



**T.C BAŐBAKANLIK
SERMAYE PİYASASI KURULU
DENETLEME DAİRESİ**

Rapor Sayısı: XIV-12/6-4

04.10.1999

**Bir Temettü Politikası Olarak Temettü Avansı; Teorisi ve Türkiye'ye
İlişkin Uygulama Önerileri**

**ARAŞTIRMA RAPORU
(YETERLİK ETÜDÜ)**

**Aynur KORGUN
Uzman Yardımcısı**

YÖNETİCİ ÖZETİ

Tasarruf sahiplerinin anonim ortaklıklarda pay sahibi olmaları sonucunda elde ettikleri en önemli haklardan bir tanesi, ortaklığın elde ettiği safi kardan pay alma hakkıdır.

Pay sahiplerinin bu haklarına istinaden elde edecekleri karpayı tutarı, şirketlerin oluşturdukları temettü politikaları çerçevesinde belirlenmektedir. Teoride, şirketlerin izledikleri temettü politikalarının şirket değeri üzerindeki etkisine ilişkin birçok çalışma yapılmış olmasına rağmen, bu konuda bir görüş birliği sağlanamamıştır. Uygulamada şirketlerin temettü politikalarının oluşumunda ise, temettü politikalarının şirket değeri üzerindeki etkisine ilişkin teorik yaklaşımlar göz önüne alınmakla birlikte, yasal sınırlamalar, vergi düzenlemeleri, yatırım olanakları, likidite durumu, finansman olanakları ve karların istikrarı gibi unsurlar etkin olmaktadır.

Şirketler tarafından bu çerçevede oluşturulan temettü politikalarından bir tanesi de temettü avansı politikasıdır. Bu politikanın benimsenmesi durumunda, şirketlerce hesap dönemi bitmeden veya bitmiş olsa bile genel kurul tarafından kar dağıtım kararı alınmadan, ileride her paya karşılık düşecek temettüye mahsuben avans ödemesi yapılmaktadır.

Günümüzde birçok ülkede, temettü avansına ilişkin düzenlemeler yapılmıştır. Bu düzenlemelerin amacı da, ara dönemlerde karpayı dağıtımını sağlayarak hisse senedini kısa vadeli diğer yatırım araçları karşısında rekabet edebilir hale getirebilmek, pay sahipliğine olan talebi artırarak sermayeyi tabana yayıp piyasanın daha etkin olmasını ve kısa vadelerde temettü geliri elde etmekle birlikte hisse senedini uzun süre elinde tutan, yani sermaye piyasalarında arzulan uzun vadeli yatırımcı profilinin ortaya çıkmasını sağlamaktır.

Ülkemizde yaşanan yüksek enflasyon ve diğer yatırım araçlarının getirilerinin vade yapıları göz önüne alındığında, temettü avansı politikasının uygulanmasına imkan sağlanması durumunda, yaklaşık bir buçuk yıllık bir vadede elde edilecek bir gelirin bölümlenmiş olarak daha kısa vadelerde elde edilebilmesi bu geliri enflasyona karşı koruyacağı gibi, bu uygulamada ara dönemlerde kar dağıtımını öngördüğünden hisse senedine kısa vadelerde istikrarlı bir gelir sağlama özelliği de kazandıracaktır.

Son yıllarda yapılan araştırmalar sonucunda ortaya konulan genel eğilimler çerçevesinde; bireysel yatırımcıların, tasarruflarını yatırımlara dönüştürmedeki ana hedeflerinin tasarruflarını enflasyona karşı korumak olduğu, hisse senedine ilişkin en önemli sorun olarak fiyatlarındaki istikrarsızlığın görüldüğü ve karpayı dağıtımlarının istikrarlı olmasının, karpayı karşılığında hisse senedi verilmesinin ve yılda bir kaç defa nakit karpayı dağıtılmasının talep edildiği anlaşılmaktadır.

Temettü avansı politikasının özellikleri, bireysel yatırımcıların genel eğilimleri çerçevesinde değerlendirildiğinde, yatırımcılar tarafından temettü avansı politikasına karşı kayıtsız kalınmayacağı sonucuna varılmaktadır. Aynı şekilde, bu uygulama ile birlikte belirli dönemlerde belirli giderleri olan kurumsal yatırımcılar ile periyodik gelir elde etme talebi olan bireysel yatırımcılar tarafından, hisse senedine mevcut durumdan daha fazla talep olacağı düşünülmektedir.

Ülkemizde halka açık şirketlerin çok küçük bir kesiminin borsada işlem görmesi nedeniyle sözkonusu şirket ortakları için sermaye kazancı imkanının çok düşük olduğu da göz önüne alındığında, ara dönemler itibari ile yapılacak karpayı ödemelerinin, yatırım aracı olarak hisse senedini diğer yatırım araçları karşısında mevcut durumdan daha fazla rekabet edebilecek duruma getireceği, dolayısı ile sermayenin tabana yayılmasında olumlu katkıda bulunacağı kanaati taşınmaktadır.

Ayrıca, bu tür bir düzenleme ile hisse senetlerine eklenen nitelikler sonucunda, sermaye piyasalarına yeni bir mali aracın da kazandırılmış olacağı düşünülmektedir.

Temettü avansı politikası uyarınca şirketler kar dağıtımını ara dönemler itibari ile, henüz elde edilen dönem kazancı kesinleşmeden yaptıklarından, yapılan düzenlemelerde bu politikanın benimsenmesi sonucunda herhangi bir zararın ortaya çıkmaması için, dağıtılacak temettü avansı tutarına bazı sınırlamaların getirilmesi gerekmektedir. Ülkemizde yapılacak düzenlemelerde de; muhasebe standartlarının tam olarak oluşturulamadığı, ekonomide yaşanan yoğun dalgalanmalar nedeni ile şirket karlılıklarında önemli değişimlerin yaşandığı, hisse senetleri borsada işlem görmeyen şirketlerin gözetiminin tam olarak yapılamadığı ve bazı şirketlerin yaptıkları işin niteliği gereği elde ettikleri karların dönemsel olarak değiştiği hususlarının risk oluşturduğu göz önüne alınarak, getirilecek sınırlamaların bu çerçevede belirlenmesi gerekmektedir.

Bu kapsamda yapılacak temettü avansı düzenlemelerinde; dağıtımına konu olacak kazancın sağlıklı bir şekilde belirlenebilmesi için ara dönemler oluşturulmasının, bu dönemlere ilişkin bağımsız denetim yaptırılmasının, dağıtımına ilişkin yetkinin şirket faaliyet ve mali durumu üzerinde en fazla bilgi sahibi olan yönetim kuruluna verilmesinin, ancak karpayı hakkının pay sahiplerinin en önemli haklarından biri olması nedeni ile bu yetki üzerinde genel kurulun da etkili kılınmasının, ara dönemlerde şirket kazancında farklılıklar yaşanabileceği göz önüne alınarak, yapılacak dağıtım miktarının belirlenmesi aşamasında ara dönem kazancı üzerinden bazı indirimler yapılmasının, ayrıca bu düzenlemeye aykırı işlemlerin yapılmasına caydırıcılık getirilmesi amacı ile cezai ve hukuki sorumlulukların öngörülmesinin gerektiği düşünülmektedir. 2499 Sayılı Sermaye Piyasası Kanunu Değişiklik Tasarısı'nda da temettü avansına ilişkin olarak benzer nitelikte hükümler yer almakla birlikte, dağıtımın yapılacağı ara dönemlerin hükme bağlanması yerine, belirli şartlar çerçevesinde şirket yönetim kurulunun yetkisine bırakılması daha uygun olacaktır.

Çalışmada yer verilen ve hisse senedini diğer yatırım araçları karşısında daha fazla rekabet edebilir hale gelmesi için yapılmasının uygun olacağı düşünülen bu düzenlemenin, yatırımcıların sermaye piyasasına duydukları güveni artıracak ve ekonomik yapının istikrarlı bir şekilde işlemlerini sağlayacak tedbir ve hukuki düzenlemeler ile desteklenmesi, hisse senedine olan talepte meydana gelecek artışı çok daha anlamlı kılacaktır. Ayrıca, sermaye piyasalarından beklenen işlevin yerine getirilmesinde önemli bir rol oynaması beklenen bu katkının, yatırımcıların sermaye piyasalarına ilişkin olarak bilinçlendirilmesi çalışmalarını ile birlikte devamlılık ve istikrar kazanacağına inanılmaktadır.

KISALTMALAR

A.B.D.	: Amerika Birleşik Devletleri
APOK	: Alman Paylı Ortaklıklar Kanunu
CA	: 1985 Company Act
MBCA	: Model Business Corporation Act
TTK	: Türk Ticaret Kanunu
SPKn	: Sermaye Piyasası Kanunu

İÇİNDEKİLER

KISALTMALAR.....	5
GİRİŞ.....	8
I. TEMETTÜ POLİTİKALARI VE TEMETTÜ POLİTİKALARININ ŞİRKET DEĞERİ ÜZERİNDEKİ ETKİSİNE İLİŞKİN TEORİK YAKLAŞIMLAR.....	9
1.1.TEMETTÜ POLİTİKALARININ ŞİRKET DEĞERİ ÜZERİNDE HERHANGİ BİR ETKİSİNİN OLMADIĞINI SAVUNANLARIN GÖRÜŞLERİ.....	10
1.1.1. Mükemmel Piyasalarda Temettü Politikalarının Şirket Değeri Üzerindeki Etkisizliği (Dividend Irrelevance Theory).....	10
1.1.2. Mükemmel Olmayan Piyasalarda Temettü Politikalarının Şirket Değeri Üzerindeki Etkisizliği (Clientile Effect).....	11
1.2. TEMETTÜ POLİTİKALARININ ŞİRKET DEĞERİ ÜZERİNDE ETKİLİ OLDUĞUNU SAVUNANLARIN GÖRÜŞLERİ.....	12
1.2.1.Yüksek Tutarda Yapılan Temettü Ödemelerinin Şirket Değeri Üzerinde Olumlu Etkisi Olduğunu Savunanların Görüşleri.....	13
1.2.2. Yüksek Tutarda Yapılan Temettü Ödemelerinin Şirket Değeri Üzerinde Olumsuz Etkisinin Olduğunu Savunanların Görüşleri.....	14
II. ŞİRKETLERİN TEMETTÜ POLİTİKALARININ OLUŞUMUNU ETKİLEYEN UNSURLAR.....	16
2.1. YASAL SINIRLAMALAR.....	16
2.2. VERGİ DÜZENLEMELERİ.....	16
2.3. YATIRIM OLANAKLARI.....	16
2.4. ŞİRKETİN LİKİDİTE DURUMU.....	17
2.5. FİNANSMAN YOLLARININ KISITLI VE MALİYETLİ OLMASI.....	17
2.6. KARLARIN İSTIKRARI.....	17
2.7. ŞİRKETLERİN BORÇLULUK DURUMU.....	18
2.8. ŞİRKET ÜZERİNDEKİ KONTROL YETKİSİNİ KORUMA İSTEĞİ.....	18
III. ŞİRKETLERCE OLUŞTURULAN TEMETTÜ POLİTİKALARI VE TEMETTÜ ÖDEME YÖNTEMLERİ.....	18
3.1. ŞİRKETLERCE OLUŞTURULAN TEMETTÜ POLİTİKALARI.....	18
3.1.1. Sabit Tutarda Yapılan Temettü Ödemeleri.....	18
3.1.2. Sabit Oranlı Temettü Ödemeleri.....	19
3.1.3. Düzenli Olarak Düşük Tutarlı Temettü Ödemesi ve Yapılan Ek Temettü Ödemesi.....	19
3.1.4. Temettü Avansı Ödemeleri.....	20
3.2.TEMETTÜ ÖDEME YÖNTEMLERİ.....	20
3.2.1.Nakit Olarak Yapılan Temettü Ödemeleri.....	20
3.2.2. Hisse Senedi Şeklinde Yapılan Temettü Ödemeleri.....	20
3.2.3. Hisse Senetlerinin Nominal Değerinin Azaltılması ve Sayısının Artırılması Yoluyla Temettü Dağıtımı (Stock Split).....	21
3.2.4. Şirketlerin Kendi Hisse Senetlerini Almaları.....	21
IV. TEMETTÜ AVANSINA İLİŞKİN YURTDIŞI DÜZENLEMELERİ.....	22
4.1. TEMETTÜ AVANSINA İLİŞKİN YURTDIŞI DÜZENLEMELERİNİN KARŞILAŞTIRILMASI.....	24
V. TÜRKİYE'YE İLİŞKİN DEĞERLENDİRMELER.....	28
5.1.MEV CUT DÜZENLEMELER.....	28
5.1.1. Türk Ticaret Kanunu Hükümleri.....	29
5.1.2. 3794 Sayılı Kanun İle Değişik 2499 Sayılı Sermaye Piyasası Kanunu Hükümleri.....	31
5.1.3. 2499 Sayılı Sermaye Piyasası Kanunu Değişiklik Tasarısı.....	34
5.2. TEMETTÜ AVANSI DÜZENLEMELERİYLE İLGİLİ ÖNERİLER.....	35
5.2.1. Temettü Avansı Düzenlemesinin Amacı.....	35

5.2.2. <i>Temettü Avansı Düzenlemelerinin Çerçevesi</i>	37
VI. GENEL DEĞERLENDİRME VE SONUÇ	40
KAYNAKÇA	44

GİRİŞ

Tasarruf sahiplerinin anonim ortaklıklarda pay sahibi olmaları sonucunda elde ettikleri en önemli haklardan bir tanesi, ortaklığın elde ettiği safi kardan pay alma hakkıdır.

Her ne kadar günümüzde, İstanbul Menkul Kıymetler Borsası'nda yaşanan gelişme ve yüksek enflasyon nedeniyle, pay sahipleri için karpayı kazançlarının sermaye kazancı karşısında önemini yitirdiği görüntüsü ortaya çıksa da, ülkemizde halka açık anonim ortaklıkların çok küçük bir kısmının borsada işlem görmesi, karpayı kazancının halen birçok pay sahibi için önemli olduğunu ortaya koymaktadır.

Özellikle, anonim ortaklıkların sayı ve sermaye oranı olarak halka açılma düzeyinin düşüklüğü ve Sermaye Piyasası Kanunu'nun temel hedef ve ilkelerinden birisinin "şirketleri sermaye bakımından halka açarak mülkiyetin tabanını yaygınlaştırmak" olduğu düşünüldüğünde, yapılacak düzenlemeler ile hisse senedinin diğer yatırım araçları karşısında rekabet edebilir hale getirilmesi önem kazanmaktadır.

Günümüzde birçok ülkede, hisse senedi satın alınmasını ve hisse senedinin mülkiyette uzun süre tutulmasını teşvik etmek amacı ile düzenlemeler yapılmaktadır. Bu amaçla yapılan düzenlemelerden bir tanesi de, ara dönemler itibari ile pay sahiplerine karpayı geliri sağlayan temettü avansı düzenlemeleridir.

Ülkemizde yaşanan yüksek enflasyon ve diğer yatırım araçlarının getirilerinin vade yapıları göz önüne alındığında, daha kısa vadelerde karpayı kazancına olanak sağlayacak düzenlemelerin, hisse senedini diğer yatırım araçları karşısında daha fazla rekabet edebilir hale getireceği ve hisse senedi yatırımlarının vadesini uzatacağı öngörüldüğünden, bu tür bir düzenleme yapılmasının hem sermayenin tabana yayılmasını, hem de menkul kıymet borsalarının gelişimine katkıda bulunarak sermaye piyasalarının etkinliğini arttıracakı düşünülmektedir.

Bu kapsamda yapılan çalışmada, yabancı ülkelerde ara dönemler itibari ile temettü avansı dağıtımına olanak sağlayan düzenlemeler ile ülkemizdeki mevcut genel nitelikteki yasal düzenlemelerin incelenmesi ve ülkemizdeki yatırımcı eğilimleri ile temettü avansı politikasının özelliklerinin değerlendirilmesi sonucunda, konuya ilişkin sermaye piyasaları düzenlemeleri boyutunda öneri geliştirilmesi amaçlanmıştır.

Temettü avansının şirketlerce oluşturulan temettü politikalarından biri olması nedeniyle çalışmanın birinci bölümünde, şirketlerin oluşturdukları temettü politikalarının şirket değeri üzerindeki etkisine ilişkin teorik yaklaşımlar verilmiştir. İkinci bölümde ise, şirketlerin temettü politikalarını oluşturmalarında etkin olan unsurlar ortaya konulmuştur. Çalışmanın üçüncü bölümünde, şirketlerin oluşturabilecekleri temettü politikası çeşitleri ve temettü ödeme yöntemlerine, dördüncü bölümünde de temettü avansına ilişkin yurtdışı düzenlemelerine (Amerika Birleşik Devletleri, İngiltere ve Almanya) yer verilmiştir. Çalışmanın beşinci bölümünde ise, temettü avansı politikası ülkemizdeki mevcut düzenlemeler çerçevesinde incelenmiş, ayrıca bu politikanın özellikleri ve ülkemizdeki yatırımcı eğilimleri ile yapılacak düzenlemelerde dikkate alınması gereken hususlar verilerek konuya ilişkin öneriler getirilmiştir. Yapılan çalışma daha önceki bölümlerde ortaya konulan hususların özetlendiği ve ulaşılan sonuçların yer verildiği sonuç bölümü ile son bulmaktadır.

I. TEMETTÜ POLİTİKALARI VE TEMETTÜ POLİTİKALARININ ŞİRKET DEĞERİ ÜZERİNDEKİ ETKİSİNE İLİŞKİN TEORİK YAKLAŞIMLAR

Şirketlerin¹ temettü politikaları, elde edilen karın ne kadarının şirket ortaklarına dağıtılacağı ve ne kadarının şirket bünyesinde tutulacağı yönünde aldıkları kararlardan oluşmaktadır. Elde edilen karın şirket ortaklarına dağıtılmayan kısmının şirket bünyesinde bırakıldığı göz önüne alındığında, temettü politikalarının aynı zamanda şirket finansmanına ilişkin kararları da etkilediği görülmektedir (Scott, Bowlin, Martin.1990:359).

Temettü politikalarına ilişkin en çok tartışılan konu, şirketlerin yatırım kararları ile sermaye yapılarının (borç-özkaynak oranları) veri olarak alındığı durumlarda, izledikleri temettü politikasının şirket değeri, dolayısıyla şirketin hisse senetlerinin fiyatı üzerindeki etkisinin ne olacağıdır.

Ancak temettü politikalarının şirket değeri üzerindeki etkisine ilişkin teorik yaklaşımlara bakıldığında, görüş birliğinin sağlanamadığı, dağıtılacak yüksek tutardaki temettünün şirket değerini olumlu etkileyeceğini savunan taraflar olduğu gibi, olumsuz etkileyeceğini veya temettü politikalarının şirket değeri üzerinde herhangi bir etkisinin olmadığını savunan tarafların da bulunduğu görülmektedir.

¹ Çalışmada şirket olarak tanımlanan ortaklık hisse senetleri halka arzedilen ve Kurul kaydında bulunan anonim ortaklıktır.

Temettü politikalarının şirket değeri üzerindeki etkilerine yönelik bu yaklaşımlar dayandıkları esaslar ile birlikte aşağıda verilmiştir.

1.1.Temettü Politikalarının Şirket Değeri Üzerinde Herhangi Bir Etkisinin Olmadığını Savunanların Görüşleri

1.1.1. Mükemmel Piyasalarda Temettü Politikalarının Şirket Değeri Üzerindeki Etkisizliği (Dividend Irrelevance Theory)

Temettü politikalarının şirket değeri üzerinde herhangi bir etkisinin olmadığını ortaya koyan bu görüşün en önemli savunucuları Merton Miller ve Franco Modigliani'dir (MM). MM tarafından, uygulanan temettü politikalarının ne şirket değeri üzerinde, ne de sermaye maliyeti üzerinde herhangi bir etkisinin olmadığı öne sürülmektedir. Bu görüşe göre bir şirketin değeri gelir elde etme gücüne ve yatırımlarının riskine bağlıdır. Bu çerçevede, şirket tarafından elde edilen gelirin, temettü veya yedek akçe olarak dağılımının, şirket değeri açısından herhangi bir önemi bulunmamaktadır (Brigham. 1986:534).

Temettü politikalarının şirket değeri üzerindeki etkisizliğini savunan bu görüş, iki temel varsayım üzerine kurulmuştur. Bunlardan birincisi, şirketin yatırım² kararlarının ve borç-özkaynak yapısının daha önceden ve izlenen temettü politikasından bağımsız olarak belirlenmiş olmasıdır. Diğer ise, mükemmel bir piyasanın varlığının kabul edilmesidir. Yani; (1) gelir ve kurumlar vergisinin, (2) ihraç ve işlem maliyetlerinin, (3) asimetrik bilgi dağılımının ve (4) temettü politikalarının şirket özkaynak maliyeti üzerinde herhangi bir etkisinin bulunmadığı, bir piyasa esas alınmıştır. Bu varsayımların öngörülmesinin nedeni de temettü politikasının etkisinin diğer unsurlardan bağımsız olarak anlaşılmasının sağlanmasıdır (Brigham.1986:535: Keown.1996:583).

Bu varsayımların geçerli olduğu piyasalarda, şirketler tarafından temettü politikasına ilişkin alınan kararlar, şirket hisse senetlerinin değerinin zaman içinde şirket ortakları arasındaki dağılımının nasıl yapılacağına ilişkindir. Zira, yatırımların ve borç-özkaynak oranının değişmediği bir ortamda, ödenecek bir birim temettü için, bir birimlik ihraç gerekmektedir. Bunun sonucunda şirket hisse senedi sayısı fazlalaşmakta ve eski yatırımcıların ellerinde bulunan hisse senetlerinin değeri de aynı tutarda azalmaktadır. Ancak, eski yatırımcıların ellerindeki hisse senedi değerine, elde ettikleri temettü tutarı eklendiğinde, ellerinde bulunan şirket hisse

² Şirketlerin nakit durumu da nakte yapılan bir "yatırım" olarak değerlendirilmektedir. Bu nedenle yapılan temettü ödemeleri şirketin nakit durumunu da etkilememelidir.

senetleri açısından herhangi bir değer kaybı yaşanmamaktadır. Bunun sonucunda da yatırımcıların refah düzeyi değişmemektedir (Ben-Horim.1987:342).

Aynı görüşe göre yatırımcılar yapmış oldukları yatırım karşılığında elde ettikleri getirinin toplamı ile ilgilenmekte, elde edilen getirinin karpayı veya sermaye kazancı şeklinde olması önem taşımamaktadır.

Yukarıda yer alan varsayımların geçerli olduğu piyasalarda temettü politikasının etkisizliği, yatırımcıların kendileri tarafından yaratılan temettü ile ortaya konulabilmektedir. Zira, yatırımcılar, temettü taleplerinin karşılanmadığı bir durumda yaratacakları temettü “homemade dividends” ile bu olumsuzluğu etkisiz hale getirebilmektedir. Örneğin, bir yatırımcının elinde 1000 birim değerinde hisse senedi olduğunu düşündüğümüzde, şirket tarafından 30 birimlik karpayı dağıtımı yapılır, yatırım miktarında da bir değişiklik olmazsa, kişinin elinde 30 birimlik para ve 970 birim değerinde hisse senedi olur. Bu kişi tekrar eski değerinde bir yatırımın olmasını istiyorsa, kendisine verilen 30 birim ile herhangi bir maliyete katlanmadan senet almak suretiyle bunu sağlayabilir. Mükemmel piyasalarda yatırımcılar tarafından maliyetsiz şekilde yapılan bu işlemler de, temettü politikalarını şirket değeri üzerinde etkisiz kılmaktadır (Ben-Horim.1987:342).

Temettünün etkisizliğine ilişkin MM'nin görüşü, yapılan varsayımlar çerçevesinde kabul edilmekle birlikte, bu varsayımların gerçek hayatta geçerliliklerinin bulunmaması noktasında eleştirilmektedir.

1.1.2. Mükemmel Olmayan Piyasalarda Temettü Politikalarının Şirket Değeri Üzerindeki Etkisizliği (Clientile Effect)

MM modelinde, mükemmel piyasalarda şirketler tarafından uygulanan temettü politikasının, şirket değeri üzerinde etkisinin olmadığı ileri sürülmüş olmasına karşın, bu durumun mükemmel olmayan piyasalarda da geçerli olduğunu savunan kişiler bulunmaktadır. Bu görüşün savunucuları MM'nin yanısıra Fischer Black ve Myron S. Scholes'tır ve düşüncelerini “clientile effect” olarak tanımladıkları olguya dayandırmaktadırlar³.

Şirketlerin değişik temettü politikaları olduğu gibi, yatırımcıların da kendilerine ödenen temettülere ilişkin değişik tercihleri bulunmaktadır. Üst vergi diliminde bulunan yatırımcılar tarafından düşük temettü ödemesi yapılan hisse

³ Konu ile ilgili ayrıntılı bilgi için bakınız Fischer Black ve Myron S. Scholes, 1974, “The Effects of Dividend Yield and Dividend Policy on Common Stock Prices and Returns” Journal of Financial Economics Sayı. 1, s.1-22.

senetleri veya temettü ödemesinde bulunulmayan hisse senetleri tercih edilmekte iken, alt vergi diliminde bulunan yatırımcılar ile vergi kapsamı dışında tutulan kurumlar tarafından ise, yüksek temettü getirisi sağlayan hisse senetleri tercih edilmektedir.

Bu kapsamda yatırımcıların tercihleri, içinde buldukları vergi dilimine, karpayı ve sermaye kazançlarının vergi açısından değerlendiriliş şekline (gerçek ve tüzel kişiler olarak), şirkete ilişkin bilgi edinimindeki olanaklara ve işlem yapma maliyetlerine bağlı olarak değişmektedir (Ben-Horim.1987:347). Bütün bu unsurlara dayalı olarak da piyasada temettü getirisine ilişkin talep açısından farklı yatırımcı grupları oluşmaktadır. Bu nedenle, şirketler uyguladıkları temettü politikalarında bir değişiklik yaptıklarında, sahip oldukları yatırımcı grubu içinde uygulamaya koydukları yeni temettü politikasından memnun olmayan bir yatırımcı kitlesi meydana gelmektedir.

Mükemmel piyasalarda yatırımcılar, yapmış oldukları alım satımların bir maliyetinin olmaması nedeniyle, şirketler tarafından yapılan temettü politikası değişiklikleri karşısında kayıtsız kalmakta, bunun sonucunda da, şirketler tarafından temettü politikalarında yapılan değişiklik şirketin değeri üzerinde herhangi bir etkide bulunmamakta, diğer faktörlere bağlı olarak bir yatırımcı grubunun tercih ettiği şirket olmaktan çıkıp, başka bir yatırımcı grubunun tercih ettiği şirket haline dönüşmekten başka bir sonuç doğurmamaktadır.

Ancak mükemmel olmayan piyasalarda yatırımcılar tarafından yapılan işlemlerin bir maliyetinin bulunması, temettü politikasında sık sık değişiklik yapan şirketlerin hisse senetlerinin fiyatlarının, temettü politikasını uzun süre değiştirmeyen şirketlerin hisse senetlerinin fiyatlarından daha düşük olmasına neden olmaktadır. Zaten, temettü politikalarının mükemmel olmayan piyasalarda da etkisiz olduğunu savunanlarca, bu durumun şirketlerin temettü politikalarının uzun süreli olması durumunda geçerli olduğu öne sürülmektedir (Ben-Horim.1987:348).

1.2. Temettü Politikalarının Şirket Değeri Üzerinde Etkili Olduğunu Savunanların Görüşleri

Şirketler tarafından benimsenen temettü politikalarının şirket değeri üzerinde etkili olduğunu savunan taraflarca iki zıt görüş ortaya konulmaktadır. Taraflardan bir kısmı şirketlerce yapılacak yüksek tutarlı temettü ödemelerinin şirket değeri üzerinde olumlu etkide bulunacağını savunmakta iken, bir kısmı da şirket değeri üzerinde olumsuz etkide bulunacağını savunmaktadır. Her iki tarafın savunduğu görüşler dayandıkları esaslar ile birlikte aşağıda verilmiştir.

1.2.1.Yüksek Tutarda Yapılan Temettü Ödemelerinin Şirket Değeri Üzerinde Olumlu Etkisi Olduğunu Savunanların Görüşleri

Yüksek tutarda yapılan temettü ödemelerinin şirket değeri üzerinde olumlu etkide bulunduğunu savunanlar tarafından ortaya konulan bu görüş, Eldeki Kuş Teorisi'ne (Bird In The Hand Theory) ve temettü ödemelerinin şirketlerin finansal durumlarına ilişkin bilgi niteliği taşıma özelliklerine dayandırılmaktadır.

1.2.1.1. Eldeki Kuş Teorisi (Bird In The Hand Theory)

Temettü politikasının şirket değeri üzerinde herhangi bir etkisinin olmadığını iddia eden teoriye (Dividend Irrelevance Theory) göre, kişiler elde ettikleri kazancı temettü veya sermaye kazancı olmasına önem vermemekte, sadece elde ettikleri toplam getiri ile ilgilenmektedir.

Ancak, Eldeki Kuş Teorisi'ne (Bird In The Hand Theory) göre insanlar, elde ettikleri bir birimlik temettüyü bir birimlik sermaye kazancından daha değerli bulmaktadır. Bunun nedeni de, temettünün şirket yöneticilerince kontrol edilebilmesine karşın, şirket hisse senetlerinin fiyatlarının piyasada belirlenmesi, dolayısıyla karpayı kazançlarının yatırımcılar için sermaye kazançlarından daha risksiz olmasıdır.

Ancak bu görüşün eleştirildiği bazı noktalar da bulunmaktadır. Konu, şirketin uygulayacağı temettü politikasının yatırım ve borç-öz kaynak yapısı üzerinde herhangi bir etkisinin olmayacağı yönündeki temel varsayım çerçevesinde ele alındığında, temettü politikasının şirket nakit akımı üzerinde herhangi bir etkisi olmamaktadır. Temettü politikasının şirketin genel nakit akımı üzerinde herhangi bir etkisinin bulunmadığı bir durumda, şirketin taşıdığı risk üzerinde de herhangi bir etkide bulunması söz konusu değildir. Bunun sonucunda da yüksek tutarda ödenen temettüler şirketin riskini azaltmamakta, yeni ihraçları gerekli kıldığından riski şirketin yeni ortaklarına transfer etmektedir (Keown.1996: 586).

1.2.1.2. Temettünün Bilgisel İçeriği

Yüksek tutarda yapılan temettü ödemelerinin şirket değeri üzerinde olumlu etkide bulunduğunu savunan kişilerce, temettünün yatırımcılar için bilgi niteliğinde olduğu da ortaya konmaktadır. Çünkü, mükemmel olmayan piyasalarda şirketlerin mevcut mali yapılarına ilişkin olarak, yatırımcılar ile şirket yöneticileri arasında asimetrik bilgi dağılımı söz konusudur. Bu nedenle yatırımcılar tarafından şirketlerin dağıttıkları temettüler, şirketlerin mevcut dönemdeki ve gelecekteki kazançlarına

ilişkin en güvenilir bilgi kaynağı olarak kabul edilmektedir. Şirket tarafından yapılan yüksek tutardaki temettü ödemeleri yatırımcılar tarafından yüksek tutarda elde edilen ve gelecekte de elde edilecek olan gelirin göstergesi olarak kabul edildiğinden, şirket hisse senetlerinin fiyatında bir artışa neden olacağı öne sürülmektedir.

Ancak yatırımcılar tarafından ödenen temettü tutarlarına yüklenen bu özellik, konu hakkında hassas bir değerlendirme yapılmasını gerekli kılmaktadır. Şirketler çok iyi bir yatırım olanağı elde etmeleri durumunda, maliyet unsurunu da dikkate alarak yatırımın finansmanını dış kaynaklar yerine iç kaynaklardan gerçekleştirmeyi tercih edebilmektedir. Yapılan bu finansman tercihi sonucunda da ödenecek temettü tutarında bir düşüş meydana gelmektedir. Şirket yöneticileri tarafından sözkonusu durumun yatırımcılara çok iyi bir şekilde aktarılması durumunda, şirket senetlerinde beklenenin aksine bir yükseliş meydana gelebilir ki, bu da yüksek tutarda yapılan temettü ödemelerinin şirket değerini artırdığını savunan kişilerin bu görüşünü çürütmektedir⁴. Zira, yatırım olanaklarının olmaması nedeni ile yüksek tutarda yapılan temettü ödemeleri, bu durumun yatırımcılarca anlaşılması sonucunda, beklenildiğinin tersine şirket hisse senetlerinin fiyatları üzerinde düşürücü bir etkiye sahip olabilecektir.

1.2.2. Yüksek Tutarda Yapılan Temettü Ödemelerinin Şirket Değeri Üzerinde Olumsuz Etkisinin Olduğunu Savunanların Görüşleri

Net karın büyük bir kısmının temettü olarak dağıtılmasının şirket değeri üzerinde olumsuz etkide bulunacağını savunan taraflar, bu görüşlerini iki noktada toplamaktadır. Bunlar vergi ve yapılan ihraçların maliyetidir.

Konuya vergi açısından bakıldığında, bir çok ülkede sermaye kazancı, temettü gelirinden daha düşük oranlarda vergilendirildiğinden, şirket tarafından elde edilen karın ortaklara sermaye kazancı yerine temettü geliri olarak aktarılması, ortakların ellerinde ödeyecekleri vergi sonrasında, daha az tutarda gelir kalmasına neden olmaktadır (Finnerty.1986:205).

Bunun yanısıra, sermaye kazançlarının elde edildikleri zamanda vergilendirilmesi ve bu nedenle yatırımcılar tarafından bu kazancın edinim zamanının, kazançlarının az olduğu, dolayısıyla vergi yükümlülüğünün düşük olduğu dönemlere getirilmesinin mümkün olması, sermaye kazancını temettü kazancının yanında daha güçlü kılmaktadır. Bu durumda, temettü kazancı ile sermaye kazancı eşit oranda vergilendirilse bile efektif olarak sermaye kazancı daha düşük

⁴ Yapılan bu değerlendirmede, yatırımcılar tarafından dağıtılan temettünün nemalandırılması sonucunda elde edilecek getirinin, şirket tarafından karın otofinansmanda kullanması suretiyle yapacağı yatırımın getirisinden düşük olacağı esas alınmıştır.

vergilendirilmiş olmaktadır. Bu nedenle de yatırımcıların düşük kar dağıtımını tercih etmeleri öngörülmektedir (Keown.1996:587:Ben-Horim.1987:343).

Düşük tutarda ödenen temettülerin şirket değeri üzerinde olumlu etkisi olduğunu savunan kişilerce öne sürülen diğer bir husus da, yapılan ihraçların maliyetinin yüksek olmasıdır. Bu görüşe göre, şirketler tarafından yüksek tutarda yapılan temettü ödemeleri sonrasında, ortaya çıkan finansman ihtiyacının iç kaynaklardan temin edilmesi yönünde bir kararın alınması, yeni ihraçların yapılmasını gündeme getirmektedir. Yapılan ihraçların neden olduğu giderler de göz önüne alındığında, yapılması gereken ihraç tutarı ihtiyaç duyulan kaynaktan daha fazla olmaktadır. Bu da mevcut şirket ortaklarının aleyhine bir durum yaratmaktadır.

1.2.2.1. Artık Temettü Teorisi (Residual Dividend Theory)

Düşük tutarda yapılan temettü ödemesinin şirket değeri üzerinde olumlu etkisi olduğunu ortaya koyan görüşe paralel olarak oluşturulan bir görüş de Artık Temettü Teorisi'dir. Bu görüşe göre, gerçek hayatta temettü politikaları, yatırım olanakları ile yatırımların finansman imkanlarından oldukça etkilenmektedir. MM tarafından koşulları ortaya konulan mükemmel piyasada hisse senedi ihracının maliyetinin olmadığı varsayılmıştır. Ancak uygulamada, hisse senedi ihracı oldukça maliyetlidir. Bu sebeple, belli tutardaki bir yatırımın gerçekleşmesi için yapılan ihraç tutarı, yatırımın gerektirdiği tutardan daha fazla olmaktadır.

Şirket finansmanında iç kaynaklar ile dış kaynakların kullanılmasının maliyette yarattığı farklılıklar, finansman yönteminin belirlenmesinde etkin olmaktadır. Dış finansman yönteminin maliyetinin, iç finansman yönteminden daha fazla olması, şirketlerin iç finansman yöntemini seçmelerine neden olmaktadır. Bu nedenle de, Artık Temettü Teorisi savunucuları, yatırımların finansmanının iç kaynaklardan sağlandıktan sonra kalan tutarın temettü olarak dağıtılmasını öngörmektedir.

Bu teori uyarınca şirketler tarafından;

- 1- Gelecekteki yatırımların finansmanında optimum borç rasyosu oluşturulmalı,
- 2- Yatırımın şimdiki değeri pozitif ise kabul edilmeli,
- 3- Öncelikle iç kaynakları kullanarak yeni yatırımlar finanse edilmeli, ancak bu kaynaklar yeterli olmazsa yeni pay ihracı yapılmalı,
- 4- Yatırımların finansmanı sonrasında şirketin halen fazla olan bir kaynağı kalıyor ise, bu kaynak temettü olarak dağıtılmalıdır (Keown.1996:588-589).

Şirketlerce izlenmesi öngörülen bu prosedür sonucunda, şirketlerin temettü ödemeleri, şirketlerin yatırım imkanlarından, sermaye yapılarından ve iç kaynaklarının büyüklüğünden etkilenmektedir. Bu yaklaşıma yöneltilen en büyük eleştiri, yukarıda yer alan unsurlar nedeni ile temettü ödemelerinin her dönemde değişecek olmasıdır. Oysa yatırımcılar açısından düzenli tutarlarda elde edilen temettü gelirleri önem taşımaktadır. Bu yaklaşımın benimsenmesi sonucunda temettü miktarında sık sık değişiklik yapmak durumunda olan şirketlerin değeri de, dağıtılan temettü miktarını istikrarlı bir şekilde devam ettiren şirketlerden daha düşük olmaktadır.

II. ŞİRKETLERİN TEMETTÜ POLİTİKALARININ OLUŞUMUNU ETKİLEYEN UNSURLAR

Yukarıda özetlenen ve temettü politikalarının şirket değeri üzerindeki etkisini açıklamaya yönelik teorik yaklaşımlar, şirketlerin temettü politikalarının oluşturulması aşamasında göz önüne alınmakla birlikte, aşağıda yer alan unsurlar şirketlerin oluşturacakları temettü politikalarını şekillendirmektedir.

2.1. Yasal Sınırlamalar

Şirketlerin yapacakları temettü ödemelerini etkileyen en önemli unsurlardan bir tanesi yasal düzenlemeler ve şirket esas sözleşmesinde yer alan hükümlerdir. Her ülkede, hatta bazı ülkelerde her eyalette değişebilen bu düzenlemeler, şirketlerin yapabilecekleri temettü ödeme şekillerini ve temettü ödemelerinin kaynaklarını belirlemesi nedeniyle, şirketlerin temettü politikalarının sınırını çizebilmektedir.

2.2. Vergi Düzenlemeleri

Şirketlerin temettü politikalarını etkileyen diğer önemli bir unsur da vergi düzenlemeleridir. Vergi düzenlemelerinde temettü kazancının sermaye kazancından farklı oranlarda vergilendirilmesi, şirket ortaklarının içinde buldukları vergi dilimi, şirketler tarafından oluşturulacak temettü politikaları üzerinde etkili olmaktadır.

2.3. Yatırım Olanakları

Şirketler tarafından iyi yatırım olanaklarının elde edilmesi halinde, elde edilen karın şirket bünyesinde tutularak, yatırımlar için kullanılması gündeme gelmektedir. Zira, şirketlerce yapılan ihraçlar bir maliyet taşıdığından, bunun

karşılanması için ihtiyaç duyulan fon miktarından daha fazla ihraç gündeme gelmekte, bunun sonucunda da piyasada şirkete ait hisse senedi sayısı artmakta ve şirket ortaklarının aleyhine bir durum ortaya çıkmaktadır.

2.4. Şirketin Likidite Durumu

Şirket bilançosunda görünen yüksek tutarlı karlar şirketin mali yapısının temettü ödemeye uygun olduğunun göstergesi olamamaktadır. Bir şirketin likit değerleri, bu şirketin karından tamamen bağımsızdır ve şirket oldukça karlı olmasına rağmen likidite problemi yaşayabilmektedir. Yapılan temettü ödemeleri de genellikle şirketten nakit çıkışını gerektirdiğinden, şirketin likidite durumu önem kazanmaktadır.

Ayrıca, enflasyonun yüksek olduğu dönemlerde şirketlerin karlılıkları yüksek görünmesine rağmen, işletme sermayesi ihtiyacının artması sonucu kar dağıtım olanakları da azalmaktadır.

2.5. Finansman Yollarının Kısıtlı ve Maliyetli Olması

Şirketler elde ettikleri karları temelde iki amaç için kullanmaktadırlar. Bunlardan bir tanesi ortaklarına temettü ödemesi yapmak, diğeri de yapacağı yatırımların finansmanını sağlamaktır. Bu durum, şirketler tarafından sahip olunan fonların temettü ödemelerinde kullanılması halinde, yapılacak yatırımların finansmanının yeni ihraçlar ile karşılanmasını gerektirmektedir. Ancak yeni ve küçük şirketler için dış finansmanda yaşanacak güçlükler göz önüne alındığında, elde edilen karın temettü olarak dağıtılması yerine şirket finansmanında kullanılması daha anlamlı olmaktadır.

2.6. Karların İstikrarı

Şirketlerin elde ettikleri karlar ne kadar öngörülebilir ve istikrarlı ise, temettü ödemelerinin yapılması da o kadar kolay olmaktadır. Bir şirketin yapmış olduğu işin niteliği gereği, elde ettiği karın dönemler itibari ile değişiklik göstermesi, şirket tarafından yapılan temettü ödemelerinin şirket için sorunlar yaratmasına neden olabilmektedir. Bu nedenle de bu tür şirketler tarafından ihtiyaç duyulan dönemlerde kullanılmak üzere elde edilen karların şirket bünyesinde tutulması, yapmış oldukları işin bir gereğidir.

2.7. Şirketlerin Borçluluk Durumu

Yüklü miktarda borçlu olan şirketler tarafından, faaliyetleri sonucunda elde edilen kaynakların, temettü ödemelerinde kullanılması yerine, var olan borçlarının ödenmesinde kullanılması, sözkonusu şirketlerin varlıkları ve gelecekleri açısından gerekli olmaktadır.

2.8. Şirket Üzerindeki Kontrol Yetkisini Koruma İsteği

Birçok şirkette yönetimde söz sahibi olmak, sahip olunan payın büyüklüğüne bağlı olmamakla birlikte, küçük şirketlerde bu durum önem arz etmektedir. Bu nedenle, temettü ödemeleri nedeniyle gündeme gelen ihraçlarda mevcut ortakların yeni pay alamamaları halinde, şirket yönetimi üzerindeki kontrollerinde bir azalma meydana gelmektedir.

Bu çerçevede küçük şirketlerce diğer etkilerin yanısıra (finansman gibi) bu nedenle de, elde edilen karın temettü ödemelerinde kullanılması yerine şirket bünyesinde tutulması tercih edilebilmektedir.

III. ŞİRKETLERCE OLUŞTURULAN TEMETTÜ POLİTİKALARI VE TEMETTÜ ÖDEME YÖNTEMLERİ

3.1. Şirketlerce Oluşturulan Temettü Politikaları

Şirketler tarafından temettü politikaları oluşturulurken bugün ödenecek temettü tutarı ile gelecekteki büyüme oranı arasında bir dengenin sağlanması sonucunda, şirket hisse senetlerinin değerinin maksimize edilmesi amaçlanmalıdır (Brigham.1986:534). Bu amaç yukarıda yer alan tüm unsurların dikkate alınması ile gerçekleştirilmelidir.

Uygulamada şirketler tarafından oluşturulan temettü politikaları aşağıda verilmiştir.

3.1.1.Sabit Tutarda Yapılan Temettü Ödemeleri

Sabit tutarda yapılan temettü ödemeleri politikasının uygulandığı şirketlerde, elde edilen net kar değişse bile, yapılan temettü ödemesi miktarında nadiren değişiklik yapılmaktadır. Bu politikanın benimsendiği şirketlerde, dağıtılan temettü

tutarında yapılacak değişiklik doğrudan pay başına düşen karla ilişkilendirilmemekte, şirketin elde ettiği ve edeceği kazançların değerlendirilmesi sonucunda uzun vadeli olarak belirlenmektedir.

Ödenen temettünün, yatırımcılar tarafından şirketin elde ettiği ve edeceği kazancın bir göstergesi olarak kabul edilmesi nedeni ile, bir şirket tarafından elde edilen kazanç düşmesine rağmen, ödenen temettü miktarının değişmeyerek devam etmesi, yatırımcının sözkonusu şirkete olan güveninin sürmesini sağlamaktadır. Bunun sonucunda da yatırımcılar tarafından böyle bir şirkete, ödediği temettü miktarını elde ettiği kazanç ile doğrudan ilişkilendiren bir temettü politikası uygulayan şirketlere nazaran daha çok değer atfedilmektedir. Sabit tutarda ödenen temettü, bu özelliğinin yanısıra sabit periyodik gelir elde etmeyi arzulayan yatırımcılar tarafından da tercih edilmektedir.

Ekonomilerde enflasyonun yaşanmaya başlanması ile birlikte, sabit tutarlı temettü politikası yerini, “sabit büyüme oranı” (stable growth rate) politikasına bırakmıştır. Bu politikayı benimseyen şirketler, ödeyecekleri temettü miktarını, her yıl daha önceden sabit olarak tespit ettikleri oranda artırmak suretiyle belirlemektedir. Bir şirketin bu tür bir politikayı sürdürebilmesi için büyüme hızının da, en az ödenecek temettü tutarlarında yapılacak artışı belirleyen oranda olması gerekmektedir (Brigham.1986:544).

3.1.2. Sabit Oranlı Temettü Ödemeleri

Şirketlerin çok küçük bir bölümü tarafından temettü politikası olarak, elde edilen kazancın belli bir oranının dağıtımı esas alınmaktadır. Şirketlerce elde edilen kazanç her dönem değiştiğinden, bu politikanın benimsendiği şirketlerin dağıtmış oldukları temettü miktarı da her dönem değişmektedir. Çalışmanın daha önceki bölümlerinde belirtilen nedenlerle, şirketler tarafından bu temettü politikasının benimsenmesi şirket değeri üzerinde olumlu etkide bulunmamaktadır.

3.1.3. Düzenli Olarak Düşük Tutarlı Temettü Ödemesi ve Yapılan Ek Temettü Ödemesi

Düşük tutarda yapılan düzenli temettü ödemelerinin yanısıra yapılan ekstra temettü ödemeleri politikası yukarıda yer alan iki politikanın birleşiminden meydana gelmektedir. Bu temettü politikası daha çok elde edilen kar tutarının dönemler itibari ile değiştiği şirketlerce tercih edilmektedir. Şirket tarafından ortaklarına düzenli

olarak düşük tutarda temettü ödemesi yapılmakta, kazancın yüksek olduğu dönemlerde ek temettü ödemeleri yapılmaktadır.

3.1.4. Temettü Avansı Ödemeleri

Temettü avansı (interim dividend) politikasının benimsendiği şirketlerde, hesap dönemi bitmeden veya bitmiş olsa bile genel kurul tarafından kar dağıtım kararı alınmadan, ileride her paya karşılık düşecek temettüye mahsuben avans ödemesi yapılmaktadır (Tekinalp.1977:387).

Bu politika yurtdışında şirketler tarafından çok yaygın bir şekilde uygulanmaktadır.

Ülkemizde mevcut düzenlemeler çerçevesinde uygulanması mümkün olmayan ve çalışmanın esasını oluşturan temettü avansı politikası çalışmanın IV ve V'inci bölümlerde detaylı olarak incelenmiştir.

3.2. Temettü Ödeme Yöntemleri

3.2.1. Nakit Olarak Yapılan Temettü Ödemeleri

Şirketler tarafından ortaklarına yapılan en yaygın temettü ödeme şekli nakit olarak yapılan temettü ödemeleridir. Bu yöntem şirketten nakit çıkışını gerekli kıldığı için şirketin likidite durumu bu yöntemin benimsenmesinde önem kazanmaktadır.

3.2.2. Hisse Senedi Şeklinde Yapılan Temettü Ödemeleri

Bazı şirketler tarafından temettü dağıtımının nakit olarak gerçekleştirilmesi yerine hisse senedi şeklinde gerçekleştirildiği görülmektedir. Bu şekilde yapılan temettü ödemelerinde, şirket ortaklarına nakit yerine hisse senedi verilmektedir.

Hisse senedi şeklinde yapılan temettü ödemesi, aslında dağıtılmayan karlardan sermaye hesabına yapılan bir nakil işlemidir (Yüksel.1991:86). Hisse senedi şeklinde yapılan temettü ödemesi, hisse senetlerinin itibari değerinde herhangi bir değişiklik meydana getirmemektedir.

Şirket yöneticileri tarafından temettü ödemelerinin nakit yerine hisse senedi şeklinde yapılmasının çeşitli nedenleri bulunmaktadır. Bunlar, şirket hisse senetlerinin fiyatlarının yüksek bulunması, piyasadaki şirket hisse senetlerinin ve

şirket ortaklarının sayısının artırılması ve şirket hisse senetlerinin likit hale getirilmesi talebidir.

Ayrıca, temettü ödemesinin hisse senedi şeklinde gerçekleştirilmesi, şirketten fon çıkışı olmadan kar dağıtımını olanaklı kıldığından, elde edilen karı şirket bünyesinde tutmak ile dağıtmak arasındaki çelişkiyi ortadan kaldırmak gibi bir avantaj da sağlamaktadır.

3.2.3. Hisse Senetlerinin Nominal Değerinin Azaltılması ve Sayısının Artırılması Yoluyla Temettü Dağıtım (Stock Split)

Hisse senedi şeklinde yapılan temettü ödemelerinin aksine stock split'in şirketin yedek akçeleri veya sermaye hesabı üzerinde herhangi bir etkisi bulunmamaktadır.

Bu yöntemde şirket hisse senetlerinin nominal değerleri belirli bir oranda azaltılarak hisse senedinin sayısı artırılmaktadır. Şirket ortaklarının ellerindeki hisse senetlerinin sayısı artmasına karşın, bu senetlerin nominal değeri aynı oranda azaldığından, şirket ortaklarının şirketteki toplam payı değişmemektedir. Bu işlemde de, fiyatı yüksek bulunan hisse senedinin fiyatının düşmesi sağlanarak likit hale getirilmesi amaçlanmaktadır.

3.2.4. Şirketlerin Kendi Hisse Senetlerini Almaları

Şirketler tarafından yapılan nakit temettü ödemelerinin bir alternafi olarak da, kendi hisse senetlerini almaları görülmektedir. Şirketler tarafından kendi hisse senetlerinin satın alınması sonucunda piyasadaki hisse senedi miktarı azaltılmakta, bu işlem sonucunda da şirketin net karında meydana gelen artış nedeniyle pay başına elde edilen gelir artmaktadır. Her bir paya düşen gelirin artması sonucunda da, senet değerinde bir artış ortaya çıkmaktadır.

Şirketlerin 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. Bu da yatırımcıların, sadece senetlerini satmaları durumunda vergi ödemelerini, ayrıca sermaye kazancının karpayı kazancından daha düşük vergilendirilmesi durumunda da, vergi avantajı elde etmelerini sağlamaktadır.

Sağlanan diğer avantaj da, Şirketlerin 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.

IV. TEMETTÜ AVANSINA İLİŞKİN YURTDIŞI DÜZENLEMELERİ

Çalışmanın bir önceki bölümünde belirtildiği gibi Şirketler tarafından çeşitli temettü politikaları oluŐturulmakta olup, bunlardan bir tanesi de ara dönem karpayı ödemeleridir.

Temettü avansı olarak adlandırılan bu ödeme, gerçekte muhtemel yıllık kardan pay sahibine düşecek karpayına mahsuben yapılan avans ödemesi niteliğindedir (Tekinalp.1977:387).

Temettü avansı bu özelliği ile kesin ödemeli “ara kar”dan ayrılmaktadır. Kesin ödemeli ara karda hesap dönemi, oniki aydan daha kısa olup, belirlenmiş olan hesap dönemi sonrasında bilanço ve gelir tablosu çıkarılmakta, ayrıca genel kurul tarafından toplanılarak kar dağıtımına ilişkin karar verilmektedir. Temettü avansında ise hesap dönemi bitmeden veya bitmiş olsa bile genel kurul tarafından kar dağıtım kararı alınmadan, ileride her paya karşılık düşecek temettüye mahsuben avans ödemesi yapılmaktadır (Tekinalp.1977:387).

Özellikle hisse senedini kısa vadeli diğer yatırım araçları karşısında rekabet edebilir hale getirebilmek, dolayısıyla pay sahipliğine olan talebi artırarak sermayeyi tabana yayıp, piyasanın daha etkin olmasını sağlamak amacı ile benimsenen temettü avansına ilişkin yurtdiŐında birçok düzenleme yapılmıştır.

Ülkemizde konuya ilişkin mevcut bir düzenleme bulunmamakla birlikte “2499 sayılı Sermaye Piyasası Kanunu Değişiklik Tasarısı” (Kanun Tasarısı) nda bu konuda bir hüküm yer almaktadır.

YurtdiŐındaki düzenlemeler incelenirken bunların farklı niteliklerinin ortaya konulabilmesini teminen, temettü avansı düzenlemelerinde farklı yaklaŐımların sergilendiği Almanya, İngiltere ve Amerika Birleşik Devletleri (A.B.D.) örnek olarak seçilmiŐtir. Bu ülkeler arasında Almanya’da yapılmış olan düzenleme, Kanun Tasarısı’nda yer alan hükme yakın nitelikler taşıdığından daha ayrıntılı olarak verilmiştir.

Ancak örnek olarak seçilen ülkelerdeki temettü avansı düzenlemelerinin karşılaştırılmasından önce, yapılan çalışmanın daha iyi ortaya konulabilmesi için A.B.D. ve İngiltere'deki Şirketler Kanunu düzenlemelerindeki farklılıkların açıklanmasının anlamlı olacağı düşünülmüş ve öncelikle bu konuya değinilmiştir.

İngiltere'de düzenlenmiş bulunan Şirketler Kanunu'nda (1985 Company Act bölüm 263-281), şirketlerin dağıtmaya müsait karları ile yönetim kurulu üyelerinin sorumluluklarına ilişkin hükümler yer almakla birlikte, mevcut düzenlemeler uyarınca yönetim kurulu üyelerinin atanması, senet ihracı, temettü ödemeleri gibi konular şirketin iç yönetimi ile ilgili hususlar olarak nitelendirildiğinden, bu konuların şirketlerin iç tüzüklerinde⁵ yer verilecek hükümler ile düzenlenmesi öngörülmüştür.

Bunun yanısıra, 1985 tarihli Şirketler Kanunu (Company Act; CA) uyarınca çıkarılan bir tüzükte, çeşitli şirket tipleri için şirketlerin aynen veya değiştirerek benimsiyebilecekleri "model" iç tüzükler düzenlenmiştir. Bu çerçevede, şirketler sözkonusu tüzükte, kendileri için öngörülen örnek iç tüzüğü aynen benimseyebilecekleri gibi, düzenleyecekleri iç tüzüğün bazı hükümlerini örnek iç tüzükte yer alan hükümlerden seçebilmekte veya tamamen farklı bir iç tüzük düzenleyebilmektedir. Bir şirketin iç tüzük düzenlememesi veya şirket tarafından düzenlenen iç tüzükte belirli konularda hüküm yer almaması durumunda, sözkonusu tüzükte o şirket tipi için öngörülen model iç tüzük hükümleri kendiliğinden yürürlüğe girmektedir (Budak.1991:72).

İngiltere'deki düzenlemeler çerçevesinde, şirketler tarafından hazırlanacak iç tüzüklerde konuya ilişkin farklı hükümler öngörülebileceğinden, CA uyarınca çıkarılan tüzükte yer alan örnek iç tüzük esas alınmıştır.

A.B.D.'nde ise Şirketler Kanunu eyalet bazında düzenlenmektedir. Ancak, burada da Amerikan Barolar Birliği Şirketler Hukuku Komisyonu (American Bar Association Committee on Corporate Law) tarafından eyaletler için, uygulayabilecekleri örnek bir düzenleme hazırlanmıştır. Adı "Model Business Corporation Act" (MBCA) olan bu düzenleme birçok eyalet tarafından düzenlenen Şirketler Kanunu'nun esasını oluşturmaktadır (Metzger ve Başk.1989: 847).

⁵ İngiltere'de anonim şirketlerin iki tane esas mukavelesi bulunmakta olup, bunlardan bir tanesi şirket ana sözleşmesi olarak tanımlanabilecek ve şirketin kimliği ile nitelikleri hakkında hükümler içeren "memorandum of association", diğeri de "iç yönetmelik" olarak tanımlanabilecek olan ve şirketin organları ile pay sahiplerinin hakları konusunda hükümler içeren "article of association"dır (Charlesworth and Morse.1999; 60).

A.B.D.'nde hazırlanan MBCA'te temettü dağıtımına ilişkin hükümler bulunmasına rağmen, temettü avansı için özel hükümler yer almamaktadır. Temettü avansı, üç ayda bir yapılan temettü ödemeleri olarak tanımlandığından (Altman.1986;10) ve bu düzenleme uyarınca temettü ödemelerinin zamanına ve miktarına ilişkin kararlar tamamen yönetim kurulunun yetkisinde olduğundan⁶, yapılan değerlendirmede MBCA'te yer alan temettü ödemelerine ilişkin hükümler esas alınmıştır.

4.1. Temettü Avansına İlişkin Yurtdışı Düzenlemelerinin Karşılaştırılması

A.B.D. ve İngiltere'deki düzenlemeler şirketlere çok uzun zamandır bu tür bir politika benimseme imkanı vermekle birlikte, Alman Paylı Ortaklıklar Kanunu'nda "Aktiengesetz" (APOK) 1965 yılında yapılan bir değişiklik ile Almanya'daki şirketlerin de ara dönemler itibari ile karpayı dağıtmalarına imkan verilmiştir.

Yapılan bu düzenlemenin gerekçesinde, temettü ödemelerine ilişkin mevcut düzenlemelerin pay sahiplerinin ancak yılda bir kere karpayı alabilmelerini öngörüyor olmasının, hisse senedini sabit faizli tahvile karşı zayıf kılması gösterilmiştir. Zira o dönemde anılan tür tahvilde altı ayda bir faiz ödenmektedir. Ayrıca, yabancı hisse senetlerinde de ara dönemler itibari ile karpayı ödemeleri yapılmaktadır (Tekinalp.1977:389). Ancak yapılan düzenleme, şirketlere yükümlülükler de getirdiğinden zorunlu tutulmayarak seçimlik bir düzenleme niteliğinde hazırlanmıştır.

Söz konusu düzenleme Almanya'da APOK'nun 59'uncu maddesinde yer almakta olup;

- (1) Şirket esas sözleşmesi yönetim kurulunu, hesap dönemi bitiminden sonra geçici olarak çıkarılan bilanço karından, ortaklara temettü avansı ödenmesi yönünde yetkilendirebilir.
- (2) Yönetim kurulu, temettü avansı ödemesini ancak geçen hesap dönemi için geçici olarak çıkarılan hesapların kar göstermesi durumunda yapabilir. Temettü avansı olarak en fazla, dönem sonunda oluşan kardan kanun veya ana sözleşme uyarınca ayrılması gereken yedek

⁶ A.B.D.'ndeki kar dağıtımına ilişkin düzenlemeleri Almanya ve İngiltere'den farklı kılan en önemli husus, Amerika'da kar dağıtımına ilişkin kararların yönetim kurulu yetkisi dahilinde olmasıdır (Ruckstuhl.1974:70). Yönetim kurulunun bu yetkisi münhasırdır. A.B.D.'nde Almanya ve İngiltere'nin tersine genel kurula kar dağıtımında yetki verilmemiştir (Tekinalp.1977:391).

akçe miktarları düşüldükten sonra kalan miktarın yarısı dağıtılabilir. Ayrıca dağıtılan temettü avansı bir önceki yıla ait bilanço karının yarısını geçemez.

- (3) Temettü avansı ödemesinin yapılabilmesi, denetim kurulunun onayını gerektirir.

hükümlerini taşımaktadır.

APOK'nun 59'uncu maddesinde yer alan düzenleme esas alınarak, konu İngiltere ve A.B.D. düzenlemeleri ile karşılaştırıldığında;

a) APOK'nun 59'uncu maddesi uyarınca, temettü avansı ödemelerinin yapılabilmesi için yönetim kuruluna şirket esas sözleşmesi ile yetki verilmesi gerekmektedir. Esas sözleşme tadili yapılmadan genel kurul kararı ile yapılan yetkilendirme yeterli olmamaktadır. Bunun yanısıra, yönetim kurulu şirket esas sözleşmesi ile yalnızca temettü avansı ödenmesi konusunda yetkili kılınabilmektedir. Yönetim kuruluna temettü avansı ödenmesi konusunda bir zorunluluk getirilememektedir.

İngiltere'de de temettü avansı ödemelerinin yapılabilmesi için yönetim kuruluna şirket iç tüzüğünde yetki verilmesi gerekmekte olup, bu konuda yönetim kuruluna bir zorunluluk getirilememektedir. Amerika'da düzenlenmiş olan MBCA uyarınca, kar dağıtımına ilişkin kararlar zaten tamamen yönetim kurulunun yetkisindedir (MBCA. 6.40). Sözkonusu düzenleme uyarınca da yönetim kuruluna temettü avansı dağıtılması konusunda bir zorunluluk getirilememektedir.

İngiltere ve Almanya'da mevcut düzenlemeler uyarınca, yönetim kurulu temettü avansı ödemesi konusunda şirket esas sözleşmesi ile yetkili kılınmamış ise, kar dağıtımı yalnızca yıllık genel kurul toplantısında kar dağıtımına ilişkin alınacak karara istinaden yapılabilmektedir.

b) APOK'nun 59'uncu maddesi uyarınca, bilanço karından temettü avansı ödenmesi, ödemenin ait olduğu hesap döneminin sona ermesinden sonra mümkündür. Halen devam etmekte olan hesap dönemine ilişkin temettü avansı ödemesi yapılması hiçbir şekilde mümkün değildir. Ancak hesap döneminin ne takvim yılı ile aynı olması, ne de 12 aylık bir süreyi kapsamaması mecburi kılınmıştır. Hesap döneminin sadece 12 aydan uzun olamayacağı esas alınmıştır (Barz ve Başk.1973:447).

Ayrıca, ara dönemlerde yapılan temettü avansı ödemesi, ancak geçen hesap dönemi için hazırlanan geçici bilançoda bir karın oluşması durumunda mümkün

olmaktadır. Bu düzenleme ile, anonim şirketin ilgili dönemde kar elde etmemesi halinde, temettü avansı ödemesinin yapılması önlenmiştir. Şirket sermayesinin korunmasına yönelik olarak konulan bu kurala ek olarak, ödenecek temettü avansı tutarının, kanun veya esas sözleşme ile belirlenmiş olan yedek akçe tutarları düşüldükten sonra kalan dönem karının yarısından fazla olamayacağı ve bir önceki yılın bilanço karının da en fazla yarısı kadar olabileceği hükümleri getirilmiştir.

Bu hükümlerin yanısıra, şirketler ana sözleşmelerine ekleyecekleri hükümler ile, bunlara ek olarak başka hükümlerin de yerine getirilmesini veya ödenecek temettü avansı miktarının daha da azaltılmasını sağlayabilmektedir. Buna karşılık, şirketlerin esas sözleşmelerine ekleyecekleri maddeler ile APOK'nun 59'uncu maddesinde yer alan şartları esnetmelerine imkan tanınmamıştır (Barz ve Başk.1973:447).

İngiliz hukukunda “temettü avansı” sadece iki olağan genel kurul toplantısı arasında herhangi bir zamanda dağıtılacağı açıklanan karpayı şeklinde tanımlanmıştır (Tekinalp.1977:391). Ayrıca, şirketler için hazırlanmış olan “model” iç tüzükte, temettü avansı ödemelerine getirilen sınırlama, bu tutarın ileride dağıtılmaya müsait olarak belirlenecek kar miktarı⁷ tarafından karşılanabileceğine ilişkin yönetim kurulunca bir kanaatin taşınması aranmıştır (CA, Tablo A. sec. 103). Dağıtılacak temettü avansının miktarının belirlenmesi konusunda yönetim kurulu, İngiltere'deki düzenlemede, Almanya'daki düzenlemeye nazaran daha yetkili kılınmıştır.

A.B.D.'nde, MBCA uyarınca temettü ödemeleri yönetim kurulu tarafından belirlenmekte olup, ödenecek miktara ilişkin sınırlamalar, şirketlerin esas sözleşmelerine koyacakları hükümlerin yanısıra, MBCA'nın 6.40.(c) numaralı maddesinde yer alan hükümler çerçevesinde belirlenmektedir.

MBCA 6.40.(c) uyarınca şirketler yapacakları temettü ödemesi sonrasında; normal faaliyet sürecinde borçlarını ödeyemeyecek duruma düşeceklerse veya aktif toplamı, borçlarının toplamı ile şirketin ödeme gününde tasfiyesinin sözkonusu olması durumunda imtiyazlı pay sahiplerine ödenmesi gereken tutarlar toplamından daha küçükse kar dağıtımını yapamamaktadır. Bu düzenleme içinde de, dağıtımına konu olabilecek kar miktarı belirlendikten sonra yönetim kuruluna dağıtılacak tutarı serbestçe belirleme imkanı verilmiştir.

⁷ CA 163 (1) numaralı bendinde dağıtılmaya müsait kar, daha önce dağıtılmamış veya sermayesine eklenmemiş gerçekleşen kümülatif kardan, daha önce indirim kalemi olarak yer almamış olan kümülatif zararın indirilmesi sonucunda kalan tutar olarak belirlenmiştir. Ayrıca, halka açık şirketler için ek yükümlülükler getirilmiş ve yapacakları dağıtım sonrasında net varlık toplamının, ödenmemiş sermaye toplamı ile dağıtımına konu olamayacak yedeklerin toplamından küçük olması durumunda kar dağıtılamayacakları öngörülmüştür.

c) APOK'nun 59'uncu maddesi uyarınca, temettü avansına ilişkin olarak yönetim kurulunca verilen dağıtım kararının denetim kurulu tarafından onaylanması öngörülmüştür. Onay tüm denetim kurulunun katılımıyla alacağı bir kararı gerektirmektedir (Lutter.1988:715). İngiltere'de ve Amerika'da ise temettü avansı ödemesine ilişkin yönetim kurulu tarafından alınan kararın, şirketin başka bir organı tarafından onaylanması gerekmemektedir.

d) APOK'nun 59'uncu maddesi uyarınca, yönetim kurulunun temettü avansı ödemesine ilişkin olarak almış olduğu karar denetim kurulu tarafından da onaylandıktan sonra şirket ortaklarının, genel kurul tarafından alınan temettü ödemesine ilişkin kararda olduğu gibi, borçlar kanununa dayalı bir alacak hakkı doğmaktadır (Barz ve Başk.1973:449). İngiltere'deki mevcut düzenlemeler uyarınca ise, temettü avansına ilişkin karar şirket genel kurulunun onayını gerektirmediğinden şirket için borç niteliği taşımamakta, bu nedenle de ödenmediği durumlarda ortakların şirketi dava etme hakkı bulunmamaktadır (Pennington.1990:432). A.B.D.'ndeki mevcut düzenleme uyarınca, şirket yönetim kurulu tarafından kar dağıtımına ilişkin alınan karar şirketi ortaklarına karşı borçlu hale getirmektedir. Şirketin ortaklarına karşı bu borçluluğu da, şirket ortakları ile alacak haklarının ikincil bir hak olduğu konusunda bir anlaşma yapılmadığı sürece, şirketin diğer alacaklıları ile eşit düzeydedir (MBCA, 6.40.(f)).

e) APOK'nun 59'uncu maddesi uyarınca, denetim kurulunun onayı ve yönetim kurulunun almış olduğu karar çerçevesinde yapılan temettü avansı ödemesi yasal değilse, ortaya çıkan zarardan ötürü yönetim kurulu ile denetim kurulu üyelerinin şirkete tazminat ödeme yükümlülükleri doğmaktadır. Yapılan temettü ödemesinin yasal olmadığı bilincinde olan şirket ortağı, temettüyü almakla APOK'nun 58'inci maddesindeki yatırılan sermayenin geri alınması yasağını ihlal etmiş olmaktadır ki, bu durumda esas itibarıyla almış olduğu temettü avansını geri verme yükümlülüğü ortaya çıkmaktadır. Ancak APOK'nun 62'nci maddesinin 1'inci paragrafının 2'nci bölümüne göre, bilerek veya ağır ihmalin sözkonusu olduğu durumlar haricinde, şirket ortaklarının yasaya aykırı olarak aldıkları temettü avansını geri ödemeleri sözkonusu olmamaktadır. Bunun sonucu olarak da, pratikte şirket ortaklarının temettü avansını geri ödeme mecburiyeti ortadan kalkmaktadır. Çünkü her halükarda şirket ortakları bilme veya ağır kusurlu olarak bilmeme ithamını reddetmektedir. Ayrıca, yönetim kurulunun nihai temettü tutarının, temettü avansı tutarına en azından ulaşabileceğine ilişkin kararına yatırımcılarca güvenilebileceği kabul edilmektedir (Barz ve Başk.1973:450).

İngiltere'de yasal olmayan temettü dağıtım kararında yer alan yönetim kurulu üyelerinin ayrı ayrı ve birlikte dağıtılan tutarı faizi ile birlikte şirkete ödeme yükümlülükleri bulunmaktadır (Morse.1999:432). Ayrıca, CA'nın 277 (1) bölümü

uyarınca, dağıtımın yapıldığı anda yapılan dağıtımın yasal olmadığı bilincinde olan şirket ortakları da almış oldukları temettüyü şirkete ödemek zorundadır. Yasal olmayan karpayı dağıtımını nedeni ile şirkete dağıtılan temettü tutarını geri ödemek durumunda olan yönetim kurulu, dağıtılan temettünün yasal olmadığı bilincinde olan şirket ortaklarından, almış oldukları temettü tutarlarını talep edebilmekte ve yapılan temettü ödemesinin yasal olmadığı bilincinde olan şirket ortağı da, almış olduğu parayı geri ödemediği kendisi veya şirket adına, yönetim kurulu üyelerinin düzenlemelere aykırı olarak dağıtmış oldukları kar paylarını geri ödemeleri için herhangi bir işlem yapamamaktadır (Morse.1999:432).

A.B.D.'nde de yasal olmayan (düzenlemelere ve şirket esas sözleşmesine aykırı olan) temettü ödemesine ilişkin karara katılan yönetim kurulu üyelerinin ayrı ayrı ve birlikte sorumlulukları ortaya çıkmaktadır. Yönetim kurulunun yükümlülüğü MBCA uyarınca şirkete karşıdır. Ancak, yönetim kurulu üyeleri iyi niyetli bir şekilde kendilerine şirket çalışanlarınca veya şirket finans komitesince ibraz edilen mali tablolara dayanarak bu işlemi gerçekleştirmişlerse, sorumlu olmamaktadırlar. Yasal olmayan temettüyü alan şirket ortağının geri ödeme yükümlülüğü bazı koşulların varlığına bağlıdır. Bunlar kişinin iyi niyetli olması, temettünün niteliğini anlayacak bilgisinin olması gibi hususlardır. Kişi bilinçli olarak temettüyü almış ise şirkete geri ödemekle yükümlüdür (Smith, Mann, Roberts.1990: 742).

V. TÜRKİYE'YE İLİŞKİN DEĞERLENDİRMELER

Çalışmanın 2.1. numaralı bölümünde de belirtildiği üzere şirketlerin temettü politikalarının oluşturulmasında en önemli etkenlerden bir tanesi yasal düzenlemelerdir. Çünkü şirketler yapacakları temettü ödemelerini tabi oldukları yasal düzenlemeler ile şirket esas sözleşmesinde yer alan hükümler çerçevesinde gerçekleştirmek durumundadır.

Çalışmanın bu bölümünde temettüye ilişkin ülkemizdeki düzenlemeler incelenerek, bu düzenlemeler kapsamında temettü avansına ilişkin değerlendirme yapılmaya çalışılmıştır.

5.1.Mevcut Düzenlemeler

Ülkemizde anonim ortaklıklara ilişkin genel hükümler Türk Ticaret Kanunu (TTK) ile düzenlenmiş olup, halka açık anonim ortaklıklara ilişkin özel düzenlemelere Sermaye Piyasası Kanunu'nda (SPKn) yer verilmiştir.

Bu nedenle çalışmada TTK'nun karpayına ilişkin hükümleri ile SPKn'nun ilgili hükümleri incelenerek temettü avansına ilişkin bir değerlendirme yapılmıştır.

Bu düzenlemelerin yanısıra, SPKn'nda sermaye piyasasında yaşanan gelişmelere cevap verebilecek şekilde değişiklik yapılmasına yönelik hazırlanan Kanun Tasarısı'nda temettü avansına ilişkin bir düzenlemenin bulunması nedeniyle çalışmanın bu bölümünde Kanun Tasarısı'na da yer verilmiştir.

5.1.1. Türk Ticaret Kanunu Hükümleri

Pay sahiplerinin temettü haklarına ilişkin hükümler, esas itibarıyla TTK'nun 455-458 ve 466, 467, 469 ve 470 numaralı maddelerinde geniş olarak düzenlenmiştir. Söz konusu maddeler ile yine pay sahiplerinin temettü haklarını etkileyecek hükümler taşıyan diğer TTK maddelerini incelediğimizde;

a) TTK'nun 385'inci maddesinde müktesep hak⁸ olarak tanımlanan pay sahiplerinin temettü hakkının, TTK'nun 455'inci maddesinde yer alan "Her pay sahibi, kanun ve esas mukavele hükümlerine göre pay sahiplerine dağıtmaya tahsis olunan safi kazançta, payı nispetinde iştirak hakkını haizdir" ifadesi ile yasal olarak hükme bağlandığı,

b) Ödenecek temettülerin kaynaklarının, TTK'nun 470'inci maddesinin 2'nci fıkrası ile ancak safi kar ile bu gaye için ayrılan yedek akçeler olduğunun ve aynı Kanun'un 457'nci maddesinin 1'inci fıkrası ile de safi karın yıllık bilançoya göre tespit edilebileceğinin hükme bağlandığı, yapılan bu düzenlemeler ile şirket malvarlığının korunmasının amaçlandığı,

c) Karpayı dağıtma yetkisinin, TTK'nun 364'üncü maddesinin 2'nci fıkrası ile 369'uncu maddesinin 2'nci fıkrası hükümleri uyarınca genel kurula verildiği ve TTK'nun 469'uncu maddenin 2'nci ve 3'üncü fıkraları⁹ ile de dağıtılabiliyor karpayı üzerindeki genel kurulun yetkilerinin oldukça geniş tutulduğu,

⁸ TTK'nun 385'inci maddesinin 2'nci fıkrasında müktesep haklar kanun veya esas mukavele hükümlerine göre umumi heyet ve idare meclisi kararlarına tabi olmayan haklar olarak nitelendirilmiş ve aynı maddenin 1'inci fıkrasında müktesep haklarda pay sahiplerinin rızası olmadan hiçbir değişiklik yapılamayacağı hükme bağlanmıştır. Karpayı hakkının bu madde ile müktesep hak olarak tanımlanmış olmasına rağmen TTK'nun diğer hükümleri ile sınırlandırılabilmesine imkan tanınmasıyla müktesep haklar sisteminde tartışmalara yol açmış ve Türk literatüründe genellikle 385'inci maddenin düzenlenmesine bağlı kalınarak karpayı alma hakkı "nisbi müktesep hak" şeklinde nitelendirilmiş veya karpayı alma hakkının müktesep olmasına karşın mutlak nitelikte olmadığı kabul edilmiştir (Aytaç.1998:41)

⁹ TTK'nun 469'uncu maddesinin 2 ve 3'üncü fıkraları "Şirketin devamlı inkişafı veya mümkün mertebe istikrarlı kar paylarının dağıtılmasını temin bakımından münasip ve faydalı olduğu takdirde umumi heyet karpayının tespiti sırasında kanun ve esas mukavelede zikredilenden başka yedek

d) TTK'nun 466'ncı maddesinin 3'üncü bendinde pay sahipleri için belirli oranda (safi karın %5'i) karpayı ayrılmasının şart koşulduğu, ancak 469'uncu maddesinin 1'inci fıkrasında kanuni ve ihtiyari yedek akçeler ile TTK'nun 467'nci maddesinin 2'nci fıkrası uyarınca şirket esas sözleşmesine konulacak hükümler ile ayrılabilen yedek akçelerin¹⁰, karpayından evvel ayrılmasının şart koşularak sınırlama getirildiği, ayrıca TTK'nun 458'inci maddesinde¹¹ öngörülen gizli yedek akçelerle ek bir sınırlama yapılması imkanının sağlandığı,

e) TTK'nun 466, 467, 468 ve 469'uncu maddeleri topluca değerlendirildiğinde, yedek akçelere öncelik verildiği ve karpayı alma hakkının ikinci sıraya itildiği,

f) TTK'nun 401'inci maddesinde sayılan imtiyaz konuların da karpayının da dahil edildiği ve karpayı hakkının yasal hükme bağlandığı TTK'nun 455'inci maddesinin 2'nci fıkrası ile de imtiyazların saklı tutulduğu, bu kapsamda esas sözleşmeye konulacak hükümlerle, karpaya ilişkin imtiyazların oluşturulabildiği (Aytaç.1998:46),

g) TTK'nun 473'üncü maddesi uyarınca, haksız ve kötü niyetle karpayı alan ortakların bunu geri verme mükellefiyetlerinin bulunduğu, ayrıca karpaylarının gerçek olmaması durumunda TTK'nun 336'ncı maddesinin 2'nci bendi uyarınca yönetim kurulu üyelerinin şirkete, münferit pay sahiplerine ve şirket alacaklılarına karşı müteselsil sorumluluklarının bulunduğu,

görülmektedir.

akçeler ayrılmasına ve yedek akçeler kanun ve esas mukavele ile muayyen haddinin artırılmasına karar verebilir. Esas mukavelede hüküm olmasa bile umumi heyet, şirket müstahdem ve işçileri için yardım sandıkları ve sair yardım teşkilatı kurulması ve idamesi maksadıyla veya diğer yardım maksatlarına hadim olmak üzere, safi kardan aidat tefrik edebilir; bu aidat esas mukavele ile muayyen yardım akçeleri hakkındaki hükümlere tabidir" hükümlerini içermektedir.

¹⁰ TTK'nun 468'inci maddesinin 1'inci fıkrası "Esas mukavele ile şirketin müstahdem ve işçileri için yardım sandıkları ve sair yardım teşkilatı ve idamesi maksadıyla akçe ayrılması deriş olunabilir" hükmünü taşımaktadır.

¹¹ TTK'nun 458'inci maddesi "Şirket işlerinin devamlı inkişafını veyahut mümkün merteye istikrarlı kar payları dağıtılmasını temin bakımından munasip ve faydalı olduğu takdirde, aktiflerin bilanço günündeki kıymetlerinden daha aşağı bir kıymetle bilançoya konması şeklinde veya başka suretle gizli yedek akçe ayrılması caizdir. İdare meclisi gizli yedek akçe ve sarf yerleri hakkında murakiplara malumat vermeye mükellefir." hükmünü taşımaktadır.

5.1.2. 3794 Sayılı Kanun İle Değişik 2499 Sayılı Sermaye Piyasası Kanunu Hükümleri

Ülkemizde halka açık anonim ortaklıkların kar dağıtımlarına ilişkin düzenlemeler 3794 sayılı Kanun ile Değişik 2499 sayılı Sermaye Piyasası Kanunu ile yapılmıştır. Daha önce de belirtildiği gibi SPKn'nun 2'nci maddesi uyarınca SPKn ile karpayına ilişkin düzenlenmeyen konularda TTK hükümleri uygulanmaktadır.

Pay sahiplerinin temettü hakları ve ödemeleri SPKn'nun 15'inci maddesi ile bu maddedeki hükümler Seri:IV, No:1 "Sermaye Piyasası Kanunu'na Tabi Olan Anonim Ortaklıkların Uyacakları Esaslar" Tebliği'nin (Tebliğ) "Birinci Temettü Oranı ve Temettü Ödemeleri" başlıklı 7'nci maddesinde düzenlenmiştir.

SPKn'nun "Temettü ve Bedelsiz Payların Dağıtım Esasları" başlıklı 15'inci maddesi;

"Hisse senetleri halka arz yolu ile satılan anonim ortaklıkların esas sözleşmelerinde birinci temettü oranının gösterilmesi zorunludur. Bu oran, Kurul tarafından tespit olunacak miktardan aşağı olamaz.

Yönetim kurulu üyeleri ile memur, müstahdem ve işçilere kardan pay dağıtılabilmesi için esas sözleşmede hüküm bulunması şarttır. Yasa hükmü ile ayrılması gereken yedek akçeler ile esas sözleşmede pay sahipleri için belirlenen birinci temettü ayrılmadıkça, başka yedek akçe ayrılmasına, ertesi yıla kar aktarılmasına ve yönetim kurulu üyeleri ile, memur, müstahdem ve işçilere kardan pay dağıtılmasına karar verilemez.

Temettü hesap dönemi sonu itibariyle mevcut payların tümüne, bunların ihraç ve iktisap tarihleri dikkate alınmaksızın eşit olarak dağıtılır.

Hisse senetleri halka satılan, bir anonim ortaklık; yönetim, denetim veya sermaye bakımından dolaylı veya dolaysız olarak ilişkili bulunduğu diğer bir teşebbüs veya şahısla emsallerine göre bariz şekilde farklı ücret ve bedel uygulamak gibi işlemlerde bulunarak yıllık karını azaltamaz."

hükümlerini içermektedir.

SPKn'nun 15'inci maddesi ile düzenlenen hususlar incelendiğinde ise aşağıdaki sonuçlara ulaşılmıştır.

a) SPKn'nun 15'inci maddesinin 1'inci fıkrası ile, birinci temettü oranının Sermaye Piyasası Kurulu (Kurul) tarafından tespit edilen orandan daha az olmamak koşulu ile şirket esas sözleşmesinde belirtilmesi zorunlu kılınarak, pay sahiplerinin

karpayı alma hakkı mutlak hale dönüştürülmüştür. Çünkü, hak bir taraftan SPKn'nun emredici hükmüne, diğer taraftan da esas sözleşme hükmüne dayandırılmıştır (Aytaç.1998:58).

b) SPKn'nun 15'inci maddesinin 2'nci fıkrası ile TTK'nın 469'uncu maddesindeki temettü- yedek akçe sıralaması değiştirilmiş ve esas sözleşme veya genel kurul kararı ile ayrılabilen yedek akçeler pay sahiplerinin temettü alma hakkından daha sonraya indirgenmiştir. Ayrıca, bu madde hükmü ile birinci temettü ayrılması, yedek akçeler karşısında olduğu gibi, ertesi yıla kar aktarılması ve personele kazanç paylarının dağıtılması karşısında da güvenceye alınmıştır.

c) SPKn'nun 15'inci maddesinin 3'üncü fıkrası ile kardan yararlanma tarihi olarak hesap dönemi sonu temel alınmış ve ihraç ve iktisap tarihleri dikkate alınmaksızın karpaylarının eşit olarak hesaplanıp dağıtılması hükmüne bağlanmıştır.

d) SPKn'nun 15'inci maddesinin 4'üncü fıkrası ile de karı azaltıcı işlemler önlenmeye çalışılmıştır.

SPKn'nda, pay sahiplerinin temettü hakkını güvence altına alma ve daha fazla karpayı almalarını sağlama amacını taşıyan 15'inci maddenin yanısıra, pay sahiplerinin kar dağıtım ve birinci temettü haklarının ihlaline ilişkin hukuki sorumluluğun ötesinde cezai sorumluluk da öngörülmüştür.

SPKn'nun 47/B-4 hükmü uyarınca, SPKn'nun 15'inci maddesinde yer alan hükümlere aykırı hareket edenler ile SPKn'nda yer alan yetkilere dayanılarak Kurul tarafından çıkarılan yönetmelik ve tebliğlere, düzenlenen standart ve formlara, alınan genel ve özel nitelikteki kararlara aykırı hareket edenlerin 100 milyon liradan 500 milyon liraya kadar ağır para cezası ile cezalandırılmaları ve verilecek ağır para cezalarının üst sınıra bağlı olmaksızın suçun işlenmesi suretiyle temin edilen menfaatin üç katından az olamayacağı hükmüne bağlanmıştır.

Kurul tarafından SPKn'nun 15'inci maddesi ile ilgili olarak yapılan düzenleme Seri:IV, No:1 "Sermaye Piyasası Kanunu'na Tabi Olan Anonim Ortaklıkların Uyacakları Esaslar" Tebliği'nin (Tebliğ) "Birinci Temettü Oranı ve Temettü Ödemeleri" başlıklı 7'nci maddesinde yer almaktadır.

Sözkonusu madde hükümleri uyarınca halka açık anonim ortaklıklar, temettü dağıtıp dağıtmama konusunda hisse senetlerinin borsada işlem görüp görmediklerine göre gruplandırılmış ve borsada hisse senetleri işlem gören anonim ortaklıklar birinci temettüyü dağıtıp dağıtmama ve temettünün nakden ve/veya bedelsiz hisse senedi şeklinde dağıtma hususunda serbest bırakılmıştır. Buna karşın Kurul'un bu

şirketlerden gerekli gördüklerine birinci temettünün nakden dağıtılması hususunda zorunluluk getirebileceği hükme bağlanmıştır. Hisse senetleri borsada işlem görmeyen şirketlerin ise birinci temettüyü nakden dağıtmaları zorunlu kılınmıştır.

Bu hükümlere ek olarak sözkonusu maddede, temettü dağıtım zamanına, dağıtımına ilişkin bilgilerin Kurul'a iletiliş zamanına, temettünün dağıtılış şekline, temettüye ilişkin hakkın esas sermaye sistemi ile kayıtlı sermaye sisteminde olan ortaklıklarda kazanılış şekline, hisse senetleri halka arz edilen bankaların dağıtacakları temettüye ilişkin esasların hangi kurum tarafından belirleneceğine ve hisse senetleri borsada işlem gören ortaklıkların temettü dağıtım yerlerine ve şekline ilişkin esaslar düzenlenmiştir.

Sözkonusu düzenlemede her ne kadar hisse senetleri borsada işlem gören şirketlere, birinci temettüyü dağıtıp dağıtmama ve dağıtılacak temettüyü nakden ve/veya bedelsiz hisse senedi şeklinde dağıtma imkanı tanınmışsa da bunun, şirketlerin borsada işlem görmeye teşvik edilmeye çalışılması ve hisse senedi borsada işlem gören şirket ortaklarının kendilerine dağıtılacak karpayını dağıtılmasa bile şirket hisse senetleri fiyatlarına yansımış olarak elde edeceklerinin kabul edilmesi sebebiyle ön görüldüğü düşünülmektedir.

Bu düzenlemelere ek olarak, Kurul tarafından düzenlemelere ilişkin tereddütlerin giderilmesi amacıyla, 11.12.1995-15.12.1995 tarih ve 1995/50 sayılı SPK Haftalık Bülteni ile 26.02.1996-01.03.1996 tarih ve 1996/8-9 sayılı SPK Haftalık Bülteni'nde açıklamalar yapılmıştır.

TTK'nun, pay sahiplerinin temettü hakları ve temettünün ödenmesine ilişkin hükümleri incelendiğinde; 364'üncü maddesinin 2'nci fıkrasında "Yılda birkaç kere kazançlarını dağıtan anonim şirketlerde her dağıtım için, umumi heyeti toplantıya davet lazımdır" hükmü çalışmanın IV. bölümünde tanımlanan kesin ödemeli "ara kar"a olanak tanıyor olsa da, TTK'nun 455'inci maddesi uyarınca pay sahiplerinin payları oranlarında safi kazançtan pay alabilmeleri, TTK'nun 457'nci maddesinde de "Safi kazanç, yıllık bilançoya göre hesap ve tespit olunur..." hükmünün yer alması ve TTK'nun 369'uncu maddesi uyarınca da yıllık bilançonun ancak hesap dönemi sonunda genel kurul tarafından onaylanarak kesinlik kazanabilmesi, ayrıca Vergi Usul Kanunu'nun 174'üncü maddesinde "Defterler hesap dönemi itibarıyla tutulur. Kayıtlar her hesap dönemi sonunda kapatılır ve ertesi dönem başında yeniden açılır. Hesap dönemi normal olarak takvim yılıdır. Şu kadar ki, takvim yılı dönemi faaliyet ve muamelelerin mahiyetine uygun bulunmayanlar için, bunların müracaatı üzerine Maliye Bakanlığı 12'şer aylık özel hesap dönemleri belli edebilir..." hükümlerinin yer alması, ara dönem karpayı dağıtımına olanak vermemektedir.

SPKn ve Kurul Tebliğ'lerindeki düzenlemelerde, TTK'ndaki pay sahiplerinin karpayı haklarını güçlendirici hükümlere yer verilmekle birlikte, temettü avansına ilişkin özel bir hükme yer verilmemesi nedeniyle, ülkemizdeki mevcut düzenlemeler çerçevesinde temettü avansı ödemelerinin yapılması mümkün olamamaktadır. Bu tür bir ödeme yapılması da, yönetim kurulunu TTK'nun 336'ncı maddesi uyarınca sorumlu kılacağı gibi, pay sahiplerini de TTK'nun 473'üncü maddesi hükümleri uyarınca almış oldukları paraları geri ödemeye zorunlu tutacaktır.

5.1.3. 2499 Sayılı Sermaye Piyasası Kanunu Değişiklik Tasarısı

Mevcut düzenlemelerde yer verilmeyen temettü avansı Kanun Tasarısı'nda, yürürlükte bulunan SPKn'nun "Temettü ve Bedelsiz Payların Dağıtım Esasları" başlıklı 15'inci maddesine eklenen hükümler ile düzenlenmiştir.

Kanun Tasarısı'nda temettü avansına ilişkin olarak eklenen fıkra "Halka açık anonim ortaklıklar, sermaye piyasası mevzuatına uygun olarak düzenlenmiş ve bağımsız denetimden geçmiş üçer aylık ara dönemler itibari ile hazırladıkları mali tablolarında yer alan karlarından, kanunlara ve esas sözleşmeye göre ayırmak zorunda oldukları yedek akçeler ile vergi karşılıkları düşüldükten sonra kalan kısmın yarısını geçmemesi, ana sözleşmelerinde hüküm bulunması ve genel kurul kararıyla ilgili yılla sınırlı olmak üzere yönetim kuruluna yetki verilmesi koşullarıyla temettü avansı dağıtabilirler. Her ara dönemde verilecek temettü avansı bir önceki yıla ait bilanço karının yarısını aşamaz. Önceki dönemde ödenen temettü avansları mahsup edilmeden ilave temettü avansı verilmesine ve temettü dağıtılmasına karar verilemez. Temettü avansı dağıtımına karar verilmesinde ve avansın ödenmesinde Türk Ticaret Kanunu'nun bu madde hükmüne aykırı olan, bilanço ve gelir tablosunun kabulüne ve karın dağıtılmasına ilişkin hükümleri uygulanmaz. Yönetim kurulu üyeleri ve temsilcisi oldukları tüzel kişiler, şirket denetçileri, bağımsız denetimi yapanlar ve bağlı oldukları gerçek ve tüzel kişiler, ara dönemler bilanço ve gelir tablolarının gerçeği aksettirmemesinden veya mevzuat ile muhasebe ilke ve kurallarına uygun olarak düzenlenmemiş olmasından doğan zararlar için şirkete, pay sahiplerine, şirket alacaklılarına ve ayrıca doğrudan doğruya olmak üzere temettü avansının kararlaştırıldığı veya ödendiği bilanço yılı içinde pay senedi iktisap etmiş bulunan kişiler ile üçüncü kişilere karşı müteselsilen sorumludurlar. Hukuki sorumluluk doğuran hallerin varlığı halinde, pay sahipleri, yönetim kurulu üyeleri, denetçiler ve Kurul tarafından kararın ilanından itibaren otuz gün içinde, 12'nci maddenin altıncı fıkrasındaki esaslar çerçevesinde iptal davası açılabilir. Kurulun vergi ve diğer yasal yükümlülüklerin doğruluk incelemesi dahil bilanço ve gelir tablolarını denetleme ve düzeltme hakkı saklıdır. Bu fıkranın uygulanmasına ilişkin esaslar Kurul tarafından belirlenir." hükümlerini içermektedir.

Kanun Tasarısı'nda yer alan hükümler, temettü avansına ilişkin yurtdışı düzenlemeleri ile karşılaştırıldığında, Almanya'daki düzenlemeye yakın hükümler içerdiği ve temettü avansı ödemelerinin belirli şartlara bağlandığı görülmektedir.

5.2. Temettü Avansı Düzenlemeleriyle İlgili Öneriler

5.2.1. Temettü Avansı Düzenlemesinin Amacı

Ülkemizde sermaye piyasalarının gelişmemesinin en önemli sebeplerinden biri olarak, pay sahibinin getirmiş olduğu sermaye karşılığında ortaklık karından yeterince faydalanamamasının, ortaklık karının çok küçük bir kısmının dağıtılarak, geri kalanının devamlı olarak yedek akçelere aktarılmasının gösterilmesi (Aytaç.1998;56), sermayenin tabana yayılması ve tasarruf sahiplerinin haklarının korunması temel amacı çerçevesinde düzenlemeler yapılmasını gerekli kılmaktadır.

Bu kapsamda da, Kurul tarafından yapılan düzenlemelerde, TTK'nda pay sahiplerinin temettü haklarını zayıf kılan noktalar güçlendirilmiş ve pay sahiplerinin karpayı haklarında öncelik sağlanmaya çalışılmıştır.

Kurul tarafından pay sahiplerinin karpayı haklarını güçlendirici düzenlemeler yapılmış olmakla birlikte, ülkemizde halen hisse senedinin yatırım aracı olarak tercih edilme düzeyinin çok düşük olması, yatırımcıları pay sahipliğine teşvik edecek yeni düzenlemeler yapılmasını gerekli kılmaktadır.

Sermaye piyasalarında yaşanan gelişme sonucunda ortaya çıkan yeni ihtiyaçlara cevap verebilmek ve piyasaların daha da gelişmesine katkıda bulunmak amacı ile hazırlanan Kanun Tasarısı'nda, hisse senetlerinin çekiciliğini artırmak suretiyle menkul kıymet borsalarının gelişmesine katkıda bulunmak ve sık temettü almakla birlikte hisse senedini uzun süre elinde tutan, yani sermaye piyasalarında arzulan uzun vadeli yatırımcı profilinin ortaya çıkmasını sağlamak amacı ile temettü avansı dağıtımını öngören bir düzenleme getirilmiştir.

Ülkemizde, yapılacak düzenlemelerle temettü avansı politikasının uygulanmasına olanak sağlanması durumunda, bu düzenlemelerin amacına hizmet edip edemeyeceğinin anlaşılabilmesi için, bireysel yatırımcıların tasarruf ve yatırım eğilimlerine ilişkin, Kurul tarafından yapılan anket çalışmasının sonuçları incelenmiştir¹².

¹² Ülkemizdeki yatırımcı profilinin anlaşılmasına yönelik yapılan incelemede, daha sonraki bir tarihte bu konuda herhangi bir çalışma yapılmadığı için, Kurul'un Araştırma Dairesi Uzmanı Rüya ESER tarafından 1996 yılında yapılan "Hanehalkı Tasarruf ve Yatırım Eğilimleri Anketi Sonuçları 1996" adlı çalışmada elde edilen sonuçlar kullanılmıştır.

Sözkonusu çalışmada yer alan sonuçların incelenmesi aşamasında, bireysel yatırımcılarca yapılan tasarrufların kaynakları, dağılımı veya düzeyi dikkate alınmadan, yapılmış olan tasarrufun değerlendiriliş şekli esas alınmıştır.

Yapılan anket çalışmasında;

a)Yatırımcıların tasarruflarını yatırıma dönüştürmedeki ana hedeflerinin tasarruflarını enflasyona karşı korumak olduğu,

b)Yatırımcıların bütün yatırım araçlarına yaptıkları yatırımlarda, aracın güvenli olmasının, gelirinin yüksek ve kolay paraya çevrilebilir olmasının yatırımın yönlendirileceği aracı belirlemede en etkin faktörler olduğu ve sermaye piyasalarına çok düşük bir düzeyde yatırım yapıldığı,

c)Yatırımcılar tarafından hisse senetlerine ilişkin en önemli sorun olarak hisse senedi fiyatlarında yaşanan istikrarsızlığın ifade edildiği,

d)Hisse senedine yatırım yapan yatırımcıların, %53,16'sının yatırım yaptıkları şirketlerin istikrarlı bir şekilde kar dağıtmasını, %21,39'unun karpayı karşılığında hisse senedi verilmesini ve %13,66'sının da yılda bir kaç defa nakit karpayı dağıtılmasını talep ettikleri,

sonuçları yer almaktadır (Eser.1999;22,32,35,44).

Yapılan bu araştırma, aynı zamanda hisse senedi yatırımcılarının çok fazla hisse senedi alıp satmadıklarını, borsada günlük alım satım yapanların belirli kişiler olduğunu da ortaya koymuştur (Eser.1999;43).

Bireysel yatırımcılar hakkında yapılan bu çalışmada yer alan sonuçlar, temettü avansı politikasının özellikleri ile birlikte değerlendirildiğinde;

-Temettü avansı uygulaması ile birlikte yaklaşık bir buçuk yıllık bir zamanda elde edilecek bir gelirin bölünmüş olarak daha kısa vadelerde elde edilmesinin bu geliri enflasyona karşı koruyacağı,

-Yatırımcılar tarafından yatırım yaptıkları araçlarda güven unsuru aranmakla birlikte hisse senedi fiyatlarının istikrarsız bulunmasının elde edilecek sermaye kazancını yatırımcılar için riskli kıldığı, ancak dağıtılacak temettü avanslarının şirket yöneticilerinin kontrolünde olması nedeni ile daha istikrarlı olabileceği gözönüne alındığında, kısa vadelerde istikrarlı bir gelir sağlama niteliğinin hisse senetlerine kazandırılmasının, hisse senetlerinin yatırımcılar için taşıdığı riski azaltacağı,

düşünülmektedir.

Ayrıca pay sahiplerinin, düzenli karpayı dağıtılmasını, karpayı karşılığında hisse senedi verilmesini ve ülkemizde uygulaması olmamakla birlikte yılda birkaç kez nakit karpayı (temettü avansı) dağıtımını yapılmasını talep etmeleri, daha sık karpayı dağıtımını öngören bir temettü politikasına kayıtsız kalınmayacağını ortaya koymaktadır.

Bunlara ek olarak, temettü avansı politikasının şirketlerce uygulanması ile birlikte, belirli dönemlerde belirli giderleri olan kurumsal yatırımcılar ile düzenli gelir elde etme talebinde olan bireysel yatırımcıların, hisse senedine olan taleplerinin mevcut duruma göre artacağı düşünülmektedir¹³.

Ülkemizde halka açık şirketlerin çok küçük bir kesiminin borsada işlem gördüğü, dolayısıyla sözkonusu şirket ortakları için sermaye kazancı imkanının da çok düşük olduğu göz önüne alındığında, ara dönemler itibari ile yapılacak temettü avansı ödemelerinin, yatırım aracı olarak hisse senedini diğer yatırım araçları karşısında mevcut durumdan daha fazla rekabet edebilecek duruma getireceği, dolayısı ile sermayenin tabana yayılmasında olumlu katkıda bulunacağı kanaati taşınmaktadır.

5.2.2. Temettü Avansı Düzenlemelerinin Çerçevesi

Çalışmanın 5.2.1. bölümünde, ortaya konulan gerekçelerle temettü avansı politikasının uygulanmasına olanak sağlayacak bir düzenlemenin sermaye piyasalarının gelişimine olumlu bir katkıda bulunacağı sonucuna ulaşılmakla birlikte, çalışmanın bu bölümünde temettü avansı politikası ülkemiz koşullarında değerlendirilerek, yapılacak düzenlemenin çerçevesinin nasıl olması gerektiği ortaya konulmaya çalışılmıştır.

Yurtdışında farklı hukuki düzenlemeler kapsamında temettü avansına ilişkin getirilen hükümler incelendiğinde, bu konuda şirket yönetim kurullarına değişik düzeylerde esneklik tanındığı görülmüştür. Temettü avansına ilişkin hükümlerde ortaya çıkan bu tablonun, sermaye piyasalarının gelişmişlik düzeyindeki farklılıktan kaynaklandığı düşünülmektedir. Ancak, temettü avansına ilişkin düzenlemelerde

¹³ Yatırım ortaklığı şirketlerinin elde edecekleri karlar portföylerindeki hisse senetlerinin değerlerinden etkilendiğinden, yatırım ortaklığı pay sahipleri tarafından, hisse senetlerinin değerlerinde dalgalanmalar olması ve bu gelirin ancak bir buçuk yıllık bir zaman sonrasında elde edilebilmesi nedeniyle, yatırım ortaklığı şirketleri riskli bulunmakta ve bunun sonucunda da bu şirketlerin payları piyasada değerlerinin altında işlem görmektedir. Temettü avansı politikasının bu şirketlerce uygulanması sonucunda karpayının dağıtılacağı dönemin kısaltılması, bu şirketlere atfedilen riski azaltacağından piyasa değerini de artıracığı düşünülmektedir.

görülen bu farklılığa rağmen, ortak amacın şirketten sermaye çıkışını engellemek, dolayısı ile şirket ortakları ile şirket alacaklılarının korunmasını sağlamak olduğu görülmüştür.

Ülkemizde temettü avansı politikasına ilişkin olarak yapılacak düzenlemelerde; (1) muhasebe standartlarının ve belge kayıt düzeninin tam olarak oluşturulmadığı, (2) ekonomide yaşanan yoğun dalgalanmalar nedeni ile şirket karlılıklarında önemli değişimlerin yaşandığı, (3) hisse senetleri borsada işlem görmeyen şirketlerin gözetiminin tam olarak yapılamadığı, (4) bazı şirketlerin yaptıkları işin niteliği gereği elde ettikleri karların dönemlere göre değişebileceği hususlarının risk oluşturduğu göz önüne alınarak, getirilecek sınırlamaların bu çerçevede belirlenmesi gerektiği düşünülmektedir.

Bu kapsamda getirilen öneride, Kanun Tasarısı'nda da bu konuda bir düzenleme yapılmış olması nedeniyle, bu düzenlemede yer alan ilgili hükümler de değerlendirilmiştir.

a) Temettü avansı politikasında, şirket ortaklarına ara dönemler itibari ile temettü avansı ödemesinin yapılması öngörüldüğünden, temettü avansının dağıtılıp dağıtılmayacağı konusundaki yetkinin, şirket faaliyetlerini ve mali durumunu en sağlıklı şekilde değerlendirebilecek olan şirket yönetim kuruluna verilmesinin uygun olacağı düşünülmektedir. Ancak, karpayı hakkının pay sahiplerinin en önemli haklarından biri olması nedeniyle, genel kurulun da yönetim kuruluna verilecek olan bu yetki üzerinde etkili olması gerektiği kanaati taşınmaktadır.

Kanun Tasarısı'nda da, temettü avansı ödemelerinin yapılabilmesi için şirket esas sözleşmesinde hüküm bulunması ve genel kurul kararı ile ilgili yıla sınırlı olmak üzere yönetim kuruluna yetki verilmesi hükme bağlanmıştır.

b) Dağıtılacak temettü avansı tutarının, şirketin mali durumunu ve şirket ortakları ile şirket alacaklılarının haklarını olumsuz etkilemesine olanak vermemek amacıyla, belirli dönemler oluşturularak, bu dönemlerde elde edilen kazançların temettü avansı ödemelerine konu edilmesinin uygun olacağı düşünülmektedir.

Ayrıca şirketler tarafından, belirlenen dönemlerde elde edilen kazancın tespiti amacıyla dönem sonunda hazırlanan mali tabloların gerçeği yansıtmasını teminen, ilgili döneme ilişkin şirket faaliyetlerinin ve mali tablolarının bağımsız taraflarca incelenmesinin anlamlı olacağı düşünülmektedir.

Kanun Tasarısı'nda da, şirketlerin ara dönemler itibari ile hazırladıkları ve bağımsız denetimden geçmiş olan ara mali tablolarındaki karların temettü avansı ödemelerine konu olabileceği öngörülmüştür.

c) Yapılacak temettü avansı ödemeleri sonucunda herhangi bir zararın ortaya çıkmasını önlemek amacıyla, dağıtımına konu olabilecek kar tutarında bazı kısıtlamalara gidilmesi de anlamlı olacaktır. Yapılacak kısıtlamada, şirketlerin elde ettikleri kazançtan kanun ve esas sözleşmelerinde yer alan hükümler uyarınca, yedek akçe ve vergi karşılıkları ayırmaları gerektiği esas alınarak, belirlenen ara dönemlerde elde edilen gelirden de bu unsurların ayrılması, bunun yanısıra, şirketlerin dönemler itibariyle elde ettikleri kazançlarda değişimler olabileceği de gözönüne alınarak, ek kısıtlamalar getirilmesinin uygun olacağı düşünülmektedir.

Kanun Tasarısı'nda da, dağıtılacak temettü avansı tutarına sınırlamalar getirilmiş ve temettü avansı tutarının, şirketlerin ara dönemler itibariyle elde ettikleri gelirden kanunlara ve esas sözleşmeye göre ayırmak zorunda oldukları yedek akçeler ile vergi karşılıklarının düşülmesi sonrasında kalan kısmın yarısını, aynı zamanda bir önceki yıl bilanço karının yarısını geçmemesi hükmüne bağlanmıştır. Ayrıca, önceki dönemde ödenen temettü avanslarının mahsup edilmeden, ilave temettü avansı verilmesine ve temettü dağıtılmasına da yasaklama getirilmiştir.

d) Yönetim kurulu tarafından temettü avansı ödemelerine ilişkin karar verilmesi aşamasında, bağımsız denetimden geçmiş olan ara mali tabloların kullanılmasının öngörülmesi, temettü avansı dağıtım kararı alınmasa bile ara dönemlerin her birinde, bağımsız denetimden geçmiş mali tabloların ve bağımsız denetim raporlarının hazırlanmasını gerekli kılmaktadır.

Bu nedenle de, mevcut düzenlemeler uyarınca mali tablolarını yılda bir kez bağımsız denetimden geçirmek durumunda olan şirketler ile yılda iki kez bağımsız denetimden geçirmek durumunda olan borsa şirketleri için, düzenlemelerde ara dönem olarak daha kısa periyodların belirlenmesi ek bir gidere neden olacaktır ki, bu da şirketlerin karını azaltacaktır.

Ancak, bu giderin şirket karı üzerindeki etkisi şirket bazında değişebileceğinden, düzenlemelerde ara dönemlerin belirlenmesine ilişkin yetkinin şirket yönetim kuruluna verilmesinin, bunun yanısıra uygulamada çok farklı ara dönemlerin oluşmasına engel olunması için de ara dönemlerin 3 ay ve katları şeklinde belirlenebileceğinin hükme bağlanmasının uygun olacağı düşünülmektedir.

Bu nedenle, Kanun Tasarısı'nda temettü avansının üçer aylık dönemler itibari ile dağıtılacağı öngörülmekle birlikte, dönemlerin belirlenmesine ilişkin yetkinin

yukarıdaki esaslar çerçevesinde şirket yönetim kuruluna bırakılmasının daha uygun olacağı düşünülmektedir.

e) Temettü avansı ödemelerinde herhangi bir zararın oluşmasını engellemek amacı ile öngörülen sınırlamaların yanısıra, yasal olmayan işlemlere caydırıcılık getirmek amacı ile düzenlemedeki hükümlere aykırı işlemler yapan kişilere karşı yaptırım geliştirilmesinin gerektiği düşünülmektedir.

Kanun Tasarısı'nda da, ara dönem bilanço ve gelir tablolarının gerçeği aksettirmemesinden veya mevzuat ile muhasebe ilke ve kurallarına uygun olarak düzenlenmemiş olmasından doğan zararlar için, şirket yönetim kurulu üyeleri ve temsilcisi oldukları tüzel kişilerin, şirket denetçilerinin, bağımsız denetimi yapanların ve bağlı oldukları gerçek ve tüzel kişilerin, şirkete, pay sahiplerine, şirket alacaklılarına, ayrıca doğrudan doğruya olmak üzere temettü avansının kararlaştırıldığı veya ödendiği bilanço yılı içinde pay senedi iktisap etmiş bulunan kişiler ile üçüncü kişilere karşı müteselsilen sorumlu oldukları hükme bağlanmıştır.

Yukarıda yer verilen ve hisse senedini diğer yatırım araçları karşısında mevcut durumdan daha fazla rekabet edebilir hale gelmesi için yapılması uygun olacağı düşünülen bu düzenlemenin, hisse senedine olan talepte mevcut duruma göre bir artış sağlayabileceği düşünülmekle birlikte, anlamlı bir artış sağlayabilmesi için, yatırımcıların sermaye piyasasına duydukları güveni artıracak ve ekonomik yapının istikrarlı bir şekilde işlemlerini sağlayacak tedbir ve hukuki düzenlemeler ile desteklenmesi gerektiğine inanılmaktadır.

Ayrıca, bu tür bir düzenleme ile hisse senedine eklenen nitelikler sonucunda, sermaye piyasalarına yeni bir mali aracın da kazandırılmış olacağı düşünülmektedir.

VI. GENEL DEĞERLENDİRME VE SONUÇ

Tasarruf sahiplerinin anonim ortaklıklarda pay sahibi olmaları sonucunda elde ettikleri en önemli haklardan bir tanesi, ortaklığın elde ettiği safi kardan pay alma hakkıdır.

Pay sahiplerinin bu haklarına istinaden elde edecekleri karpayı tutarı, şirketlerin oluşturdukları temettü politikaları çerçevesinde belirlenmektedir. Teoride, şirketlerin izledikleri temettü politikalarının şirket değeri üzerindeki etkisine ilişkin birçok çalışma yapılmış olmasına rağmen, bu konuda bir görüş birliği sağlanamamıştır. Yüksek tutarlı yapılan temettü ödemelerinin şirket değerini olumlu etkileyeceğini savunan taraflar olduğu gibi, olumsuz etkileyeceğini veya temettü

politikalarının şirket değeri üzerinde herhangi bir etkisi olmayacağını savunan taraflar da bulunmaktadır.

Uygulamada şirketlerin temettü politikalarının oluşumunda, temettü politikalarının şirket değeri üzerindeki etkisine ilişkin teorik yaklaşımlar göz önüne alınmakla birlikte, yasal sınırlamalar, vergi düzenlemeleri, yatırım olanakları, likidite durumu, finansman olanakları ve karların istikrarı gibi unsurlar etkin olmaktadır.

Şirketler tarafından bu çerçevede oluşturulan temettü politikalarından bir tanesi de temettü avansı politikasıdır. Bu politikanın benimsenmesi durumunda, şirketlerce hesap dönemi bitmeden veya bitmiş olsa bile genel kurul tarafından kar dağıtım kararı alınmadan, ara dönemler itibari ile ileride her paya karşılık düşecek temettüye mahsuben avans ödemesi yapılmaktadır.

Günümüzde birçok ülkede, temettü avansına ilişkin düzenlemeler yapılmıştır. Bu düzenlemelerin amacı da, ara dönemlerde karpayı dağıtımını sağlayarak hisse senedini kısa vadeli diğer yatırım araçları karşısında rekabet edebilir hale getirebilmek, pay sahipliğine olan talebi artırarak sermayeyi tabana yayıp piyasanın daha etkin olmasını ve kısa vadelerde temettü geliri elde etmekle birlikte hisse senedini uzun süre elinde tutan, yani sermaye piyasalarında arzulan uzun vadeli yatırımcı profiline ortaya çıkmasını sağlamaktır.

Temettü avansı politikası, düzenlendiği ülkenin hukuk sisteminin etkisi altında uygulamada farklılıklar göstermekle birlikte, Amerika Birleşik Devletleri'nde ve İngiltere'deki şirketlerce çok yaygın olarak kullanılmaktadır. 1965 yılında Alman Paylı Ortaklıklar Kanunu'nda yapılan değişiklik ile temettü avansı politikası Almanya'da da uygulanmaya başlanmıştır.

Ülkemizde halka açık anonim ortaklıkların dağıtacakları kar paylarına ilişkin düzenlemeler, Sermaye Piyasası Kanunu ve Türk Ticaret Kanunu'nda yer almaktadır. Bu konuda genel hükümlerin yer aldığı Türk Ticaret Kanunu'nda karpayının safi kazançtan alınmasının ve safi kazancın da yıllık bilançoya göre tespit edilmesinin hükme bağlanması ve Sermaye Piyasası Kanunu'nda da bu konuda özel bir düzenlemenin yapılmamış olması, mevcut düzenlemeler çerçevesinde temettü avansı politikasının ülkemizde uygulanmasına imkan vermemektedir. Bunların yanısıra, sermaye piyasalarında meydana gelen gelişme sonucunda ortaya çıkan yeni ihtiyaçlara cevap verebilmek ve piyasaların daha da gelişmesine olanak sağlamak amacı ile hazırlanan Kanun Tasarısı'nda bu konuda bir düzenleme getirilmiştir.

Temettü avansı politikasının uygulanması durumunda, yaklaşık bir buçuk yıllık bir vadede elde edilecek bir gelirin bölümlenmiş olarak daha kısa vadelerde

elde edilebilmesi bu geliri enflasyona karşı koruyacaktır. Ayrıca, bu uygulama hisse senedine kısa vadelerde istikrarlı bir gelir sağlama özelliği de kazandıracaktır.

Son yıllarda yapılan araştırmalar sonucunda ortaya konulan genel eğilimler çerçevesinde; bireysel yatırımcıların, tasarruflarını yatırımlara dönüştürmedeki ana hedeflerinin tasarruflarını enflasyona karşı korumak olduğu, hisse senedine ilişkin en önemli sorun olarak fiyatlarındaki istikrarsızlığın görüldüğü ve karpayı dağıtımlarının istikrarlı olmasının, karpayı karşılığında hisse senedi verilmesinin ve yılda bir kaç defa nakit karpayı dağıtılmasının talep edildiği anlaşılmaktadır. Ayrıca yapılan araştırmalarda, hisse senedi yatırımcıların çok fazla hisse senedi alıp satmadıklarını, borsada günlük alım satım yapanların belirli kişiler olduğunu da ortaya koymuştur.

Temettü avansı politikasının özellikleri, bireysel yatırımcıların genel eğilimleri çerçevesinde değerlendirildiğinde, yatırımcılar tarafından temettü avansı politikasına karşı kayıtsız kalınmayacağı sonucuna varılmaktadır.

Aynı şekilde, bu uygulama ile birlikte belirli dönemlerde belirli giderleri olan kurumsal yatırımcılar ile periyodik gelir elde etme talebi olan bireysel yatırımcılar tarafından, hisse senedine mevcut durumdan daha fazla talep olacağı düşünülmektedir.

Ülkemizde halka açık şirketlerin çok küçük bir kesiminin borsada işlem görmesi nedeniyle sözkonusu şirket ortakları için sermaye kazancı imkanının çok düşük olduğu da göz önüne alındığında, ara dönemler itibari ile yapılacak karpayı ödemelerinin, yatırım aracı olarak hisse senedini diğer yatırım araçları karşısında mevcut durumdan daha fazla rekabet edebilecek duruma getireceği, dolayısı ile sermayenin tabana yayılmasında olumlu katkıda bulunacağı kanaatini oluşturmaktadır.

Ayrıca, bu tür bir düzenleme ile hisse senedine eklenen nitelikler sonucunda, sermaye piyasalarına yeni bir mali aracın da kazandırılmış olacağı düşünülmektedir.

Temettü avansı politikası uyarınca şirketler kar dağıtımını ara dönemler itibari ile, henüz elde edilen dönem kazancı kesinleşmeden yaptıklarından, yapılan düzenlemelerde bu politikanın benimsenmesi sonucunda herhangi bir zararın ortaya çıkmaması için, dağıtılacak temettü avansı tutarına bazı sınırlamaların getirilmesi gerekmektedir. Ülkemizde yapılacak düzenlemelerde de; muhasebe standartlarının tam olarak oluşturulamadığı, ekonomide yaşanan yoğun dalgalanmalar nedeni ile şirket karlılıklarında önemli değişimlerin yaşandığı, hisse senetleri borsada işlem görmeyen şirketlerin gözetiminin tam olarak yapılamadığı ve bazı şirketlerin

yaptıkları işin niteliği gereği elde ettikleri karların dönemsel olarak değiştiği hususlarının risk oluşturduğu göz önüne alınarak, getirilecek sınırlamaların bu çerçevede belirlenmesi gerektiği düşünülmektedir.

Bu kapsamda yapılacak temettü avansı düzenlemelerinde; dağıtımına konu olacak kazancın sağlıklı bir şekilde belirlenebilmesi için ara dönemler oluşturulmasının, bu dönemlere ilişkin bağımsız denetim yaptırılmasının, dağıtımına ilişkin yetkinin şirket faaliyet ve mali durumu üzerinde en fazla bilgi sahibi olan yönetim kuruluna verilmesinin, ancak karpayı hakkının pay sahiplerinin en önemli haklarından biri olması nedeni ile bu yetki üzerinde genel kurulun da etkili kılınmasının, ara dönemlerde şirket kazancında farklılıklar yaşanabileceği göz önüne alınarak, yapılacak dağıtım miktarının belirlenmesi aşamasında ara dönem kazancı üzerinden bazı indirimler yapılmasının, ayrıca bu düzenlemeye aykırı işlemlerin yapılmasına caydırıcılık getirilmesi amacı ile cezai ve hukuki sorumlulukların öngörülmesinin gerektiği düşünülmektedir. Kanun Tasarısı'nda da temettü avansına ilişkin olarak benzer nitelikte hükümler yer almakla birlikte, dağıtımın yapılacağı ara dönemlerin hükme bağlanması yerine, belirli şartlar çerçevesinde şirket yönetim kurulunun yetkisine bırakılmasının daha uygun olacağı kanaati taşınmaktadır.

Çalışmada yer verilen ve hisse senedini diğer yatırım araçları karşısında daha fazla rekabet edebilir hale gelmesi için yapılmasının uygun olacağı düşünülen bu düzenlemenin, yatırımcıların sermaye piyasasına duydukları güveni artıracak ve ekonomik yapının istikrarlı bir şekilde işlemlerini sağlayacak tedbir ve hukuki düzenlemeler ile desteklenmesinin, hisse senedine olan talepte meydana gelecek artışı çok daha anlamlı kılacağına inanılmaktadır. Ayrıca, sermaye piyasalarından beklenen işlevin yerine getirilmesinde önemli bir rol oynaması beklenen bu katkının, yatırımcıların sermaye piyasalarına ilişkin olarak bilinçlendirilmesi çalışmalarını ile birlikte devamlılık ve istikrar kazanacağı düşünülmektedir.

KAYNAKÇA

ALTMAN, Edward

1986 Handbook Of Corporate Finance. Wiley. New York.

AYTAÇ, Zühtü

1998 Halka Açık Anonim Ortaklıklarda Kar Dağıtımı. SPK Yayınları No:119.Ankara.

BARZ, C. Hans ve Başk.

1973 Aktiengesetz. De Gruyter. Berlin.

BEN-HORIM, Moshe

1987 Essentials of Corporate Finance. Allyn and Bacon Inc. Boston.

BLACK, Fischer

1976 "The Dividend Puzzle" Journal Of Portfolio Management. Sayı:2 s.5-8.

BLACK, Fischer ve M. SCHOLES

1974 "The Effects Of Dividend Yield And Dividend Policy On Common Stock Prices And Returns" Journal Of Financial Economics Sayı:1 s. 1-22.

BREALEY, Richard ve S. MYERS

1984 Principles of Corporate Finance. McGraw-Hill Book Company. London.

BRIGHAM, F. Eugene

1986 Fundamentals Of Financial Management. The Dryden Press. Chicago.

BUDAK, Ali Cem

1991 "İngiliz Şirketler Hukukunun Ana Hatları" Banka ve Ticaret Hukuku Dergisi. Cilt 16. s.65-87.

ESER, Rya

1999 Hanehalkı Tasarruf ve Yatırım Eğilimleri Anketi Sonuçları. SPK Yayınları No:133 Ankara.

FINNERTY, D. John

1986 Corporate Financial Analysis. McGraw- Hill Book Company. New York.

HFFER, Uwe

1993 Aktiengesetz. C. H. Beck'sche Verlagsbuchhandlung. Mnchen.

KEENAN, Denis

1989 Smith and Keenan's Company Law for Students. Pitman, London.

KEOWN, J. Arthur

1996 Basic Financial Management. Prentice- Hall Inc.

LUTTER, Marcus

1988 Klner Kommentar Zum Aktiengesetz.

METZGER, B. Michael ve Başk.

1989 Business Law and The Regulatory Environment. Irwin Inc. Boston.

MITCHELL, E. Lawrence; L. CUNNINGHAM ve L. SOLOMON

1996 Corporate Finance and Governance. Carolina Academic Press. North Carolina.

MORSE, Geoffrey

1999 Company Law. Sweet and Maxwell. London.

MOYE, E. John

1989 The Law of Business Organizations. West Publishing Company. New York.

ÖZÇAM, Mustafa

1990 Temettü Politikası: Teori ve Türkiye Uygulamaları. Sermaye Piyasası Kurulu Araştırma Raporu. Ankara.

PENNINGTON, Roberts

1990 Company Law. Butterworths. London

ROSS A. Stephen; R. WESTERFIELD ve J. JAFFE

1996 Corporate Finance. The Irwin Resies In Finance. Chicago.

RUCKSTUHL, François

1974 Die Zulässigkeit von Interimsdividenden Nach Schweizerischem Recht. Juris Druck. Zürich.

SCOTT, F. David; O. BOWLIN ve J. MARTIN

1990 Guide To Financial Analysis. McGraw-Hill. New York.

SMITH, Len Young; R. MANN ve B. ROBERTS

1991 Business Law and The Regulation of Business. West Publishing Company. New York.

TEKİNALP, Ünal

1977 “Anonim Ortaklıklarda Karın Dağıtım Konusuna İlişkin Bazı Sorunlar (III)” İktisat Maliye. Cilt.24.s.288-291.

“Anonim Ortaklıklarda Karın Dağıtım Konusuna İlişkin Bazı Sorunlar (IV)” İktisat Maliye. Cilt.24.s.387-392.

VAN HORNE, C. James

1986 Financial Management and Policy. Prentice- Hall International Limited. Stanford.

YÜKSEL, Metin

1990 Temettü Politikaları: Teori ve Türkiye Uygulaması. Sermaye Piyasası Kurulu Yeterlik Etüdü. Ankara.