında, durada karşılaşılan durumun daha önce incelenen durumlardan daha farklı olduğunu görüyoruz. Kredi ve diğer fon sağlama olanaklarının bulunmaması halinde, işletmenin tekrar rekabet edebilecek bir duruma gelebilmesi için gerekli yatırımların finansmanında yalnızca oto-

finansman sermayesinden yararlanılabilir. Çünkü varlığını sürdürme çabasında olan işletme sahiplerinin iç kârlılığın dış kârlılığa oranla daha düşük olması durumunda bile, sağlanan kârı dağıtmayıp gerekli yatırımlarda kullanacakları bir gerçektir. Yukarıda açıklanan biçimde hareket eden işletme sahiplerinin bu kullanım biçiminden sağladıkları faydanın işletme dışı kullanma olanaklarının sağlayacağı faydadan daha büyük olduğu söylenebilir.

14.3 — Genel Kuram ve Gerçerliliği

Aralarında büyük farklılıklar olmakla birlikte yukarıda ele alınan dört karar durumunun, kâr dağıtım politikasında genel kuramın geçerli olmadığı hususudur. **Çünkü genel kurama göre İşletme sahipleri, iç kârlılık oranının dış kârlılık oranına göre daha düşük olması halinde kârın dağıtılmasına, aksi durumda ise otofinansmana yönelmelidirler.** Oysa ki, yukarıda ele alınan karar durumlarında iç kârlılığın dış kârlılığa göre yüksek olduğu zaman bile, işletme sahiplerinin işletme dışı kâr kullanım alanlarına yönelebileceklerini görmüştük. Bunun tersini de saptamak mümkündür. Ele alınan karar durumlarının ayrıcalıklı olduğunu söylemek de çok güçtür.

Diğer taraftan kâr dağıtım politikası için genel kuramın geçerli olmadığını uygulamadaki örneklerle kanıtlamak mümkündür. **Çünkü genel kuram geçerli olsaydı, büyük, hatta monopolist kârlarla çalışan işletme sahiplerinin aynı zamanda bu işletme dışında arsa, bina, pay senedi ve tahvil ve lüks tüketim mallarının sahibi olmalarını açıklamak olanaksızlaşır.** Bu nedenle uygulamada ne biçimde karar alınacağı, karar alma durumunda bulunanların alternatif kullanım biçimlerine verdikleri öncelik derecesine göre değişmektedir. Bu durum, en belirgin bir biçimde, işletmenin içinde çalışan sermayenin sağladığı kârlılığın, işletme dışı alternatif kârlılığa göre çok daha düşük olmasına rağmen işletme varlıklarının bir bölümü de işletme sermayesine katmaları halinde ortaya çıkmaktadır (15).

Yukarıda incelenen karar durumlarını da gözönünde bulundurarak özet olarak denilebilir ki, şahıs işletmelerinin ve sermaye piyasasına kapalı şirketlerin kâr dağıtım politikasına önemli ölçüde

belirsizlik egemendir. Bu belirsizliği açıklayabilmek için bu tür işletmelerde, işletme sahiplerinin özel ve iş hayatlarının birbirlerinden ayrılmasındaki olanaksızlığı gözönünde bulundurmak gerekir. Söz konusu işletmelerde buradan sağlanan gelirler sahiplerinin ana geçim kaynağını oluşturmakla beraber, dağıtılsın veya dağıtılmasın varlık fonu olarak adlandırabileceğimiz bir fonda toplanmaktadır. İşletme sahiplerinin gelirlerini ne biçimde kullandıkları sorusuna ise onların fayda fonksiyonları cevap verebilir. Gelirin alternatif kullanım biçimleri arasında mevcut fayda ilişkileri ve öncelik sıraları, işletmecilik biliminin araçları ile kantitatif olarak saptanamaz. Bu sorunların açıklanmasında fayda maksimizasyonu prensibi geçerlilik kazanmaktadır.

Sermaye piyasasına kapalı işletmelerin kâr dağılım sorunlarında üç karar alanının iç içe geçmiş durumda bulunduğu göze çarpmaktadır (16)

Birinci olarak yıl içinde sağlanan gelirin dağıtım oranının saptanması söz konusudur. Dağıtım kararını alma durumunda bulunan kişiler işletmenin yatırım ihtiyaçlarını, bu ihtiyacı giderecek fon kaynakları ve bu kaynakların kullanılma olanaklarını bilmektedirler. Bu seçenek ve koşullar içersinde karar verme durumunda olan kişilerin alternatifler karşısındaki subjektif tercihleri kârın dağılıp dağıtılmaması konusunda etkili olmaktadır.

Otofinansman yoluyla sağlanan fonların kullanıldıkları yatırımlarla ilgili sorunlar, ikinci alanı oluşturmaktadır. Burada önemli olan, yatırım politikasının bütün tekniklerinden ve araçlarından yararlanılarak yatırımların öncelik sırası hakkında bir karar almaktır. Ancak bu noktada kâr dağıtım politikası yatırım politikasına dönüşmektedir.

Kâr dağıtım sorununda üçüncü alan, finansman alanıdır. Çünkü otofinansman çeşitli fon seçeneklerinden yalnızca birisini oluşturmaktadır.

Burada da kâr dağıtım politikasının optimal finansman programı ile ilişkisi ortaya çıkmaktadır. Burada geçerli olan kantitatif kriterlerdir.

(16) a.g.k., s. 241

Sermaye piyasalarına kapalı işletmelerin kâr dağıtım sorunlarının optimal bir çözüme ulaştırılabilmesi için yukarıda bahsi geçen kâr dağıtım, yatırım ve finansman sorunlarının simultane olarak ele alınması gerekmektedir. Ancak bu çözüm, sorunun içerdiği kantitatif duruma getirilemeyen unsurlar nedeniyle işletmecilik biliminin ulaştığı bugünkü aşamada olanaksız görünmektedir. Ayrıca uygulamada geçerli davranış biçimlerine yönelen geniş araştırmalara girişilmeksizin ve bu araştırmalar sonucunda bulunan bulgular inanılır bir biçimde kanıtlanmaksızın söz konusu işletmelerin kâr dağıtım politikalarının ana hatlarının bile saptanması çok güç olacaktır. Bununla beraber sorunun içerdiği belirsizliklere rağmen otofinansmanın gelişme durumunda olan işletmeler için gelişmenin vazgeçilmez bir koşulu olduğu münakaşa götürmez bir gerçek olarak ortaya çıkmaktadır.

4.2 — Sermaye Piyasasına Açık İşletmelerde Karar Durumu

4.2.1 — Sermaye Piyasasına Açık İşletmelerin Özellikleri

Emisyon gücü olan anonim şirketler dışında kalan işletmelerde, yukarıda da açıklandığı gibi, işletme sahipleri, işletmelerinin yarattığı fonları aynı zamanda arz ve talep etmektedirler. Buna karşın emisyon gücü olan işletmelerde arz ve talep arasındaki bu doğal bağlantının kaybolduğunu görmekteyiz. **Bu tür işletmelerde işletme sahiplerinin kişisel tercih ve arzularının dağıtım politikasına etkisi son derece sınırlıdır.** Burada sermaye ve yönetim büyük ölçüde birbirlerinden ayrıldıklarından, kâr dağıtımında yönetim organları söz sahibidirler (17). Şahıs işletmeleri ile emisyon gücü olan işletmeler arasındaki fark da buradan doğmaktadır.

Halka kapalı ve büyük pay sahiplerinin egemen olduğu anonim şirketler hariç tutulmak üzere, emisyon gücü olan işletmelerin kâr dağıtım politikası yönünden birbirlerine yakın yanları da vardır. Ör-

(17) Kağan, H: Otofinsanman, Tek Bir Firma Yönünden Otofinsanman Sebep ve Şekilleri Hakkında Bir Deneme, İstanbul 1962, s. 101

neğin, her iki işletme türünde işletme amaçları ve finansman alternatifleri birer etken olarak ortaya çıkmaktadır. Ancak finansman alternatifleri yönünden emisyon gücü olan işletmelerin, pay senedi ve ya tahvil çıkarma yoluyla daha fazla fon bulma olanakları vardır.

Genel olarak pay senedi sahipleri, dağıtılabilir kâr paylarının sağlayacağı ek gelirin işletme içi kârlılığının, işletme dışı alternatif kârlılığa göre daha yüksek olacağına inanmaları halinde, bu kârları, işletmede bırakmaya razı olacaktırlar (18). Bununla beraber pay senedi sahiplerinin risk sıralamaları, özel eğilimleri ve vergi dilimleri farklı olduğundan bütün pay sahipleri için geçerli bir dağıtım oranının saptanması oldukça güçtür. Bu nedenle burada sorun, pay senedi sahiplerinin bu farklı durumun sermaye piyasasında ortak bir noktaya getirilmesi ve bu suretle işletmenin uygulayabileceği genel bir kâr dağıtım politikasının ilkelerinin saptanması noktasında toplanmaktadır.

42.2 — Kâr Dağıtım Politikası ve Sermaye Masrafları

Pay senedi ihracı yoluyla sermaye sağlanmasına çaba harcayan işletmelerin, bu senetleri alacak olan kişilerin bu işletme hakkındaki düşüncelerini gözönünde bulundurmaları gerekir. Farklı bilgi, tercih ve risk yüklenme duygusuna dayanan bu düşünceler, sermaye piyasası mekanizması yardımıyla borsa kurunda bir dengeye gelmektedir. Ancak burada, borsa kurunun ne dereceye kadar firma değeri hakkında bir fikir verme olanağı yarattığı sorunu ortaya çıkmaktadır. Çünkü, borsa kurunun oluşumuna, kâr dağıtımını yanında makro ve mikro ekonomik, politik faktörler, kişisel düşünce ve görüşler, psikolojik etkenler etki etmektedir. Bununla beraber kısa vadede etkili olan bu etkenleri bir yana bırakacak olursak, uzun vadede objektif faktörlerin pay senedi değerlemesinde ağırlık kazandığını görmekteyiz. Bu objektif faktörleri, pay senedi sahiplerinin işletmenin rantabilitesi, finansal dengesi ve gelişme olanakları hakkındaki düşünceleriyle, kendi risk sıralamaları olarak saymak mümkündür (19).

Özellikle sermaye piyasasının analizi yöntemlerinin ve haber-

(18) Bayar, D: Finansal Plânlamanın İşletmelerde Karar Almadaki Rolü, Akademi Dergisi, C: I, Sayı: 1 (1972), s. 119

(19) Gutenberg, E: Die Finanzen, a.g.k., s. 244-245

leşmenin geliştiği ülkelerde, pay senedi sahipleri, bu senetlerin getirdiği efektif faizin, aynı risk sınıfına giren alternatiif bir katırımın faizinden yüksek olması halinde yeni hisse senedi alacaklardır. Pay senedi sahiplerinin alış verişlerinde ölçü olarak kullandıkları bu faiz haddi, asgarî faiz veya kalkütatif faiz haddi olarak adlandırılır (20). Bu faiz oranı uzun vadede beklenen pay gelirinin, piyasa carî fiyatına bölünmesi ile bulunur: (21).

$$k_e = \frac{E_A}{P_0}$$

Buradaki semboller aşağıdaki anlamları taşımaktadır :

- k_e : Asgari verim
 E_A : Yatırımdan beklenen sürekli gelir
 P_0 : Pay senedinin piyasa değeri

Yukarıdaki formülde k_e olarak belirtilen asgarî faiz oranı, işletme yönetimi açısından öz kaynak sermayesi maliyetini oluşturur. Pay senedi ihraç etme yoluyla ek finansal fonlar sağlamak ve sermaye maliyetini en alt düzeye indirmek isteyen işletmeler, finansman kararlarında bu hususa dikkat etmek zorundadırlar. Sermaye masraflarının, muhtemel pay senedi sahiplerinin düşüncelerine bağlı olduğu varsayımından hareket edilirse, kârın dağıtılıp dağıtılmamasının sermayedarların alım satım kararlarını ve dolayısıyla piyasa fiyatını ne biçimde etkiledikleri sorusu ortaya çıkmaktadır. Şayet, sermaye sahipleri için kârın dağıtılıp dağıtılmaması bir önem taşımıyorsa, bu takdirde sermaye masrafları, temettü politikası ve pay senedi piyasa fiyatı arasında bir ilişki olmadığı söylenebilir. Bu durumda optimal olarak kabul edilebilecek bir temettü politikası da söz konusu değildir. Karşıt durumda ise, böyle bir ilişki vardır ve işletme yönetimi optimal bir ofofinansman - temettü politikası izlemek zorundadır.

422.1 — Kazanç Yaklaşımı

Belli bir hesap dönemi içinde sağlanan kârın temettü ve ofofinansman arasındaki dağılımının piyasa değerine etkisini araştırabil-

(20) Solomon, E: İşletme Finansman Teorisi, (Çev.: Turgut Var), Ankara 1971, s. 30

(21) a.g.k., s. 39

mek için, piyasa değerine etki eden bütün faktörlerin elimine edilmiş olması gerekir. Bu nedenle, araştırma için kurulacak modelde önemli bazı varsayımlardan hareket etmek zorunlu bir ihale gelmektedir. Örneğin, kâr dağıtım politikasına pay geliri açısından yaklaşan görüş, mükemmel bir sermaye piyasasından hareket etmektedir. Piyasanın mükemmelliği koşulu, tam haberleşme ve yatırımcıların ussal davranış biçimlerini de içermektedir (22). Bundan başka model, aynı risk sınıfına ait işletmeler için belirlilik koşulları altında geçerlidir.

Yukarıdaki varsayımlar altında otofinsansmana gidildiği takdirde, pay senedi sahipleri sağlanan toplam gelirin başlangıçta ancak bir bölümünü elde edeceklerdir. Paydaşların, kârın bir bölümünden vazgeçmeleri, işletmenin sermaye fonlarında bir büyümeye yol açacaktır. Modelde belirlilik koşulu olduğundan işletmede tutulan her kâr payı, pay senedi değerinde aynı oranda bir artışa yol açacaktır. İlke olarak, işletme kârını dağıtmadığı ve yatırımların finansmanında kullandığı oranda, işletmenin sermaye fonu genişlemektedir.

Sermaye piyasasında mükemmellik koşulu olduğundan, pay senedi sahipleri bu değer artışını her an paraya dönüştürebilirler. Bu nedenle pay senedi sahipleri açısından kârın temettü veya değer artışı biçiminde ellerine geçmesi arasında bir fark yoktur. Kârın gerçekleşme biçimine karşı pay senedi sahiplerinin gösterdikleri bu kayıtsızlık nedeniyle, kârın dağıtılıp dağıtılmaması hisse senedinin piyasa değerini etkilemeyecektir. Aynı şekilde sermaye masrafları da dağıtım biçiminden bağımsız olacaktır.

Modelin özel koşulları altında herhangi bir anonim şirket pay senedinin piyasa değeri, devre sonlarında ödenen temettülerin peşin değerleri ile pay senedinin devre sonunda beklenen iskonto edilmiş piyasa değerine eşittir (23).

$$P_t = \frac{1}{(1+k_e)} (D_t + P_{t+1})$$

-
- (22) Miller, M.H. - Modigliani, F: Dividend Policy, Growth and Valuation of Shares, Journal of Business Vol. 34 (1961). s. 411, Kaynak: Gutenberg, E: A.g.k., s. 247
(23) Tekok, O: Yatırım ve Finansman Kararlarının Finans Fonksiyonu İçindeki Gelişimi, Ankara 1973, s. 99

İşletmelerin Kâr Dağıtım Politikaları

Burada

P_t : Pay senedinin piyasa değerini,

k_e : İskonto oranını (piyasa faiz oranı),

D_t : t zaman periyodunun sonunda pay senedi başına ödenecek temettü miktarını,

P_{t+1} : $t+1$ zaman periyodunda pay senedinin cari fiyatını göstermektedir.

Firmanın cari değeri (V) ise, $t = 0$ zamanında mevcut pay senedi sayısı (N_0) in P_t ile çarpımı sonucunda ortaya çıkmaktadır.

$$V_t = P_t \cdot N_0$$

Sorusuna uzun vadede bakıldığı takdirde bir hisse senedinin bugünkü değeri, pay senedi sahiplerinin ilerideki temettü ve pay senetlerindeki değer artışından doğan gelirlerini iskonto ettikleri faiz oranıyla belirlenmektedir. Kâr veya gelir tezinin savunucuları, belirtildiği gibi pay senedi değeri için temettülerin değil kârların esas olduğunu kabul ettiklerinden, uzun vadede pay senetlerinin piyasa değeri, işletmenin aynı vadede sağladığı gelirlerin iskonto edilmiş halidir. Bununla beraber, otofinansman yoluyla yaratılan fonlardan sağlanan gelirlerin, pay senedi sahipleri tarafından beklenen asgarî faiz oranına eşit olması gerekir. Söylenenleri Walter formülü (24) aracılığıyla sayısal olarak kanıtlamak mümkündür:

$$V_c = \frac{D + \frac{R_a}{R_c} (E - D)}{R_c}$$

Bu formülde:

V_c : Pay senedi piyasa fiyatını

D : Hisse başına temettü

R_c : Piyasa faiz oranı

R_a : İş kârlılık oranı

E : Hisse başına toplam gelir olmaktadır.

(24) Walter, J: Dividend policies and Common Stock Prices, Journal of Finance, Mart 1936, O'Donnell, a.g.k., s: 124 den.

Örneğin, $R_a = R_c = \%20$ kabul ettiğimiz takdirde $E = 200$, $D = 100$ olursa,

$$V_e = \frac{100 - \frac{0.20}{0.20} \cdot (200 - 100)}{0.20} = \frac{100 - 100}{0.20} = \frac{200}{0.20} = 1000$$

sonucuna varılacaktır.

Örneği, $D = 50$ olacak biçimde değiştirdiğimiz takdirde;

$$V_e = \frac{50 - \frac{0.20}{0.20} \cdot (150)}{0.20} = 1000$$

olacaktır.

Diğer taraftan sağlanan kârın dağıtılıp dağıtılmaması, ancak kârların dağıtılması nedeniyle doğan likidite ve yatırım açığının sermaye piyasasından sağlanacak fonlarla her an kapatılma olanağının bulunması halinde pay senedi değerine etki etmez.

Özet olarak denebilir ki, sermaye piyasasında iç ve dış kârlılık için bir tek faizi oranının geçerli olması halinde, kârın dağıtılıp dağıtılmaması pay senedi değerine etki etmez. Bunun sonucu olarak da bu koşullar altında optimal bir temettü veya otofinansman derecesi söz konusu değildir.

422.2 — Temettü Yaklaşımı

Kazanç veya kâr tezi olarak adlandırılan yukarıdaki tezin koşullarından birisini oluşturan sermaye piyasalarının mükemmelliği varsayımından vazgeçtiğimiz takdirde, elde ettiği kârın büyük bir bölümünü dağıtan bir işletme, plânlanan yatırımların gerçekleştirilmesinde ihtiyacı olan ek fonlar bulmada güçlük çekecektir.

Bundan başka pay senetlerinde beklenen gelir artışının herhangi bir nedenle gerçekleşmesi şüpheli bir hale gelirse, bu durum pay senedi sahiplerinin pay senetlerine karşı tutumlarını etkileyecektir.

Sermaye piyasasının mükemmelliği koşulunun olmadığı hallerde, pay senedi sahipleri peşin temettü ödemelerini ileride pay senetlerini satış yoluyla gerçekleştirebilecekleri değer artışına tercih edeceklerdir (25).

Bu nedenle de pay sahipleri, kârın dağıtılmaması halinde ileride pay senetlerinde meydana gelecek değer artışına, temettülere göre daha büyük bir iskonto oranı uygulayacaklardır. Ayrıca bu iskonto oranı kârın doğuşundan, pay senedi sahiplerinin eline geçinceye kadarki sürede gitgide yükselecektir. Çünkü zaman uzadıkça temettü ile ilgili belirsizlik de artmaktadır ve dağıtılan kârların oranı sabit kaldığı sürece, iskonto oranı da zamana paralel olarak artan riskin bir fonksiyonudur (26)

Ayrıca bu iskonto oranının, işletmede yatırılan sermayenin kârlılığının üzerinde olduğu düşünülürse, pay senedi piyasa fiyatları temettü ödemelerin gecikmesi oranında, veya artan otofinansman oranında düşecektir. Buna karşın işletme kârlılığı iskonto oranının üzerinde olursa, kârın dağıtılmaması pay senetlerinin değerini arttırıcı bir etki yapacaktır.

Bu durumu Walter formülüne uygulamak suretiyle aşağıdaki sonuçlara varabiliriz.

a — İşletme Kârlılığının İskonto Oranından Büyük Olması Hali:

Örnek : 1

R_c : % 20

R_a : %25

E : 200

D : 50

$$V_c = \frac{50 \pm \frac{0,25}{0,20} (200 - 50)}{0,20} = 1187,5$$

(25) Gordon, M: The Savings, Investment and Valuation of a Corporation, Review of Economics and Statistics, Şubat 1965, s. 37-51

(26) Gutenberg, E: A.g.k., s. 250-251

Örnek: 2

$$\begin{array}{l}
 R_c : \%20 \\
 R_a : \%25 \\
 E : 200 \\
 D : 100
 \end{array}
 \quad
 V_c = \frac{100 \pm \frac{0,25}{0,20} (200-100)}{0,20} = 1126$$

b — İskonto oranının iç kârlılıktan büyük olması hali :
 $(R_c - R_a)$
 $(R_c > R_a)$

$$\begin{array}{l}
 R_c : \%25 \\
 R_a : \%20 \\
 E : 200 \\
 D : 50
 \end{array}
 \quad
 V_c = \frac{50 \pm \frac{0,20}{0,25} (200-50)}{0,25} = 680$$

Örnek: 4

$$\begin{array}{l}
 R_c : \%25 \\
 R_a : 20 \\
 E : 200 \\
 D : 100
 \end{array}
 \quad
 V_c = \frac{100 \pm \frac{0,20}{0,25} (200-100)}{0,25} = 720$$

Yukarıda değinilen hususların haricinde işletme, dağıtılan kârları sermaye piyasasından tekrar sağlama olanağına sahip değilse, bu takdirde dağıtılmayan kârların oransal artışı, yatırım hacminin büyümesi için müsait bir ortam yaratabilir.

Artan otofinansman fonlarına paralel olarak iskonto oranının büyümesi, pay senedi sahiplerinin asgarî faiz taleplerinin veya başka bir deyişle sermaye masraflarının arttığına işarettir. Bu koşullar altında otofinansman derecesinin 0'a yaklaştığı noktada sermaye masrafları en düşük düzeye erişirler. 0 ve 1 noktaları arasında ise sermaye masrafları sürekli bir artış göstereceklerdir. Bu arada sermaye masrafları yönünden optimal bir finansman derecesi söz konusu değildir ve elde edilen kârın tümünün dağıtılması gerekmektedir (27).

Ancak pay senedi sahiplerinin herhangi bir kâr dağıtım biçimine tanıdıkları öncelik sadece yukarıda anlatılan risk anlayışına bağlı değildir. Aynı zamanda da mükelleflerin vergi yükleri burada etkili ola-

(27) Gutenberg, E: Die Finanzen, a.g.k., s. 252

bilir. Örneğin, pay senedi satışı yoluyla gerçekleştirilen değer artışının vergi yükü, temettülere göre daha fazla ise, bu takdirde pay senedi sahiplerinin temettü dağıtılması yolundaki istemleri daha da ağırlık kazanacaktır. Buna karşın dağıtılan kârlarla dağıtılmayanlar arasında kurumlar ve gelir vergisi yönünden birinciler aleyhine bir vergilendirme söz konusu oluyorsa, bu takdirde kârların işletmede tutulması yönünden kuvvetli bir eğilim belirecektir. Bu durum özellikle büyük pay senedi sahipleri için geçerlidir (28). Bu gruba giren pay senedi sahiplerinin elde edilen kârların ileride değer artışı yoluyla gerçekleşmesinin içerdiği riske, daha az önem verdikleri söylenebilir (29).

Vergi etkilerinin yanında, riski azaltan başka bir etken de işletmenin, uzun vadede alternatif paydaş yatırımlarına göre daha yüksek kârlılık sağlamasıdır. İşletme yönetimi dağıtılmayan kârlara, ileride hissedarların başka yatırımlardan sağlayabileceğinden daha yüksek bir kârlılık vadetmek ve bunu gerçekleştirmek durumunda ise, paydaşların dirençleriyle karşılaşmaksızın otofinansmana gidebilir. Burada işletmenin kârlılığı ile işletme dışında sağlanabilecek kârlılık arasındaki fark, kriter olmaktadır.

Yukarıda söylenenleri özetleyecek olursak, temettü teorisyenlerine göre, pay senedi sahiplerinin almayı arzuladıkları efektif kârlılık sadece onların risk sıralamalarına göre değil aynı zamanda da vergi dilimlerine ve özel yatırım olanaklarına göre değişmektedir.

422.3 — Kazanç ve Temettü Yaklaşımları Arasındaki Bağlantı

Yukarıda etraflıca incelendiği gibi, paydaşların işletmenin sağladığı kâra mı yoksa bunun temettü olarak dağıtılan bölümüne mi ağırlık verdikleri konusu uzun bir süreden beri tartışılmaktadır. Pay senedi değeri, kâr ve temettü ödemeleri arasındaki ilişkileri ortaya koymak için yapılan istatistik araştırmalar, piyasa değerleri ile temettü ödemeleri arasındaki ilişkilerin, piyasa değeri ile kazanç veya kâr arasındaki ilişkidenden daha kuvvetli olduğunu göstermektedir (30). Ayrıca

(28) Erimez, R: Şirketlerde Kâr Dağıtımı ve Yedek Akçeler, İstanbul 1972, s. 133

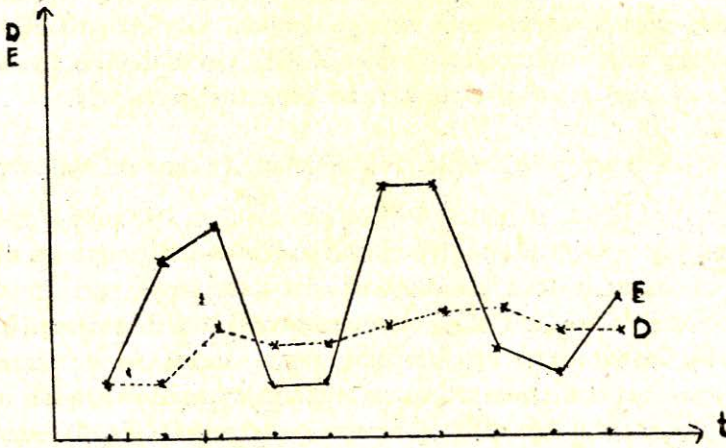
(29) Jaaskelainen, V: Growth of Earnings and Divident Distrubation Policy in Swedish Journal of Economics, Vol. 69 (1967) s. 184

(30) Solomon, E: a.g.k., s. 132

araştırma için kullanılan istatistik verilerden kısa vadeli spekülâtif etkileri uzaklaştırdığımız takdirde, bu bağlantının daha da belirgin bir biçimde ortaya çıkması beklenebilir. **Temettü tezini önerenlerin mantıksal düşünceleri yanında dayandıkları noktalardan birisini de bu bulgular oluşturmaktadır.**

Bununla beraber pay senetlerinin piyasa değeri ile temettü ödemeleri arasındaki korelasyon, kazanç veya kârın piyasa değerine etkisi olmadığını kanıtlayacak kadar kuvvetli değildir. Çünkü, işletmelerin sağlamış oldukları kârın miktarı ile temettü ödemeleri arasında zaman zaman çok kuvvetli bir bağlantı söz konusudur. Genel olarak işletmenin temettü ödemelerinde hareket noktasını kâr potansiyeli teşkil etmektedir. Bu potansiyelde uzun vadede meydana gelen değişmeler, temettü ödemelerini de etkisi altına alacaktır. Bunun haricinde kısa vadede, elde edilen kârlarla ödenen temettüleri arasında bir paralellik olmayabilir. Kârlarda görülen büyük iniş çıkışlara karşın temettü ödemelerinde belirli bir istikrar göze çarpmaktadır (31). Kâ-

Sekil: 1



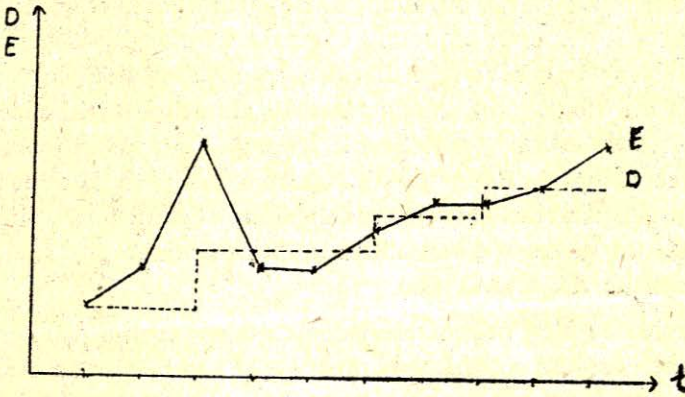
(31) Gutenberg, E: Die Finanzen, a.g.k., s. 253

İşletmelerin Kâr Dağıtım Politikaları

rın saptanmasında tesadüfler ve değerlendirme kriterlerinden arındırılmış olduklarından temettü ödemeleri eğrisi, uygulamada daha düzgün olarak gelişmektedir.

Temettü ödemeleri eğrisinin, kâr eğrisinden büyük farklılıklar göstermesi özellikle istikrarlı bir temettü politikası uygulayan anonim şirketlerde görülmektedir. İşletmeler uzun vadede değişen temettü oranları saptadıklarından, temettü ödemeleri, yıllık kârdan daha bağımsız bir hale gelmektedir.

Sekil: 2



Bugün için birçok anonim şirket temettü oranlarını istikrarlı tutmak suretiyle, temettü ödemelerinin tahmininde pay senedi sahipleri yönünden çıkabilecek güçlükleri azaltma yoluna gitmektedirler (32).

Ancak, işletmenin uzun vadede kârlarında negatif veya pozitif değişimler meydana geldiğinde, temettü dağıtımını da bu gelişimi izlemek zorunda kalacaktır. Çünkü uzun vadede kârların azalmaya başlaması ve bu durumun geçici olmadığının saptanması sonucunda, işletme, her şeye rağmen, temettü ödemelerinde aynı düzeyde kalmaz. Böyle bir durumda, önünde iki alternatif bulunmaktadır. İşletme ya temettü politikasını kâr potansiyeline uyduracak ve her dönem dağı-

(32) Büschgen, H: Die Beurteilung der Aktien nach Dividenden und Gewinnen in Wirtschaftsprüfung, s. 13, (1965), s. 763

tilacak temettü miktarını yeniden saptayacak, ya da temettü ödemelerini daha düşük bir düzeyde istikrarlı olarak sürdürecektir.

Bu nedenle Modigliani - Miller'in pay senedi değerine etki eden ana etkenin işletmenin kâr ve gelişme olanaklarını kapsadığı biçimdeki görüşleri haklılık kazanmaktadır. Çünkü işletme yönetimi, diğer koşullar aynı kaldığı takdirde, temettü ödemelerini, ileride daha yüksek kâr ve uygun gelişme olanakları görmesi halinde yükselteceğinden, temettü ödemeleri işletmenin uzun vadedeki kâr potansiyeli ve gelişme olanakları hakkında bilgi verirler (33). Bu bilgi işletme yöneticilerinin işletmenin ilerideki gelişimi hakkındaki düşünceleri ile ilgilidir. Ancak yazarların buradan, kâr dağıtımının pay sened değerine hiç bir etkisi olmadığı sonucuna varmaları, ikna edici değildir. Çünkü işletme yönetiminin ileriye dönük uygun tahminleriyle, pay senedi sahiplerinin ileride daha fazla temettü alma ümitleri birleştiği anda, onlar ellerindeki pay senetlerini tutmayı veya daha fazla almayı kararlaştıracaklardır. Buna karşın, işletme sahipleri işletmenin otofinansman politikasının ağırlık kazanacağını düşünürlerse, ellerindeki pay senetlerini satmaya çalışacaklardır. Bu durumda pay senetlerinin piyasa değeride düşecektir (34)

Yukarıda sayılan nedenlerle temettü ödemelerine pay senedi değerlemesinde özel bir ağırlık verilmesi gerçi kendiliğinden ortaya çıkmaktadır. Ancak bu pay senedini yatırım yapmak isteyen kişilerin ve özellikle kurumların ve büyük paydaşların yalnızca temettü ödemelerine itibar ettikleri görüşüne yol açmamalıdır. Geniş yatırım çevrelerinde bugün yapılacak bir otofinansmanın, işletmenin gelir yönünü büyük ölçüde etkilediği bilincine varıldıkça, işletmenin otofinansman politikasına gösterilen anlayış daha da artacaktır.

Sonuç olarak yatırımcıların pay senedi alım ve satım kararlarına etki eden ve pay sahiplerinin piyasa değerini belirleyen unsur yalnızca işletmenin kazanç veya yalnızca temettü değildir. Pay senetlerinin piyasa değeri hem işletmenin toplam kârının, hem de bu kârın otofinansman ve temettü arasındaki bölümünün bir fonksiyonudur (35).

(33) Miller, M. - Modigliani, F: The Cost Capital, Corperation Finance and the Theory of Investment, American Economie Review, XLIX, s. 667

(34) Gutenberg, E: a.g.k., s. 254

(35) Solomon, E: a.g.k., s. 132

42.3 — Optimal Finansman ve Temettü Derecesi

İşletmenin toplam kazancı, temettü oranı, pay senetlerinin piyasa değeri ve sermaye masrafları arasındaki ilişkiler üzerindeki şimdiye kadarki açıklamalardan da çıkarılabileceği gibi, pay senedi değeri için toplam işletme kârı esas kabul edildiği takdirde, optimal ofinansman derecesi veya temettü politikası diye bir şey söz konusu olmamaktadır. Buna karşın dağıtılan kârın işletmede tutulana göre daha yüksek değerlendirilmesi halinde pay senedi değeri, artan ofinansman oranına paralel bir düşüş göstermekte ve burada pay senedi değer, ofinansman derecesinin 0'a yaklaştığı noktada en alt düzeye erişmektedir. Ancak bu durumun gerçekleşebilmesi içiniki koşulun varlığı gerekmektedir. Birincisi işletme içi kârlılıkla, pay senedi sahipleri tarafından istenen asgarî faiz oranının eşit olması, ikincisi ise, işletmenin yatırım hacminin kârın bölünümünden etkilenmemesi.

Yukarıda belirtilen kuramsal yaklaşımların geçerliliğini yine kuramsal olarak saptayabilmek için, pay senedi sahiplerinin işletmenin belli bir kâr dağıtım politikası karşısındaki tutum olanaklarını incelemek gerekir. Biz bu çalışmamızda iki kutupsal durumdan hareket ederek bir çözüme ulaşmayı deneyeceğiz.

; **Birinci durumda, işletmenin sağladığı kazancın tamamının dağıtıldığı varsayılmıştır.** Sermaye masraflarının gelişimi yatırımcı kişi ve kurumların kârın bölünümü konusundaki düşüncelerine göre değişeceğinden, burada **iki olasılık doğmaktadır.** Yatırımcılar değerlendirmelerinde ya sadece -örneğimizde sağlanan kârâ eşit olan - temettü miktarını gözönünde bulunduracaklar, ya da kararların bu durumun işletmenin uzun vadedeki gelişimi için yaratacağı etkileri de hesaplamalarına katacaklardır. Birinci durumda, **pay senedi değeri, yalnızca temettü miktarının bir fonksiyonu olmakta, ikinci durumda ise daha başka görüş ve düşünceler pay senedi değerinin oluşumuna etkili olmaktadır.**

Örnek olarak alınan işletmenin yönetimi, ileride doğabilecek **bir zararın karşılanması için bir yedek akçe ayırmamıştır.** Ayrıca işletme kısa vadede geri istenebilecek **borçlarını ofinansman yoluyla ikame etme yoluna gitmemiş** ve bundan başka ileride pay senedi ihracı yoluyla **öz kaynak sermayesi sağlanması ve uzun vadeli kredi alma ola-**

nakları kısıtlanmıştır (36). Çünkü her iki tür sermaye arttırımının ön koşullarından birisi de, otofinansman yoluyla öz kaynak hacminin genişletilmesidir. Bütün bunlardan başka, söz konusu işletme, kendisinin ilerideki gelişme olanaklarını da kısıtlamış ve hatta teknolojik gelişmeyi izlemeyeceği için varlığını tehlikeye düşürmüş olmaktadır (37).

Yukarıda kısaca sıralanan sakıncalar yatırımcılar yönünden önemli sayılmıyorsa, ancak bu takdirde pay senedi değeri yalnızca temettü ödemelerinin bir fonksiyonu olarak kabul edilebilir. Buna karşın yatırımcılar bu şekildeki bir dağıtım politikasının işletme ve dolayısıyla kendi çıkarlarıyla çatıştığı kanısına varırlarsa, yeni pay senedi almaktan vazgeçecekler ve hatta ellerindekileri satacaklardır. Bu durumda pay senedi değeri düşecek ve sermaye masrafları yüksek bir düzeye ulaşacaktır.

Piyasa fiyatı üzerindeki baskı piyasa şeffaflığına paralel olarak daha da artabilir. Başka bir deyişle potansiyel ve mevcut sermayedarların piyasa ve işletme hakkındaki bilgileri arttıkça, kârın tümünün temettü olarak dağıtılmasındaki sakıncaları daha iyi değerlendirmeye gelecektir.

Şekil: 3'de otofinansman derecesi ile pay başına sermaye masrafı arasındaki ilişki belirlenmeye çalışılmıştır. Apsis üzerinde otofinansman derecesi (S) ve ordinatta da pay başına düşen sermaye masrafı gösterilmiştir. OA sağlanan kârın tamamen dağıtılması ve pay senedi sahiplerinin bu durumu sakıncalı bulmaları halindeki sermaye masraflarını göstermektedir.

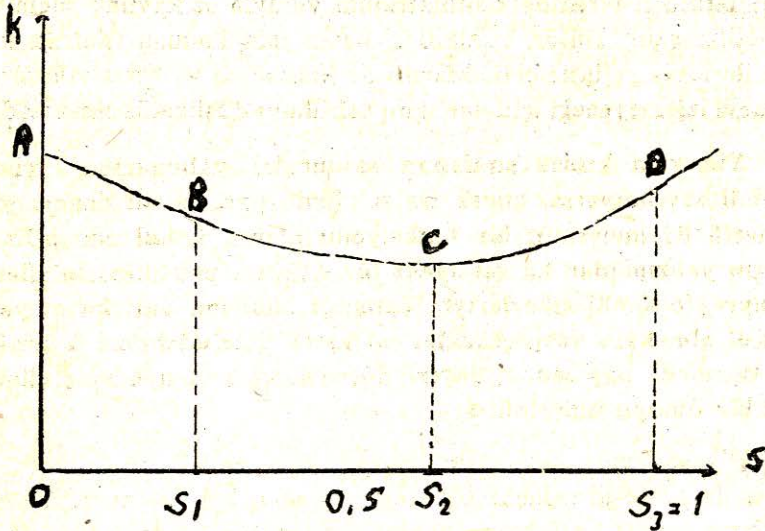
Sağlanan kârın tamamının işletmede tutulması halinde ise, özellikle küçük pay senedi sahipleri için dağıtım politikası tatminkâr olmayacaktır (38). Çünkü onlar için, bugün temettü olarak elde edecekleri gelirin değeri, daha ileride yalnız pay senedi satışı yoluyla gerçekleşecek olan gelire göre daha yüksektir. Bu durumda da pay senedi değerinin düşük ve sermaye masraflarının yüksek oldukları

(36) Büschgen, H.E: Zum Problem Optimaler, Selbstfinanzierungspolitik..., a.g.k., s. 317

(37) Fettel, J: a.g.k., s. 558

(38) Schneider, D: Investition und Finanzierung, Lehrbuch der Investitions. Finanzierungs- und Ungewissheitstheorie, 2. bası, Opladen 1971, s. 425

kabul edilir. Şekil: 3'deki S_3D , bu kutupsal durumun sermaye masraflarını ifade etmektedir.



Şekil: 3

Yukarıda belirtilen ve ekstrem oldukları kabul edilen durumlar dışında pek çok kâr dağıtım olanağı bulunduğu bir gerçektir. İşletmenin yıl içinde sağladığı kârlardan bir bölümünü alıyıp, diğer bölümünü dağıttığı varsayalım. Bunun yanında pay senedi sahiplerinin, işletmede alıkonan kârın işletmenin finansal durumunu ve ilerideki kâr potansiyelini güçlendireceği düşüncesinde olmaları halinde, pay senetlerine bağlamış oldukları sermayenin daha düşük bir efektif faizi ile yetinecekler ve dolayısıyla artan pay senetleri fiyatı karşısında sermaye masraflarında bir düşme olacaktır. Bu durum şekil: 3'de S_1B olarak gösterilmiştir.

Pay senedi sahiplerinde bu düşünce egemen olduğu sürece pay senedi fiyatlarındaki artış ve buna paralel olarak sermaye masraflarındaki düşüş devam edecektir. Bu durum Şekil: 3'de S_2C olarak gösterilmiştir. Otofinaansman için ayrılan fonların pay senetleri sahiplerinin yararına olduğu düşüncesinin sona erdiği nokta S_2 olarak belirlenmiştir. Bu noktadan itibaren, kâr dağıtımında ofofinaansman lehine gelişmeler, pay senedi sahiplerini, hisse senetlerini elden çıkarma yoluna itecektir. S_3 noktasında sermaye masrafları S_2 noktasına göre daha yüksek bir düzeydedir. Otofinaansmana devam edildiği sürece bu artış devam edecektir.

İşletmelerin Kâr Dağıtım Politikaları

Yukarıdaki koordinat sisteminde S_2 noktası optimal otofinansman derecesini vermektedir (39). Bu noktada, pay sahiplerinin çoğunluğu kâr dağıtılmamasını çıkarlarına uygun bulmaktadır. Konuya otofinansman değil, temettü yönünden yaklaşıldığı takdirde, optimal temettü derecesini şöyle ifade etmek olanaklıdır: yukarıdaki varsayımlar altında temettü ödemelerindeki artış (ΔD) piyasa iskonto oranının veya sermaye masraflarının artmasına yol açacaktır. Çünkü temettü ödemelerindeki artış, şirketin büyüme ve gelişme olanaklarını sınırlandırdığından yatırımcılar pay senetlerini elden çıkarmaya çalışacaklar ve bu nedenle de pay senedi fiyatlarında bir düşüş görülecektir. Elde edilen kârın dağıtılan bölümünün pay senedi değerinde meydana getirdiği bu düşüş, otofinansman sermayesinin pay senedi değerinde meydana getirdiği artışla karşılandığı sürece temettü ödemelerine devam edilebilir (40). Çünkü işletmenin amacı yalnızca temettü (D) veya yalnızca temettü dağıtımından sonraki piyasa fiyatını (P_a) değil, $D+P_a$ 'yı en üst düzeye çıkarmaktadır.

42.4 — Uygulamada Kâr Dağıtım Politikasına Etki Eden Etkenler

Şimdiye kadarki incelemelerimiz, konuya daha çok kuramsal açıdan yaklaşmakta ve pay senedi değerine etki eden kâr dağıtım dışındaki diğer bütün etkenlerin sabit olduğunu varsıymaktaydı. Ancak uygulamada, varılan bu ideal sonucun ve yapılan varsayımların ne derece geçerli olduğunu ve özellikle vergilendirmenin dağıtım politikasını ne biçimde etkilediğinin incelenmesinde yarar vardır.

424.1 — Ortakların Vergilendirilmesi:

Kuramsal incelemelerimizde vergilendirmenin kâr dağıtım kararlarına etkisi gözönünde bulundurulmamıştı. Ancak vergilendirme

(39) Gutenberg, E: Finanzen..., a.g.k., s. 259

(40) O'Donnell, - J. Yüksel, A.S: Para Bulma (Finansman) Seçilmiş Konuları, Ankara 1970, s. 129

İşletmelerin Kâr Dağıtım Politikaları

gerek işletmenin, gerekse yatırımcıların kararlarını etkilediğinden, kâr dağıtım politikasını saptamaya amaç edinen bir modele dahil edilmelidir. Çünkü gelirler üzerinde bir verginin konması veya bu vergi oranının değiştirilmesi, tüketim harcamaları, tasarruf ve likidite arasındaki mübadele dengesini değiştirecektir (41).

Anonim şirketlerin sağladıkları gelirler, şahıs işletmelerinde olmayan bir vergiye, kurumlar vergisine tâbidir. Ayrıca ortakların pay senetlerinden sağlamış oldukları gelirler de gelir vergisine tâbi olduklarından, bunlardan gelir vergisi tevkifatı yapılmaktadır.

Birçok ülkelerde dağıtılan ve dağıtılmayan gelirler arasında kurumlar vergisi açısından bir ayırım yapılmasına ve dolayısıyla temettü veya ofofinansman politikalarından birisi vergi oranlarının değiştirilmesi suretiyle doğrudan doğruya desteklenmesine karşın, Türkiye'de böyle bir ayırım söz konusu değildir. Dağıtılıp dağıtılmamasına bakılmaksızın vergi oranı %25 olarak saptanmıştır. Halbuki örneğin Federal Almanya'da dağıtılan kazançlar %15, dağıtılmayan kazançlar ise %51'lik bir kurumlar vergisi oranına tâbidir. Uygulanan tek oran nedeniyle ülkemizde kurumlar vergisinin tarafsız olduğunu ve kâr bölünümünü etkilemediğini söyleyebiliriz.

Buna karşılık aynı tarafsızlığın gelir vergisi yönünden sağlandığı söylenemez. Ülkemizde VUK'na göre %20 olarak saptanmış bulunan vergi tevkifatı uygulaması sonucunda, özellikle gelirleri yüksek vergi dilimine giren ortakların çoğunlukta buldukları anonim şirketlerde, ofofinansmanın desteklendiği söylenebilir. Çünkü dağıtılmayan kârlar üzerindeki kurumlar ve gelir vergisi yükü %40 civarında kalmasına karşın, kârın dağıtılmasında bu yük, bazı hallerde %50 - 60 hatta %70'e çıkabilir (42).

424.2 — Sermaye Piyasasının Durumu

Anonim şirketlerin dağıtım politikalarına etki eden en önemli etkenlerden birisi de sermaye piyasasının durumudur. Sermaye piyasası arzedilen fonların sınırlı olduğu ve bu piyasanın iyi işlemediği

(41) Büyükersen, Y: Vergi Tesirlerinin Mikro İktisat Analizi, E.I.T.I.A. Yayını, No. 71/37, s. 32

(42) Erimez, R: a.g.k., s. 135

ülkelerde, otofinansmanı maliyetine bakılmaksızın en çok başvuru-
lan finansman biçimi olmaktadır (43). Özellikle teknolojik gelişme-
nin gerektirdiği sermaye ihtiyacının yanında normal bir büyüme hi-
zını gerçekleştirme durumunda bulunan işletmenin gelecekte fonla-
ra ihtiyacı büyük olacaktır. Bu durumdaki bir işletme kârları tem-
mettü olarak dağıtma yerine işletmede tutmayı seçecektir (44).

424.3 — Nakit Akışları ve Likidite Durumu:

Temettüler genellikle nakit olarak ödenir. Ancak bilânçoda be-
yan edilen kâr ve nakit akımı aynı şeyler değildirler. Başka bir de-
yişle kâr görünmesine rağmen temettü ödemelerini karşılayacak ka-
dar para kasada bulunmayabilir. Diğer taraftan işletmenin sermaye
bileşimindeki yüksek borç oranı da faiz ödemeleri yoluyla likiditeyi
ters yönde etkileyebilir. Ayrıca vadesi gelen borçların geri öden-
mesi de nakit kaybına yol açacaktır (45).

Hangi nedene dayanırsa dayansın işletmenin likidite durumu,
kâr dağıtım kararını etkilemektedir. Likidite güçlükleri içinde bulu-
nan bir işletme, şayet bu güçlük geçici ise temettü ödemelerini erte-
leyebilir veya yeniden borçlanmak suretiyle ödemede bulunabilir.
Bu güçlüğü sürekli olması halinde ise, otofinansmana gitmek zor-
unlu bir hale gelmektedir.

424.4 — Gelecekte Beklenen Gelirin Düzenliliği

Temettülerin miktarını ve düzenini etkileyen en önemli faktör-
lerden birisi de gelecekte beklenen gelirlerin saptanabilme olanağı-
dır. Gelirlerin istikrarlı ve tahmin edilebilir olması, yüksek ve her yıl
temettü ödenmesini imkân dahiline sokabilir. Bu da işletmeleri ser-
maye piyasasında daha avantajlı duruma getirir. Çünkü muntazam
kâr ödemeleri, yatırımcıların risk düşüncelerini olumlu yönde etki-
ler. Buna karşın gelirleri dalgalanmalar gösteren işletmeler, ileride-

(43) Aksu, Y.Z: Entwicklungsmöglichkeiten der Türkischen Finanzmarkte, Nurnberg 1971

(44) Doğan, B: Finansman (Temettü Politikası), İ.Y.E. Yayını, Ankara 1974

(45) Ertürk, H: Anonim Şirketlerin Finansmanında Kâr politikasının Önemi, Aka-
demi Dergisi, B.İ.T.İ.A. Yayını, C: II, No. 2, Eylül 1973, s. 945

İşletmelerin Kâr Dağıtım Politikaları

ki kârlarını da saptamayacaklarından gelirlerinde ilerideki düşme olasılığını gözönünde tutarak kârların büyük bir kısmını dağıtma yoluna gidebilirler (46).

424.5 — Yasalar

TTK 446 maddesinin 1'inci fıkrasına göre, anonim şirketler her yıl elde ettikleri kârın 1/20'sini ödenmiş ana sermayenin %20'sini buluncaya kadar yedek akçe olarak ayırmak zorundadırlar. Bundan başka yine TTK ilgili maddesi gereğince dağıtılabılır kârın %5'i temettü olarak dağıtıldıktan sonra geri kalan bölümün %10'luk kısmı ek yedek akçe olarak tutulur.

Yukarıda belirlenen kanunî yedek akçelerden başka kanunun ayrılmasını isteğe bıraktığı yedek akçeler de vardır. Bu tür yedek akçe ayrılmasının kısıtlanıp kısıtlanmaması da dağıtım politikasını etkiler.

Açık yedek akçeler dışında gizli yedek akçe ayırmak yoluyla da işletmenin kâr politikası biçimlendirilebilir. TTK 458 maddesi bu olanağı sağlamaktadır.

424.6 — Yönetimde Egemenlik

Özellikle büyük pay senedi sahiplerinin yönetim kurulunda temsil edildikleri anonim şirketlerde, daha ucuz olabilecek yeni pay senedi ihracı yoluyla finansman yerine otofinansmana gidildiği görülmektedir. Bu yola, işletmenin yatırım olanaklarını kısıtlamakla birlikte, işletmenin başkalarının kontrolü altına girmesini engellemesi yönünden öncelik tanınmaktadır.

5 — SONUÇ

İşletmelerin kâr dağıtım politikalarını etkileyen etkenler yönünden yapılan kuramsal incelemede, sermaye piyasasına açık ve kapalı kuramsal incelemede, sermaye piyasasına açık ve kapalı işletmeler arasında özellikle işletme amaçları ve finansal alternatiflerin kâr dağıtımına etkisi yönünden bazı benzerlikler bulunmakla beraber, ser-

(46) Bayar, D: Finansman..., a.g.k., s. 24

maye piyasasına açık işletmelerin kâr dağıtımını kararlarını daha rasyonel esaslara dayandırdıkları söylenebilir. Bu tür işletmelerde, pay senedi sahiplerinin davranışları ile ilgili bazı varsayımlardan hareket etmek suretiyle optimal bir ofinansman veya temettü derecesinin bulunduğu sonucuna varılabilir.

Buna karşın, sermaye piyasasına kapalı işletmelerin sahiplerinin düşüncelerine hakim olan ve kantitatif biçime dönüştürülemeyen bazı unsurlar nedeniyle, bu tür işletmeler için optimal sayılabilecek bir kâr dağıtım politikası oluşturmak çok güçtür.

Her iki tür işletmenin kâr dağıtım hakkındaki kararları, uygulamadaki koşullardan geniş çapta etkilenmektedir. Ancak, sermaye piyasasına açık işletmelerde etken sayısı daha fazladır.

YARARLANILAN KAYNAKLAR

- AKSU, Yusuf Z.: Entwicklungsmöglichkeiten der Türkischen Finanzmärkte, Nürnberg 1971
- ANSAY, Tuğrul: Çağdaş Anonim Şirketlerin Sorunları ve Türk Anonim Şirketleri, Ankara 1971
- BAYAR, Doğan: Finansal Plânlamanın İşletmelerde Karar Almada-ki Rolü, Akademi Dergisi, Cilt I, Sayı: 1, 1972
- BAYAR, Doğan: Finansman (Temettü Politikası), I.Y.E. Yayını, Ankara 1974
- BÜSCHGEN, Hans, E.: Beurteilung der Aktien nach Dividenden Una Gewinnen, in Wirtachftsprüfung, 1965
- BÜSCHGEN, Hans, E.: Zum Problem Optimaler Selbstfinanzierungs- politik in betriebswirtschaftlicher Sicht, (ZFB) 1968
- BÜYÜKERŞEN, Yılmaz: Vergi Tesirlerinin Mikro İktisat Analizi, E.İ.T.İ.A Yayını, No. 37, Ankara 1971
- ERİMEZ, Rüştü: Şirketlerde Kâr Dağıtımı ve Yedek Akçeler, İstan- bul 1972
- ERTÜRK, Halis: Anonim Şirketlerin Finansmanında Kâr Politika- sının Önemi, Akademi Dergisi, B.İ.T.İ.A. Yayını, C. II, No. 2
- FETTEL, Johannes: Die Selbstfinanzierung der Unternehmung (ZFB) 1962
- GÄGEN, Gérard: Theorie der wirtschaftlichen Entscheidung, Tü- bingen 1963
- GORDON, M.: The Saving, Investment and Valuation of a Corpora- tion, Review of Economics and Statistics, Şubat 1965
- GORDON, M.: Optimale Investment and Financing Policy Journal of Finance, Mayıs 1963
- GUTENBERG, Erich: Grundlagen der Betriebswirtschaftslehre, C. III, Die Finanzen, Berlin - Heidelberg - New York 1970
- GUTENBERG, Erich: Gewinnverwendungspolitik Einfluss der Ge- winnverwendung auf das Wachstum der Unternehmen, (ZfB) 1963

- HEINEN, Edmund : Das Ziel System der Unternehmung
- HENN, R. : Über die Strikstur mikroökonomischer Entscheidungssituationen (ZfB) 1964
- HUPPERT, W. : Internationale Industriekonzerne, Eine Studie zur Erklärung Systematisierung und Quantifizierung Ihres Auslandsgeschäfts Berlin 1966
- JAASKELAINEN, V. : Growth of Earnings and Dividend Distribution Policy, in Swedish Journal of Economics, Vol. 69 (1967)
- KAZGAN, Haydar : Otofinsman, Tek bir firma yönünden Otofinsman Sebep ve Şekilleri Hakkında Bir Deneme, İstanbul 1962
- MILLER, Merton H., MODIGLIANI, Franko: Dividendpolicy, Growth and Valuation of Shares, Journal of Business, Vol. 34 (1961)
- MILLER, Merton H., MODIGLIANI, Franko: The Cost of Capital, Corporation Finance and The Theory of Investment, American Economic Review XLIX
- O'DONNELL, John L., YÜKSEL, Ali S. : Para Bulma (Finansman)nın Seçilmiş Konuları, Ankara 1970
- SOLOMON, Ezra : İşletme Finansmanı Teorisi, (Çev. Turgut Var), Ankara 1971
- TEKOK, Osman : Yatırım ve Finanslama Kararlarının Finans Fonksiyonu İçindeki Gelişimi, Ankara 1973
- WALTER, James: Dividend Policies and Common Stock Prices Journal of Finance, Mart 1936
- YÜKSEL, Ali Sait : Para Bulma ve Kredi İşleri (İşletme Finansmanı) 2. Bası, İstanbul 1971