

## Kâr Payı Dağıtımı: Politika ve Teoriler

Emine Kaya<sup>1</sup>

Ömer Kaya<sup>2</sup>

### Özet

Finansal yönetimin temel karar alanları finansman, yatırım ve kâr payı dağıtımına yönelik konuları içermektedir. Günümüzde şirketlerin temel amacı olan hem risk hem zaman faktörünü dikkate alan firma değerinin maksimize edilmesi hissedarların servetlerinin maksimize edilmesini sağlayacak şekilde kararlar alınması ile mümkün olmaktadır. Şirketlerin hem büyümeye engel olmayacak aynı zamanda hissedarların beklentilerini karşılayacak kâr payı dağıtım politikası benimsemeleri son derece önemlidir. Kâr payı dağıtımının firma değeri üzerindeki etkisi konusunda farklı teoriler bulunmakla beraber konu ile ilgili iki temel teori Modigliani ve Miller tarafından ileri sürülen kâr payı dağıtımının firma değerini etkilemediği görüşü ile Lintner ve Gordon'un savunduğu kâr payı dağıtımının firma değeri üzerinde etkisi olduğu görüşüdür. Ancak piyasanın ve ekonominin sürekli değişen dinamikleri nedeniyle her şirket için ideal bir kâr payı dağıtım politikasından bahsetmek mümkün değildir.

### 1. Giriş

Günümüz şirketlerinin temel amacı firma değerinin maksimizasyonunu sağlamaktır. Söz konusu amaç şirketin hisse senetlerinin piyasa değerinin, diğer bir ifadeyle hissedarların servetlerinin, maksimize edilmesini sağlayacak şekilde kararlar alınması ile mümkün olmaktadır. Değer maksimizasyonunun sağlanmasına etki eden en önemli faktörlerden biri kâr payı dağıtım politikasıdır. Kâr bir şirketin toplam gelir ve giderleri arasındaki pozitif farkı; kâr payı ise söz konusu pozitif farktan yasal karşılıkların çıkarılmasıyla birlikte hissedarlar arasında yapılan yatırım ile orantılı bir şekilde dağıtılmasını ifade etmektedir. Kâr payı dağıtım politikası dönem sonundaki net kârın ne

1 Dr. Öğr. Üyesi, Bingöl Üniversitesi, ekaya@bingol.edu.tr, ORCID ID: 0000-0002- 1823-162X

2 Öğr. Gör., Sakarya Üniversitesi, omerkaya@sakarya.edu.tr, ORCID ID:0000-0002- 1211-0341

kadarının şirket bünyesinde oto finansman olarak bırakılacağını, ne kadarının hissedarlara dağıtılacağına yönelik kararları içermektedir. Şirketler ileriye dönük hedef ve amaçları doğrultusunda detaylı ve doğru analizler yaparak bu kararlar arasında seçim yapmaktadırlar. Ancak piyasanın ve ekonominin sürekli değişen dinamikleri nedeniyle her şirket için ideal bir kâr payı dağıtım politikasından bahsetmek mümkün değildir. Bu araştırmada öncelikle teorik çerçevede kâr payı dağıtım politikaları ve bu politikaları etkileyen faktörler ele alınmış, devamında kâr payı dağıtım politikası türleri ve dağıtım teorileri açıklanmıştır.

## 2. Kâr Payı Dağıtım Politikaları

Kâr payı dağıtım politikası, elde edilen kârın ne kadarının ortaklara ödeneceğini belirler. Kâr payı dağıtımını şüphesiz ki işletmenin dağıtılmamış kârlarını azaltacak ve oto finansman miktarını etkileyecektir. Kâr payı dağıtım politikaları ortakların servetini maksimize etme çabaları içinde de önemli bir yer tutmaktadır. Çünkü ortakların serveti, hisselerin piyasa değerinden ve dağıtılan kârlardan oluşmaktadır.

Kâr payı dağıtım politikaları yatırımcıların beklentilerini ve dolayısıyla davranışlarını etkileyerek, şirketin piyasa değerine bir etkide bulunur. Örneğin, ortaklar yüksek oranda kâr payı dağıtılmasını kârın firmada bırakılmasına kıyasla daha emniyetli buluyorlarsa kâr payı ödemesi yapılmasını istemeyebilir veya düşük oranlı kâr payı ödemesi yapılmasına olumsuz tepki gösterebilirler ve bu durum hisse senedinin piyasa fiyatının düşmesi sonucunu doğurabilir. Firmanın bunu engellemek için yüksek oranda kâr payı dağıtımına gitmesi, firmanın bünyesinde daha az kâr alınmasına ve şayet yatırımcılar için ihtiyaç duyduğu fonları sermaye piyasasından tedarik etme imkânı yoksa büyüme hızının yavaşlamasına yol açar. Öte yandan tam tersi bir şekilde firma sermaye artırımını yoluyla kaynak sağlama olanağına sahip olsa bile ortaklar ödeyecekleri gelir vergisi ve sermaye artırımının gerektireceği giderler nedeniyle kârın dağıtılmayarak firma bünyesinde bırakılmasını tercih edebilirler. Böyle bir durumda belki de yüksek oranlı kâr payı dağıtımını nedeniyle hisse senedi fiyatlarının düşmesi söz konusu olabilir. Bu söylenenler her firma için geçerli olabilecek ideal bir “kâr payı dağıtım politikası”nın söz konusu olamayacağını, kâr payı dağıtım politikalarının firmadan firmaya ya da koşuldaki koşula değişebileceğini göstermektedir (Boztosun, 2006: 6-7).

## 3. Kâr Payı Dağıtım Politikasını Etkileyen Faktörler

Teorik anlamda kâr payı dağıtım politikalarının amacı şirketlerin firma değerini en yüksek çıkarmak olmakla birlikte işletmelerde kâr payı dağıtım

politikalarını etkileyen bir dizi faktörden söz etmek mümkündür. Bu faktörler şunlardır (Dendeş, 2020: 71-75):

Ülkelerin geçerli yasaları veya şirketlerin ana sözleşmelerindeki hükümler, kâr payı dağıtımları üzerinde belirleyici olabilmektedir. Örneğin, ülkemizde anonim ortaklara kâr payı dağıtılmasına yönelik TTK ve SPK'nın bir takım düzenlemeleri bulunmaktadır. Ayrıca şirketlerin ana sözleşmelerinde yer alan hükümlerle kârın belli bir bölümünün “statü yedekleri” şeklinde ayrılması veya belirli amaçlara tahsisi mümkün olmaktadır. Öte yandan şirketlere büyük miktarda borç veren ya da tahvillerini satın alan finansman kurumları, düzenlenen kredi sözleşmeleri ile kâr payı dağıtımını sınırlama olanağını elde edebilmektedirler.

Şirketin likidite durumu, yüksek miktarda dönem kârı elde edilmesine ve/veya dağıtılmamış kârlar olmasına rağmen, kâr payı dağıtılamayabilir ve kâr payı nakit şeklinde dağıtılamayabilir. Ayrıca şirketlerin sermaye artırımına gitmeleri ve hissedarlara bedelsiz hisse sendi dağıtımları yedek akçelerin sermayeye eklenmesi yoluyla mümkündür. Böylelikle nakit çıkışı olmaksızın kâr payı dağıtımı yapılabilir.

Büyüme sürecinde olan şirketler, büyümelerini gerçekleştirebilmek için daha fazla finansmana ihtiyaç duymaktadır. Şirket açısından borçlanmanın uygun bulunmadığı, yeniden hisse senedi halka arz etmenin ise zahmetli ve hissedarlar tarafından istenmemesi durumunda, şirket kârı dağıtılmayarak fon sağlanabilir.

İşletmenin varlıklarının kullanımıyla sağlayacağı kârlılık oranı, kârın ortaklara dağıtılması halinde ortakların bu fonları alternatif yatırım alanlarında değerlendirerek elde edebilecekleri kârlılık oranından yüksekse, kârın dağıtılmaması ortaklar açısından daha cazip olabilir. Özellikle kârın dağıtılmaması, hisse senetlerinin önemli oranda değer kazanmasına yol açacaksa, ortaklar bunu tercih edebileceklerdir.

Bir firmanın borç yükünün hayli yükselmiş olduğu durumlarda, ödeme zamanı gelmiş borçların tekrar borçlanma şeklinde ödenmesi yerine, faaliyetleri sonucu yaratmış olduğu fonların kullanılmasıyla kapatması ve borcun azaltılması daha akılcı olabilecektir. Böyle bir durumda elde edilen kârın dağıtılması yerine borç ödemede kullanılması tercih edilebilir.

İşletmelerin uzun vadeli fon gereksinmelerini en uygun koşullarla karşılayabilecekleri yer sermaye piyasalarıdır. Ancak sermaye piyasasına başvurma olanağı, şirketlerin ölçeğine ve piyasadaki imajına bağlı olarak değişebilmektedir. Yeterli büyüklüğe sahip veya düzenli bir büyüme süreci içine girmiş, istikrarlı, tanınmış firmalar, sermaye piyasasından daha

kolaylıkla fon temin edebileceklerinden, kâr payı dağıtım oranlarını da daha yüksek belirleyebilirler. Buna karşılık, sermaye piyasalarına erişme imkânları kısıtlı olan firmalar, yatırımları için oto finansman kaynağına daha büyük ihtiyaç duymakta, dolayısıyla kâr payı dağıtım oranlarını daha düşük tutmak zorunda kalmaktadırlar.

İşletmede dağıtılmayıp işletme bünyesinde tutulan kârların, dağıtılan kârlara oranla daha düşük oranda vergilendirilmesi düşük oranlı kâr payı dağıtımını teşvik edici bir faktör oluşturabilmektedir. Öte yandan, ortakların yüksek gelir diliminde bulunması ve elde edecekleri kâr payı gelirleri üzerinden ödeyecekleri vergi oranının, kârın işletme bünyesinde tutulması sonucunda oluşabilecek sermaye kazançları üzerinden ödenecek vergi oranlarından yüksek olması da düşük kâr payı dağıtımının tercih edilmesini sağlayabilmektedir.

Genel itibarıyla aile şirketleri veya az ortaklı, hisseleri halka arz edilmemiş şirketler, şirketleri ya da belli bir gruba ait şirketlerde, yönetimde söz sahibi olanların şirket üzerindeki kontrolü elden kaybetmekten korkmaktadır. Bu sebeple yatırımlar için ihtiyaç duyulan fonların tedarikinde ortak sayısının artmasına yol açabilecek hisse senedi halka arz etmek gibi yöntemler yerine, oto finansman fonlarına ağırlık vermek, dolayısıyla da kâr payı dağıtımını düşük tutmak eğilimi ağırlık kazanmaktadır.

## 4. Kâr Payı Dağıtım Politikası Türleri

### 4.1. Miktar Olarak Kâr Payı Dağıtım Politikaları

İşletmelerin her yıl sabit bir miktarda ya da sermayelerinin sabit bir oranında kâr elde etmeleri mümkün olmamakla birlikte işletmeler kâr payı dağıtımlarında belli bir düzen içinde davranma ve bu şekilde ortaklarının da güvenini kazanma ihtiyacı duyabilirler. İşletmelerin dağıtacakları kâr payının miktarını belirlemek için kullandıkları birkaç yöntem bulunmaktadır.

#### 4.1.1. Sabit Miktarda Kâr Payı Dağıtım Politikası

Bu politika kâr payı dağıtımında yıllar itibarı ile aynı miktarı muhafaza etmeyi hedeflemektedir. Elde edilen kâr tutarı 1 yıl öncesine kıyasla düşük ya da yüksek olsa dahi dağıtılan kâr payı tutarı sabit kalmaktadır.

Sabit miktarda bir kâr tutarının dağıtımı, ileriye yönelik belirsizliği azaltması nedeniyle ortaklar açısından çekici bulunmaktadır. Özellikle yatırımlarından sağladıkları geliri önemseyen yatırımcılar, kâr payı dağıtımını sabit bir miktar olarak yapan şirketleri tercih etmektedir. Ancak böyle bir politika, hisse senetlerini sabit getirili bir yatırım aracına dönüştürmektedir.

Her yıl sabit tutarda kâr payı dağıtımı, hisse senetlerinin piyasa fiyatlarının artması konusunda sınırlayıcı bir etkiye sahip olmakta, bu şekilde bu tür kâr payı dağıtımı yapan şirketlerin hisse senetlerinin fiyatı yükselmemektedir. Dolayısıyla böyle bir politika, sermaye kazancı sağlamak isteyen yatırımcılar açısından cazip olmamaktadır (Kaya, 2009: 43).

#### 4.1.2. Sabit Oranlı Kâr Payı Dağıtım Politikası

Bu politikaya göre işletmeler, şirket kârının belli bir yüzdesini dağıtır. Ortaklara dağıtılan kâr payları, elde edilen kâr değıştikçe değıştiğinden, bu politikayı benimseyen işletmeler bazen çok düşük bazen de çok yüksek kâr payı dağıtabilmektedirler.

Şirket yönetimini büyük hissedarlara bırakan küçük hissedarların, şirket kârından faydalanmalarını garantiye almak amacıyla şirket sözleşmelerinde sabit oranlı kâr payı dağıtımı olacağına dair maddeler bulunabilmektedir. Ancak kâr dağıtımında bu şekilde bir politikanın benimsenmesi, kâr rakamlarının azaldığı ya da faaliyetler sonucunda zarar elde edildiği durumlarda sorunlar yaşanabilmektedir (Özaltın, Ersoy ve Bekçi, 2015: 400).

#### 4.1.3. Sabit Miktar veya Oran + İlave Kâr Payı Dağıtım Politikası

Bu politikada, şirket aşgari bir kâr dağıtım miktarı ya da oranı saptamakta, elde edilen kârın yüksek olduğu dönemlerde bu miktar veya oranın üzerine ilavede bulunulmakta ve her yıl dağıtılan kâr payı, belirli bir miktar ya da oranın altına düşmemek kaydıyla dalgalı bir seyir göstermektedir. Böylece ortaklar için belirli bir gelir garantilenirken, şirketin kârına bağlı olarak bazı yıllarda daha yüksek kâr payı elde edilebilmektedir.

#### 4.1.4. İstikrarlı Kâr Payı Dağıtım Politikası

Şirketler genellikle kâr payı dağıtım oranlarını, ortaklarına istikrarlı bir gelir sağlayacak şekilde düzenlemeye çalışmaktadırlar. İstikrarlı kâr payından kasıt, kâr paylarının zaman içinde mümkün mertebe azalma göstermeksizin belli bir düzeyi muhafaza etmesi ve çok hızlı olmasa da yine belli bir artış trendini izlemeleridir. Genellikle böyle bir istikrar politikası izleyen firmaların hisse senedi fiyatlarının, sabit oranlı kâr payı dağıtan ancak kârlarının düzensizliği nedeniyle, kâr payı dağıtımları da istikrarsız seyreden firmaların hisse senetlerinininkinden yüksek olduğu görülebilmektedir.

Kararlı ve düzenli artan şekilde kâr payı dağıtımı gerçekleştirebilmek için firmalar aşağıdaki önlemleri alabilir:

- Artan kârlarla beraber, kâr payı yüzdesini kademeli olarak arttırmak, artan kârın bütününe hemen dağıtmamak,
- Kârlardaki yükseliş istikrarlı hale gelmeden, mevcut kâr payı dağıtım yüzdesini arttırmamak,
- Kârlarda uzun bir dönem süren kayda değer azalışlar olmadan, kâr payı yüzdesinin değiştirmemek.

## 4.2. Ödeme Şekli Açısından Kâr Payı Dağıtım Politikaları

Ödenecek miktar açısından olduğu gibi, ödemenin şekli açısından da kâr payı dağıtımları farklılaşabilmektedir.

### 4.2.1. Kâr Payının Nakit Olarak Dağıtılması

En çok rastlanan kâr payı dağıtım türü, ortaklara kâr payı bedellerinin para şeklinde ödenmesidir. İşletmenin likiditesi elverişli ise kâr payı, şirketteki hali hazırdaki mevcut nakitlerle ödenir. Hisse senetlerinin fiyatı daha önceden, dağıtılacak kâr payı miktarı kadar yükselmiş olacağından, kâr payı dağıtımına paralel hisse senetlerinin fiyatı da düşer. Dağıtımın yapılmasıyla beraber hissedarların mevcut durumunda herhangi bir değişiklik olmamakta, hissedarlar belli miktarda nakit elde ederken, aynı miktarda hisse senetlerinin değeri düşmektedir (Demirel, 2014: 37).

Ancak işletmenin dönem kârının yüksek olması her zaman nakit ve nakit benzeri varlıkların da yüksek olacağı manasına gelmemektedir. Hızlı büyüyen işletmeler, elde ettikleri nakdin büyük bir kısmını varlıkların finansmanı için kullanabilirler. Ayrıca, herhangi bir büyüme veya genişleme faaliyeti olmadığı durumlarda bile yüksek enflasyonun işletme sermayesi üzerinde yıpratıcı etkisi görülmektedir. Böyle durumlarda rakamsal olarak işletme faaliyetlerinden elde edilen kâr yüksek olmasına rağmen kâr payını ödeyecek yeterli nakit bulunmayabilir. İşletmeler likidite kısıtının bulunduğu/ sermaye yapısının değiştirilmek istendiği ya da yatırımcıların vergi tasarrufu sağlayabilecekleri durumlarda, nakit kâr payı ödemek yerine alternatif yollara başvurabilirler.

### 4.2.2. Kâr Payının Bedelsiz Hisse Senedi Şeklinde Dağıtılması

Hisse senedi şeklinde kâr payı dağıtımı, işletmenin daha önceleri firma bünyesinde alıkoymuş olduğu kârlarının bir kısmını sermaye hesabına aktararak sermaye artırımını gerçekleştirmesi ve arttırılan sermayeyi temsil eden yeni hisse senetlerini mevcut ortaklara hisseleri oranında, bedel karşılığı olmaksızın dağıtmasıdır.

**Örnek:**

Bir işletmenin kâr dağıtımından önce bilançosunun öz sermaye bileşiminin aşağıdaki gibi olduğunu düşünelim:

Ödenmiş Sermaye (100.000 hisse\*1.000 TL) = 100.000 000 TL

Yasal Yedekler= 40.000.000 TL

Olağanüstü Yedekler= 80.000.000 TL

Şirketin bedelsiz hisse senedi dağıtımı (%50) ile olağanüstü yedeklerinde bulunan 50 milyon TL'yi ödenmiş sermayesine eklediğini varsayarsak bilançonun görünümü aşağıdaki şekle dönüşecektir:

Ödenmiş Sermaye(150.000 hisse\*1.000 TL)=150.000.000 TL

Yasal Yedekler= 40.000.000 TL

Olağanüstü Yedekler=30.000.000 TL

Bu işlem sonucunda hissedarların mevcut durumunda herhangi bir değişiklik oluşmamakta, sahip oldukları hisse senedi sayısı yükselirken, hisse senetlerinin fiyatı da eşit oranda azalmaktadır. Dikkat edilecek olursa bu işlem, kâr payının önce nakit olarak dağıtılması ve ardından işletmenin bedelli sermaye artırımına giderek ortaklarına nakit karşılığı hisse senedi satmasıyla aynı sonucu doğurmaktadır.

Kâr payının hisse senedi şeklinde yatırımcılara dağıtılmasının bir takım yararları mevcuttur. Söz konusu yararlar (Akgüç, 1998: 792-793):

- Şirketin hisse senedi şeklinde kâr payı dağıtımını nakit kâr payı dağıtımına tercih etmesi durumunda, ortakların elindeki hisse senedi sayısı artacaktır. Nakit paraya ihtiyacı bulunan ortaklar ellerine geçen hisse senedi fazlasını satarak paraya çevirebilir, bu şekilde mevcut hisselerini korurken aynı zamanda nakit geliri de yaratmış olurlar. Bu arada nakit paraya ihtiyacı olmayan ortaklar da hisse senedi yatırımlarını arttırmış ve daha fazla sayıda hisse senedi sahibi olacaklardır.
- Kâr paylarının hissedarlara hisse senedi dağıtımı şeklinde olması vergi avantajı sağlamaktadır. Nakit kâr payları gelir vergisine tabi tutulurken, hisse senedi şeklindeki kar paylarında, hisseler satılincaya kadar verginin ertelenmesi ve sermaye kazancı olarak daha düşük vergilendirilmesi mümkündür.
- Hisse senedi şeklindeki kâr payı dağıtımı genellikle büyüme potansiyeli içinde olan şirketlerde uygulanır. Bu nedenle bu yolla kâr payı dağıtımı yapan şirketler, yatırımcı açısından şirketin gelecek dönemlerdeki kazanç seviyesinde artış olacağı mesajını içermektedir.

Ülkemizde bedelsiz hisse senedi dağıtımını sadece dağıtılmayan kârların değil aynı zamanda emisyon primi ve yeniden değerlendirme fonlarının sermayeye eklenmesi şeklinde de yapılmaktadır. Her ne kadar sermayeye ilave edilen fonların dağıtılmamış kârlardan gelmemesi durumunda, dağıtılan hisse senetlerini kâr payı olarak kabul etmek doğru değilse de, pratik olarak, yapılan bu işlemlerin de hisse senedi şeklindeki kâr payı dağıtımından önemli bir farkları olmamaktadır (Bolak, 2005: 271).

Yabancı ülkelerde uygulanmakla birlikte, ülkemizde rastlanmayan bir diğer uygulama da, nominal değerlerinin azaltılması yoluyla hisse senetlerinin sayısının arttırılmasıdır. Burada şirket bilançosundaki öz sermaye kalemleri arasında herhangi bir aktarma ya da ödenmiş sermaye tutarında bir artış söz konusu değildir. Yapılan işlem sadece nominal değeri 1.000 TL olan bir hisse senedinin, örneğin, nominal değeri 500 TL olan iki adet hisse senediyle değiştirilmesidir.

Finans literatüründe hisse senedi bölünmesinin kâr payı ödemesi olarak kabul edildiğini söylemek oldukça güç olmakla birlikte, bazı yazarlar hisse senedi bölünmesiyle, kâr payı dağıtımında bedelsiz hisse senedinden yararlanmanın hemen hemen aynı sonuçlara yol açtığını, dolayısıyla hisse senedi bölünmesinin de bir çeşit kâr payı dağıtımını olarak kabul edilebileceğini belirtmektedirler.

#### **4.2.3. Hisse Senetlerini Geri Satın Alma Yoluyla Kâr Payı Dağıtımını**

İşletmelerin bazen aşırı derecede nakde sahip olmalarına karşın, söz konusu nakdin yönlendirilebileceği kârlı yatırım olanaklarının bulunmaması, eldeki nakit mevcudunun piyasadaki hisse senetlerinin bir kısmının geri alınması amacıyla kullanılmasını cazip hale getirebilir. Bir işletmenin hisse senetlerini geri satın alması, kâr payı dağıtımının bir alternatifidir. Senetlerin satın alınması dolaşımdaki hisse senedi adedini azaltmakta, geri kalan hisseler için hisse başına kâr artış göstermektedir. Hisse başına karın artması, hisse senetlerinin piyasa değerini arttırmakta, ortaklar nakit kâr payı yerine sermaye kazancı elde etmiş olmaktadır. Ülkemizde bir anonim şirketin kendisine ait olan hisse senetlerini satın almasıyla dolaylı yolla kâr payı dağıtması hukuki açıdan mümkün değildir.

### **5. Kâr Payı Dağıtım Teorileri**

Hisse senetlerinin piyasa fiyatları üzerinde kâr payı dağıtım politikalarının etkisinin olup olmadığı varsa etkisi nasıl etkilediği konusu 1960'lardan bu yana finans alan yazınının önemli ilgi alanlarından birini teşkil etmiştir. Bu konu ile ilgili iki temel görüş Modigliani ve Miller'ın başını çektiği; kâr payı



dağıtım politikasının hisse senedinin değerini etkilemediğini öne süren görüş ile Lintner ve Gordon'un savunduğu kâr payı dağıtım politikasının hisse senedi fiyatı üzerinde etkili olduğu görüşleridir. Bu iki karşıt görüşün yanı sıra, kâr payı dağıtımının firma değeri üzerindeki etkisi konusunda değişik bakış açılan da bulunmaktadır.

### 5.1. Kâr Payı Politikasının Geçersizliği Teorisi

Modigliani ve Miller'ın 1961 yılında yazmış oldukları makalelerinde savundukları görüşte hissedarlar elde edecekleri gelirin kâr payı veya sermaye kazancı şeklinde olması konusunda kayıtsızdılar ve şirketin değerini yalnızca varlıklar ve yarattıkları gelirler belirlemektedir. Dolayısıyla ne kadar kâr dağıtıldığının şirket değeri üzerinde bir etkisi olmayacaktır. Uygun yatırım hacmini gerçekleştirmek isteyen işletme, yatırım için gerekli fonları ister elde ettiği kârlardan karşılansın, isterse elde ettiği kârın bir kısmını veya tamamını ortaklarına dağıtıp, gerekli fonları dağıttığı kâr payı kadar yeni hisse senedi ihracıyla karşılansın, iki seçenek de hisse senedi fiyatı üzerinde aynı etkiyi yaratacaktır. M-M tarafından geliştirilen bu bakış açısı, sermaye piyasasının mükemmel olduğu, işlem komisyonu, ihraç gideri ve vergi gibi giderlerin bulunmadığı, yatırımcıların daima akılcı davranışlar sergiledikleri ve gelecekte elde edilecek kâr paylarının tam belirlilikle bilindiği gibi varsayımlar içermektedir. Gerçek hayatta bu varsayımların gerçekleşmesinin son derece zor olduğu görülebilmekte, ayrıca verginin ihmal edilmesinden vazgeçilip, sermaye kazançtan üzerinden alınan verginin gelir vergisinden daha düşük olduğu kabul edildiğinde, kâr payı dağıtılmasının hisse senedi değerini azaltacağı sonucuna ulaşılmaktadır (Ertaş ve Karaca, 2010: 60).

### 5.2. Kâr Payı Politikasının Geçerliliği Teorisi

Gordon ve Lintner kâr payı dağıtım politikasının hisse senedi fiyatlarını dolayısıyla işletmenin piyasa değerini etkilediğini ileri sürmektedir. Eldeki kuş teorisi olarak da bilinen bu görüşe göre, nakit olarak dağıtılan kâr payları yatırımcıların gözünde, gelecekte gerçekleşecek ve belirsizlik içeren sermaye kazancından daha güvenli ve daha değerlidir. Diğer bir deyişle yatırımcılar bugün elde edilebilecek kâr payını ileride elde edilebilecek bir sermaye kazancına tercih etmektedir (Aydın ve diğerleri, 2007: 426).

### 5.3. Artık Fonlar Teorisi

Kâr payı dağıtım kararı, bu görüşe göre şirketlerin sermaye yapısı ve maliyeti belirlendikten sonra otomatik olarak oluşacak pasif bir karardır. İşletme  $r > k$  (getiri oranı sermaye maliyetinden büyükse), yani yatırımın net bugünkü değeri pozitifse sermaye yapısını koruyarak yatırım imkânlarını

elindeki fonlarla karşılayacak, yatırım yapanların marjinal getirisi sermaye maliyetinden küçük olduğunda başka bir ifadeyle net bugünkü değeri negatif bir yatırım olduğunda elindeki fonları kâr payı olarak dağıtacaktır. Çünkü hisse sahipleri daha yüksek getiri elde edebileceklerine inandıklarında hakettikleri kâr payından vazgeçip şirket tarafından bu kâr paylarının değerlendirilmesini kabul etmektedir.

Yatırımlardan beklenen getiri oranının sabit bir değeri varsa, en iyi çözüm, bu değer sermaye maliyetinin üzerinde olduğu müddetçe kâr payı dağıtım oranını “0”, altında olduğu sürece kâr payı dağıtım oranını “100” olarak belirlemektir. Beklenen getiri sermaye maliyetine eşit olduğunda dağıtılan kâr payı miktarının önemi kalmayacaktır (Brigham, 1986: 541).

#### 5.4. Bilgi İçeriği ve Sinyalleme Hipotezi

Şirketlerin gelecekte düzenli ve yüksek net kâr artışı veya kârlarında kesin bir düşüş tahmin etmedikçe kâr paylarını azaltmayacakları finans dünyasında genel kabul görmüş bir görüştür. M-M de bu görüştan yola çıkarak yatırımcıların, şirketlerin kâr paylarında yaptığı değışikliği yönetimin ilerdeki kârlarla ilgili olumlu ya da olumsuz sinyali olarak gördüklerini ileri sürmüşlerdir.

Miller ve Rock’un ileri sürdüğü ve yukarıdaki görüşü destekleyen “asimetrik bilgi” kuramına göre yöneticiler şirketin kârlarının reel durumu ve ilerdeki yönüne dair, şirket dışındaki yatırımcılara kıyasla daha fazla bilgiye sahiptir. Bu sebeple kâr payı bildirimleri üzerinden şirketin durumu hakkında çıkarımda bulunmaları muhtemel ve anlaşılırdır. Buna göre (Bolak, 2010: 273-274).

- Şirket ilk kez kâr dağıtır veya kâr payını yükseltirse, bu durum olumlu bir haber olarak algılanır ve şirketin piyasa değeri artar.
- Şirket kâr payını düşürür ya da kâr dağıtımını gerçekleştirmezse, bu durumu olumsuz bir haber olarak yorumlanır ve şirketin piyasa değeri düşer.
- M-M’e göre, yüksek kâr payı açıklayan şirket hisselerinin fiyatının artması, yatırımcıların yüksek kâr payı dağıtım oranını tercih etmeleri ile değil açıklanan yüksek kâr payının ileriye dönük olumlu sinyaller taşıması ile ilgili olmaktadır.

#### 5.5. Müşteri Grubu Etkisi

Piyasada farklı kâr payı dağıtım ihtiyacı hisseden yatırımcılar bulunabilir. Örneğin, yüksek vergi oranına tabi yatırımcılar düşük kâr payını tercih

ederken, düzenli nakit akışı isteyen küçük tasarruf sahipleri ya da emekli sandığı gibi kurumsal fonlar da yüksek kâr payını arzulayabilirler. Dolayısıyla değişik kâr payı dağıtım stratejilerinin değişik müşteri grupları bulunabilir ve şirketler hedefledikleri yatırımcı grubunu çekebilmek için kâr payı dağıtım politikalarını buna göre belirleyebilirler. Öte yandan herhangi bir şirket kâr payı dağıtım politikasında bir değişiklik yaptığında, borsada bu şirketin hisselerinin hareketlilik kazandığı gözlenebilecektir. Bunun nedeni, yeni stratejiden memnun olmayan hissedarların hisselerini elden çıkarmaya, bu stratejiye pozitif bakan diğer yatırımcıların ise hisse almaya çalışmalarıdır.

## 6. Sonuç

Finansal yönetimin temel karar alanları finansman, yatırım ve kâr payı dağıtımına yönelik konuları içermektedir. Kâr payı dağıtım politikası, dönem sonundaki net kârın ne kadarının şirket bünyesinde oto finansman olarak bırakılacağını ne kadarının hissedarlara dağıtılacağına yönelik kararları içermektedir. Günümüzde şirketlerin temel amacı olan firma değerinin en yükseğe çıkarılması, hissedarların servetlerinin maksimize edilmesini sağlayacak şekilde kararlar alınması ile mümkün olmaktadır. Şirketlerin hem büyüme hem yüksek kâr payı dağıtımını amacı birbiriyle çalışmakta, dolayısıyla büyümeye engel olmayacak aynı zamanda hissedarların beklentilerini karşılayacak kâr payı dağıtım politikası benimsemeleri son derece önemlidir.

Kâr payı dağıtımının firma değeri üzerinde etkisi olup olmadığını, varsa etkinin nasıl olduğu konusu finans literatürünün önemli ilgi alanlarından birini oluşturmaktadır. Kâr payı dağıtımının firma değeri üzerindeki etkisi konusunda farklı teoriler bulunmakla beraber konu ile ilgili iki temel teori; Modigliani ve Miller'ın kâr payı dağıtım politikasının hisse senedinin değerini etkilemediğini öne süren görüşü ile Lintner ve Gordon'un savunduğu kâr payı dağıtım politikasının hisse senedi fiyatı üzerinde etkili olduğu görüşleridir. Ancak piyasanın ve ekonominin sürekli değişen dinamikleri nedeniyle her şirket için ideal bir kâr payı dağıtım politikasından bahsetmek mümkün değildir.

## Kaynakça

- Akgüç, Ö. (1998). *Finansal yönetim*, İstanbul: Muhasebe Enstitüsü Yayınları.
- Aydın, N., Başar, M., & Coşkun M. (2007). *Finansal yönetim*, Eskişehir: Türkiye Bilimler Akademisi.
- Bolak, M. (2010). *İşletme finansı*, İstanbul: Birsen Yayınevi.
- Bolak, M. (2005). *İşletme finansı*, İstanbul: Birsen Yayınevi.
- Boztosun, D. (2006). *Temettü dağıtma kararının farklı piyasalarda hisse senedi fiyatına etkisinin mukayeseli olarak incelenmesi* (Doktora Tezi). Gazi Üniversitesi/Sosyal Bilimler Enstitüsü, Ankara.
- Brealey, R. A., Myers, S. C., Marcus, A. J., & Bozkurt, Ü. (1997). *İşletme finansmanının temelleri*, İstanbul: Literatür Yayıncılık.
- Brigham, E. F., (1986). *Fundamentals of financial management*, CBS College Publishing: New York.
- Demirel, E. (2014). *Temettü dağıtım politikasının firma değeri üzerine etkisi ve BİST 30 Endeksinde bir uygulama* (Yüksek Lisans Tezi). Selçuk Üniversitesi/Sosyal Bilimler Enstitüsü, Konya).
- Dendeş, E. (2020). *Kâr payı dağıtım politikasını etkileyen mikro ve makro etkenler: Bist 100 firmaları üzerine bir uygulama* (Yüksek Lisans Tezi). Aydın Adnan Menderes Üniversitesi/Sosyal Bilimler Enstitüsü, Aydın).
- Ertaş, F. C., & Karaca, S. (2010). Kâr dağıtımının ilanı ve gerçekleşmesi arasında geçen sürenin firma değerine etkisi. *Muhasebe ve Finansman Dergisi*, (47), 58-68.
- Kaya, T. (2009). *Sermaye şirketlerinde kâr dağıtımının vergilendirilmesi ve muhasebeleştirilmesi* (Doktora Tezi). Dokuz Eylül Üniversitesi/Sosyal Bilimleri Enstitüsü, İzmir).
- Koç, P. (2021). Risk ve getiri arasındaki ilişkinin analizi: Borsa İstanbul'da işlem gören Türk futbol takımları üzerine bir araştırma. *İşletme Araştırmaları Dergisi*, 13(2), 1893-1906.
- Odabaşı, A. (2003). Sistematik risk tahmininde getiri aralığının etkisi: İMKB'de bir uygulama. *Uludağ Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, 22(1), 107-120.
- Özaltın, S., Ersoy, E., & Bekci, İ. (2015). Kâr dağıtım politikasının bireysel yatırımcıların yatırım kararları üzerine etkisi. *Süleyman Demirel Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, 20(2), 397-411.
- Sevim, Ş., & Daşcı, H. (2020). Halka açık şirketlerde kâr dağıtım politikalarını etkileyen faktörler üzerine bir araştırma. *İşletme Araştırmaları Dergisi*, 12(2), 1434-1446.
- Şeker, K., & Karabulut, R. (2018). *Kâr payı dağıtım oranlarının borçlanma araçları üzerinde etkisi* (Doktora Tezi). İktisadi Kalkınma ve Sosyal Araştırmalar Derneği.
- Yalçınır, K. (2006). Risk ile getiri arasındaki doğrusallığın İMKB'de analizi. *Muhasebe ve Finansman Dergisi*, (29), 182-189.