

HİSSE SENETLERİ İMKB'DE İŞLEM GÖREN ŞİRKETLERİN TEMETTÜ POLİTİKALARI ÜZERİNE BİR ANALİZ: NAKİT TEMETTÜ-SEKTÖR DAVRANIŞI İLİŞKİSİ

Mustafa Kemal YILMAZ*

Özet

Halka açık anonim ortaklıklarca (HAAO) pay sahiplerine safi kardan pay alma hakkı verilmesine yönelik oluşturulan temettü politikaları her ülkede şirketten şirkete değişim göstermektedir. Bu çalışmada, Türkiye'de İMKB'de işlem gören HAAO nakit temettü ödeme politikalarının gelişimi hem sistem hem de sektör bazında incelenmiş, yasal düzenlemelerin bu gelişmeleri ne yönde etkilediği konusu analiz edilmiştir. Çalışma, İMKB'de işlem gören şirketlerin nakit temettü ödeme politikasının, şirketlere temettü ödeme serbestisinin tanındığı 1995 yılından sonra ciddi bir değişim gösterdiğini, özellikle bedelli sermaye artırımında ortaya çıkan artış sonucunda, net nakit temettü (nakit temettü – bedelli sermaye arttırmı) ödeme oranının çok ciddi düşüş göstererek % 0 seviyesine gerilediğini ortaya koymuştur. Diğer taraftan, temettü ödeme oranı ile sektörler arasındaki ilişki çok kuvvetli değildir. Bu amaçla 14 farklı sektör arasında yapılan sektörlerarası karşılaştırma sonucunda, düşük seviyeli pozitif bir korelasyon bulunmuştur. Sektörler arasında ekonomik gelişmelere en duyarlı sektör grubu finansal kuruluşlar olup, özellikle 2000-2001 yıllarında ekonomide yaşanan krizler sonucunda yapılan yeniden yapılandırma süreci temettü ödeme oranı açısından en fazla bankacılık sektörünü olumsuz etkilemiştir.

I. Giriş

Rekabetin gitgide daha çok önplana çıktığı globalleşen dünya düzeni içinde ulusal ve uluslararası boyutta faaliyet gösteren şirketler açısından izlenen kar dağıtımı ve temettü politikası büyük önem taşımaktadır. Şirkete yeni ortakların katılımını sağlamak ve sermaye piyasası kanalıyla hisse senetlerinin daha yoğun alınıp satılmasına imkan vermek isteyen şirketlerin etkin bir temettü politikası oluşturmaları ve takip etmesi kaçınılmazdır. Bu anlamda, temettü

* Dr. Mustafa K. Yılmaz, Eksper, İMKB Vadeli İşlemler Piyasası Müdürlüğü.

Tel: (0212) 298 24 94 E-posta: mustafa.yilmaz@imkb.gov.tr

politikası şirket stratejisinin belirlenmesinde ve ileriye yönelik adımlar atılmasında önemli bir rol oynamaktadır.

Birbiriyle ilişkili olan birden çok değişkenin dikkate alınmasını gerektiren temettü politikası, şirketin ve ortaklarının yanı sıra, çoğu zaman şirketle doğrudan ilişki içinde olmayan diğer kişi ve kurumları da yakından ilgilendirmektedir. Bu açıdan bakıldığından, söz konusu etkileşim matrisinin teorik anlamda araştırılması ve optimum temettü politikasının belirlenmesi için analitik çözümler ortaya konulması oldukça zor olmaktadır. Bu nedenle, genellikle temettü politikası, temettü ödeme kararı ile temettü ödemeyip kazancın tümünün şirketin büyümесini ve yatırımlarını en kolay bir şekilde finanse etmek üzere yedek akçe olarak tutulması kararı arasında bir tercih yapılması olarak tanımlanmaktadır.

Şirket yönetiminin temettü politikasını tespit ederken dikkate aldığı kistas, şirketin yatırımlarında kullanacağı sermayenin maliyeti ile bu sermayeye ulaşabilme yeteneğidir. Temettü tutarı veya temettü oranının tesbitinde, halihazırda mevzuatın alt ve/veya üst sınırını çizdiği tutar veya oran, temettü ve sermaye kazancıyla ilgili vergi mevzuatı, enflasyon ve kullanılan muhasebe sistemi gibi çevresel faktörler de doğal olarak dikkate alınmalıdır. Bu açıdan bakıldığından şirket, bir taraftan faaliyetleri sonucu elde ettiği karı ortaklara yansıtma yükümlülüğüne uymaya çalışırken, diğer taraftan da sorumluluk ilkesinin bir gereği olarak, şirketin malvarlığının korunması tedbirlerine bağlı kalacak ve otofinansman dengesini kurmak üzere hareket edecektir.

Bu çalışmada, temettü politikası çerçevesinde özellikle Türkiye'de hisse senetleri İMKB'de işlem gören şirketlerin takip etmiş olduğu nakit temettü ödeme politikalarının gelişimi ele alınmış, söz konusu politikaların sektörel farklılaşması ve bu farklılaşmanın yıllar itibarıyle gelişimi analiz edilmeye çalışılmıştır. Çalışmanın bundan sonraki kısmı beş bölümden oluşmaktadır. Birinci bölümde, temettü politikası konusunu ele alan literatür çalışmaları incelenmiş, ikinci bölümde dünyada ve Türkiye'de temettü dağıtım oranlarının izlediği genel trend ortaya konmuş ve Türk Sermaye Piyasası'ndaki mevzuat düzenlemeleri incelenmiş, üçüncü bölümde çalışmada kullanılan veri tabanı ve metodoloji açıklanmış, dördüncü bölümde elde edilen veriler ışığında ortaya çıkan empirik sonuçlar tartışılmış, son bölümde ise ileriye dönük bir takım çıkarımlarda bulunulmaya çalışılmıştır.

II. Literatür Çalışması

Finans literatüründe temettü politikaları ile firma değeri ve sektör ilişkisi konularında birçok çalışma yapılmış olmasına rağmen, bu çalışmaların çoğu temettü politikalarının firma değeri üzerindeki etkisini ortaya koymak açısından

çoğu zaman yetersiz kalmış ve Black (1976) in dediği gibi temettü politikasının firmanın stratejik gelişim süreci üzerindeki etkisi karmaşık bir bulmaca olarak kalmaya devam etmiştir.

Baker ve Powell (1999 ve 2000) tarafından, New York Stock Exchange (NYSE)'de kote edilmiş 603 şirketin mali işler sorumlularına yönelik yapılan anket çalışmasına verilen cevapların büyük bir yüzdesi, şirketler tarafından takip edilen temettü politikasının firmanın değerini önemli ölçüde etkilediği yönünde çıkmış, buna karşılık sektörler arasında temettü politikasını etkileyen faktörlerin önem sıralaması konusunda bir farklılık olmadığı ortaya konmuştur. Baker, Farrelly ve Edelman tarafından (1985) yapılan başka bir çalışmada, şirketlerin takip ettiği temettü politikasının firma değerini etkilediği ortaya konmuştur.

Michel (1979) ve Baker (1988) ayrı ayrı yaptıkları çalışmalarda, firmalar tarafından takip edilen temettü politikalarının sektörler arasında değişim gösterdiğini tespit etmişlerdir. Ho (2003) tarafından yapılan ve Avustralya ile Japonya'da faaliyet gösteren şirketlerin temettü politikalarını inceleyen başka bir çalışmada da, her iki ülkede de temettü politikasının belirlenmesinde sektör etkisinin belirgin bir rol oynadığı tespit edilmiştir. Lintner (1956) finans literatürüne geçen klasikleşmiş makalesinde, aynı sektörde faaliyet gösteren firmaların temettü politikaları ile bazı diğer faktörler (satış hacmi, cari kar, içsel nakit akımı) arasında pozitif ilişki olduğunu ifade etmiş, aynı sektörde bulunan şirketlerin aynı koşullarla karşı karşıya olduklarını belirtip, benzer temettü politikaları izleyebileceklerini öne sürmüştür. Aynı şekilde Michel (1979) de, 1967-1976 yılları arasında faaliyet gösteren Amerikan firmalarını incelediği çalışmasında, aynı sektörde faaliyet gösteren firmaların temettü politikalarının benzerlik gösterdiğini bulmuştur.

Aivazian, Booth ve Cleary (2003) tarafından yapılan bir çalışma, firmaların takip ettiği temettü politikasının firmanın karlılığı, büyülüğu, borç yapısı, riskliliği ve büyümeye hızından etkilendiğini ortaya koymustur. Sekiz gelişmekte olan ülkede faaliyet gösteren firmaların temettü politikaları ile ABD'deki firmaların temettü politikalarının karşılaşıldığı bu çalışma, banka ağırlıklı bir sisteme sahip olan Türkiye, Zimbabwe, Pakistan ve Hindistan gibi ülkelerde firmaların takip ettikleri temettü politikalarının ABD'deki firmaların takip ettikleri politikalara çok az benzerlik gösterdiğini ortaya koymustur.¹ Aynı çalışmada, bu sekiz ülke içinde Türkiye'deki firmaların 1981-1990 yılları arasındaki dönemde takip ettiği temettü dağıtım oranının ortalama % 60, medyan değerinin ise % 62 seviyesinde gerçekleştiği, bunun ise diğer 7 ülke

¹ Bu sekiz ülke; Kore, Hindistan, Malezya, Tayland, Zimbabwe, Ürdün, Pakistan ve Türkiye'dir.

ile karşılaşıldığında oldukça yüksek olduğu belirtilmiştir. Bunun en önemli nedeni olarak ise, bu dönemde firmaların karlarının en az % 50'sini veya ödenmiş sermayesinin % 20'sini (her hali karda karlarının % 75'inden fazlası olamaz) dağıtmak zorunda bırakılmasını zorunlu kıلان yasal düzenlemeler gösterilmiştir.

Glen, Karmokolias, Miller ve Shah (1995) tarafından yapılan ve 7 gelişmekte olan ülkede takip edilen temettü politikalarının ele alındığı başka bir çalışmada da, gelişmiş ülkelerle kıyaslandığında gelişmekte olan ülkelerde firmaların açıkladığı temettü dağıtım oranına temettü ödeme tutarından daha çok önem verildiği, bunun sonucunda da temettü ödemelerinin gelişmekte olan ülkelerde daha dalgalı bir seyir izlediği ifade edilmiştir. Aynı çalışmada, kendileri ile mülakat yapılan firma yöneticileri, temettü ödeme kararını verirken kendilerini etkileyen bir sektör normunun olmadığını belirtmişlerdir.²

III. Dünyada ve Türkiye'de Yaşanan Gelişmeler

3.1 Temettü Politikasına İlişkin İstatistikî Gelişim

Dünyada gelişmiş ve gelişmekte olan ülkelerde faaliyet gösteren şirketlerin takip etmiş oldukları temettü dağıtım oranları ile kazançları üzerinden dağıttıkları temettü miktarı, başta yasal düzenlemeler olmak üzere şirketin yönetim kurulu tercihleri, uzun vadeli yatırım politikası gibi içsel ve yasal düzenlemeler ile hissedarların tercihleri, sosyo-ekonomik dengelerde ortaya çıkan değişimler gibi dışsal faktörlerden etkilenebilmektedir. Standard & Poors şirketinin her yıl yayınladığı "Global Market Factbook 2003" kitabından elde edilen veriler çerçevesinde gelişmiş ve gelişmekte olan ülkelerde gerçekleşen temettü verimi ile temettü dağıtım oranlarının 1993-2002 yılları arasında izlediği gelişim yüzdesel olarak Tablo 3.1'de gösterilmiştir.³

² Bu yedi ülke; Şili, Hindistan, Jamaika, Meksika, Filipinler, Tayland ve Türkiye'dir.

³ Temettü verimi, hisse başına düşen temettü miktarının hisse senedi fiyatına bölünmesi ile, temettü dağıtım oranı ise, temettü verimi ile fiyat/kazanç oranı çarpılmak sureti ile hesaplanmıştır.

Tablo 3.1: Gelişmiş ve Gelişmekte Olan Bazı Ülkelerde Temettü Verimi (TV) ve Temettü Dağıtım Oranının (TDO) Gelişimi (%) (1993-2002)

Ülke	1993		1994		1995		1996		1997	
	TV	TDO	TV	TDO	TV	TDO	TV	TDO	TV	TDO
<i>Gelişmiş</i>										
Fransa	2.8	67.2	3.3	87.5	3.5	90.0	2.9	109.6	2.4	65.8
Almanya	2.5	62.0	3.0	117.3	3.0	68.4	2.6	59.5	2.1	56.9
İtalya	1.9	206.7	1.8	119.2	1.9	70.7	2.5	61.0	1.7	44.0
Ispanya	3.9	58.5	4.4	91.5	3.8	54.7	3.0	51.6	2.3	55.2
İngiltere	3.8	90.4	4.4	72.2	4.2	67.2	4.2	65.9	3.4	62.9
ABD	2.5	51.5	2.8	46.8	2.3	43.0	2.0	40.2	1.6	37.8
<i>Gelişmekte</i>										
Brezilya	0.4	5.0	0.7	9.2	3.4	123.4	2.3	33.4	3.9	48.4
Şili	2.7	54.0	2.4	51.4	3.5	59.9	3.9	56.9	3.9	57.3
Polonya	0.4	12.6	0.4	5.2	2.6	18.2	1.2	17.2	1.5	17.1
Yunanistan	5.8	55.1	5.4	52.9	6.5	74.1	6.2	58.9	3.2	55.4

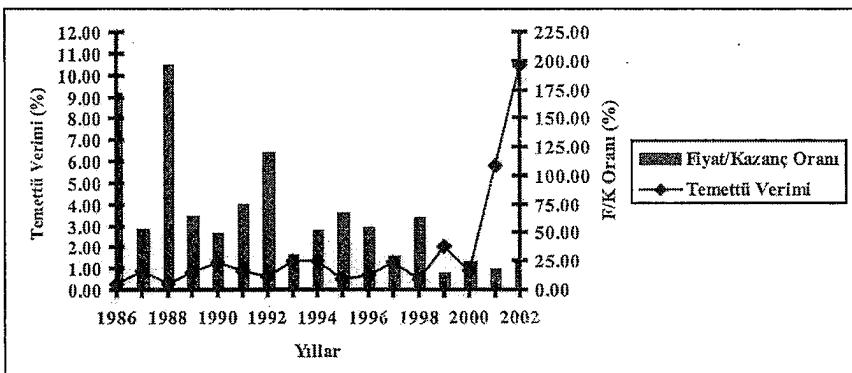
Ülke	1998		1999		2000		2001		2002	
	TV	TDO	TV	TDO	TV	TDO	TV	TDO	TV	TDO
<i>Gelişmiş</i>										
Fransa	2.3	58.0	1.7	56.1	1.8	58.3	2.0	37.6	3.6	83.9
Almanya	2.1	55.0	1.9	53.2	2.4	56.6	2.3	50.8	2.9	63.2
İtalya	1.3	48.9	1.5	46.2	1.6	46.9	2.1	38.9	3.5	67.6
Ispanya	1.9	47.9	2.2	63.6	2.0	46.4	2.2	38.5	3.2	43.8
İngiltere	3.1	62.0	2.7	66.2	2.9	67.0	2.8	52.4	4.1	89.0
ABD	1.4	36.7	1.3	41.5	1.4	38.9	1.6	36.8	2.0	40.6
<i>Gelişmekte</i>										
Brezilya	7.8	54.6	3.2	75.2	3.7	42.6	6.6	58.1	4.4	59.4
Şili	4.1	61.9	3.0	105.0	2.5	62.3	8.2	132.8	3.0	48.9
Polonya	1.5	16.1	0.9	19.8	0.8	15.5	2.6	15.9	1.4	124.0
Yunanistan	2.1	52.3	1.2	43.3	2.3	35.2	2.6	35.9	4.9	48.0

Kaynak: Standard & Poors Global Market Factbook 2003.

Firmalar tarafından takip edilen temettü politikasının özelliklerinden biri de, temettü verimi ile fiyat/kazanç oranının genellikle birbirine ters yönde bir eğilim izlemesidir. Bunun en önemli nedeni, firmalar açısından büyümeyen bir göstergesi olarak kabul edilen fiyat/kazanç oranının temettü veriminin düşük

olduğu dönemlerde artma eğilimi göstermesi, diğer bir ifade ile temettünün az dağıtıldığı dönemlerde elde tutulan kazançların yeni yatırımlara yönlendirileceği bekentisidir. Bu durum, 1988-2002 yılları için Türkiye açısından incelendiğinde de benzer bir grafik ortaya çıkmaktadır (Grafik 3.1).

Grafik 3.1: İMKB'de İşlem Gören Şirketlerin Fiyat/Kazanç Oranı ile Temettü Verimi Oranının Gelişimi (1986-2002)



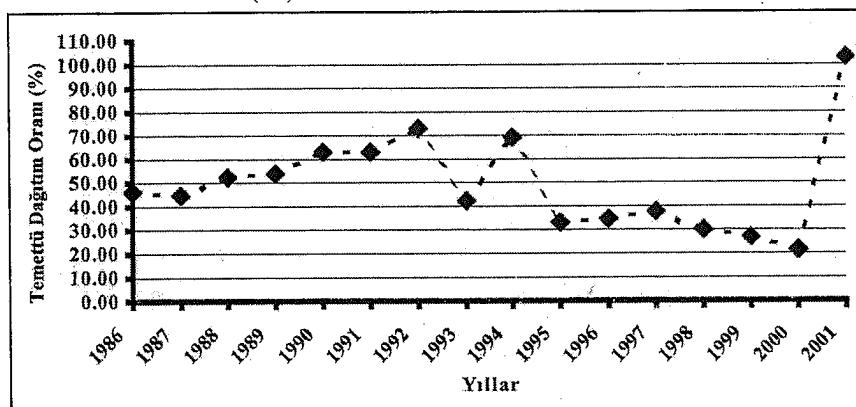
Kaynak: İMKB Yıllık Raporları

Bu iki göstergenin birbiri ile çarpılması suretiyle de (*temettü verimi x fiyat kazanç oranı*) “temettü dağıtım oranına” (dividend payout ratio) ulaşmaktadır. Türkiye’deki temettü dağıtım oranının yıllar itibarıyle gelişimine bakıldığından, çok dalgalı bir seyir izlediği görülmektedir. Özellikle, 1994 ve 2001 yılları öncesinde firmaların gelir kalemleri içinde yer alan “faiz gelirleri” kaleminin aşırı derecede şişmesi, firmaları krizin olduğu yıllarda (Şubat 1994 ve Şubat 2001), bir önceki yılda (1993 ve 2000) gerçekleşen yüksek kar rakamlarından yatırımcılarına ciddi bir temettü ödemesinde bulunmaya bir anlamda mecbur bırakmıştır. Bu iki kriz arasındaki dönemde ise temettü dağıtım oranı ortalama % 35-40 seviyesinde gerçekleşmiştir (Grafik 3.2).

Dünyada temettü politikalarının ülke grupları itibarı ile gelişimine bakıldığından ise, gelişmekte olan ülkelerin temettü dağıtım oranının 1986-1994 yılları arasında % 30-40 arasında bir değişim gösterirken, 1995-2002 yılları arasındaki dönemde daha geniş bir aralıktaki seyrettiği gözlemlenmektedir (Grafik 3.3). Gelişmekte olan ülkelerde 1986-1994 yılları arasında % 30-40 gibi bir temettü dağıtım oranı gerçekleşmekle birlikte, gelişmiş ülkeler için bu oran daha yüksek seviyede (örneğin 1993 yılı için % 66) gerçekleşmiştir. Diğer taraftan, özellikle son yıllarda gelişmiş ülkeler kategorisi içinde yer alan Japonya’nın temettü ödeme oranı ciddi bir düşüş gösterirken, ABD’ndeki

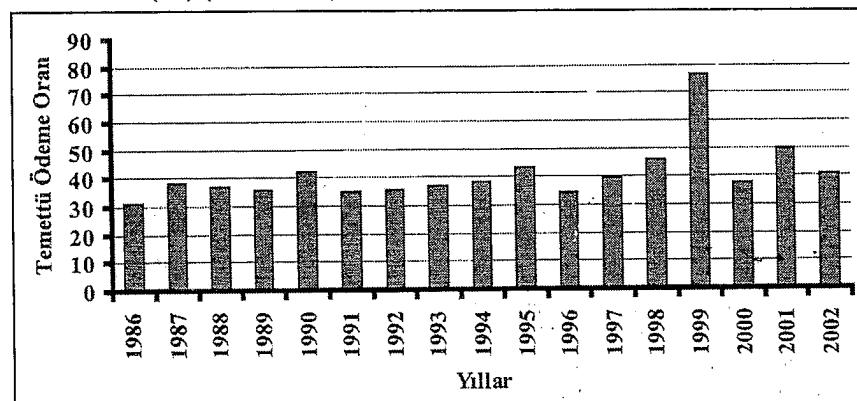
firmaların ortalama temettü ödeme oranı artış göstermiştir. Gelişmiş ülkelerin 1995-2002 yılları arasındaki dönemde ortalama temettü ödeme oranı % 45-50 seviyesinde gerçekleşmiştir. Glen, Karmokolias, Miller ve Shah (1995) tarafından yapılan çalışmada, gelişmekte olan ülkelerde gerçekleşen temettü dağıtım oranının gelişmiş ülkelere kıyasla daha dalgalı bir seyir izlediği ortaya konmuştur.

Grafik 3.2: İMKB'de İşlem Gören Şirketlerin Ortalama Temettü Dağıtım Oranları (%)



Kaynak: İMKB Yıllık Raporları

Grafik 3.3: Gelişmekte olan Ülkelerin Temettü Dağıtım Oranının Gelişimi (%) (1986-2002)



Kaynak: Glen (1995) ve Emerging Stock Markets Factbook 1997, 1998, 1999, 2000, 2001.

3.2. Mevzuat Düzenlemeleri

Türkiye'de şirketlerin takip etmeleri gereken temettü politikası konusunda getirilen mevzuat düzenlemelerini incelediğinde 1982 yılından önceki dönemde, kar dağıtımının halka açık anonim ortaklıklar (HAAO) bakımından önemi değişik boyutlarda dile getirilmiş ve asgari bir kar payının ortaklar bakımından yasalarla güvence altına alınması gereği hususu vurgulanmıştır (Aytaç, 1997).⁴ 1982 yılında yürürlüğe giren 3794 sayılı Kanun ile Değişik 2499 sayılı Sermaye Piyasası Kanunu'nun 15'nci Maddesi ve bunu müteakip 26 Şubat 1982 tarihinde çıkarılan SPK'nın Seri IV, No:1 "Sermaye Piyasası Kanunu'na Tabi Olan Anonim Ortaklıkların Uyacakları Esaslar" Tebliği'nin "Birinci Temettü Oranı ve Temettü Ödemeleri" başlıklı 7. Maddesi ile, HAAO tarafından birinci temettü ayrılması ve dağıtılması zorunlu hale getirilmiş, bu oranın SPK tarafından belirlenen oranın altında olamayacağı hükmeye bağlanmıştır. 1982-1994 yılları arasındaki dönemde SPK bu oranın dağıtılabılır karın en az % 50'si olarak belirlemiştir.⁵ Türk sermaye piyasasında, bu zorunlu temettü, "birinci temettü" olarak bilinmektedir. Söz konusu 15. Madde uyarınca HAAO açısından, hissedarlara, birinci temettü nakit olarak ödenmeden, diğer tüm temettü ödemeleri ve/veya yedek akçe ayrılması yasaklanmıştır. Ayrıca bu dönemde, hesap döneminin bitişini takip eden ilk 9 ay içinde hissedarlara temettü ödemesi yapılması zorunluluğu getirilmiştir (Adaoğlu, 1999).

1995 yılında, özellikle İMKB'de işlem gören şirketler için, temettü politikasını kapsayan düzenlemelerde önemli değişiklikler yapılmıştır. İlk değişiklik olarak, temettü ödeme süresi 9 aydan 5 aya indirilmiştir. İkinci önemli değişiklik ise, Sermaye Piyasası Kurulu tarafından çıkarılan ve 27.12.1994 tarih, 22154 sayılı Resmi Gazete'de yayınlanarak yürürlüğe giren Seri: IV, No. 9 Sayılı "İhraççıların Muafiyet Şartlarına ve Kurul Kaydından Çıkarılmalarına İlişkin Esaslar Tebliği" çerçevesinde, İMKB'de işlem gören şirketler için birinci temettü ödeme zorunluluğunun kaldırılmıştır. Hisse senetleri İMKB'de işlem görmeyen diğer halka açık anonim ortaklıklar için bu zorunluluk kaldırılmıştır. Ayrıca bu yeni düzenlemeye paralel olarak, 14.03.1995 tarihinde çıkarılan SPK'nın Seri: IV No:10 Sayılı Tebliği ile, hisse senetleri İMKB'de işlem gören şirketlerin birinci temettüyü nakit ve/veya bedelsiz hisse senedi olarak dağıtblmelerine imkan tanınmıştır. Bunun yanında, olağan genel kurulda kabul edilmesi

⁴ 1982 yılı öncesindeki uygulamada, temettü politikası açısından, şirketler tarafından yapılacak aşırı kar dağıtımını önlemek için azami sınır olarak % 75 oranı öngörmektedir. 1982 yılında yürürlüğe giren yeni Tebliğ ile bu üst sınır kaldırılmıştır.

⁵ Tebliğin 7. Maddesi birinci fikrasında: "Halka açık anonim ortaklıkların birinci temettü tutarı, hesap dönemi net karından vergi ve benzerleri düşülmek suretiyle bulunan dağıtblabilir karın yarısından az olamaz" hükmü yer almaktadır.

koşuluyla, en az limit olan % 50 temettü dağıtım oranından daha az temettü dağıtabilme olanağı getirilmiştir. Özette, söz konusu düzenlemelerle, hisse senetleri İMKB'de işlem gören şirketlerin temettü politikası seçenekleri şunlar olmuştur:

- birinci temettünün tümü nakit olarak ödenebilir;
- birinci temettünün tümü bedelsiz hisse senedi olarak dağıtolabilir;
- birinci temettünün bir kısmı nakit, bir kısmı bedelsiz hisse senedi olarak dağıtolabilir;
- şirket nakit ve/veya bedelsiz hisse senedi dağıtmayıp, tüm karı yedek akçe olarak bünyesinde tutabilir.

Bu düzenlemelere ek olarak SPK tarafından, 13.11.2001 tarihinde çıkarılan Seri IV. No. 27 Sayılı Tebliğ ile “Sermaye Piyasası Kanunu’na Tabi Olan Halka Açık Anonim Ortaklıkların Temettü ve Temettü Avansı Dağıtımında Uyacakları Esaslar Hakkında” yeni düzenlemeler yapılmış, bu Tebliğ’in Üçüncü Bölümü’nde yer alan “Temettü Avansı Dağıtım Esasları” çerçevesinde HAAO’ın, sermaye piyasası mevzuatına uygun olarak düzenlenmiş ve bağımsız sınırlı denetlemeden geçmiş 3,6 ve 9 aylık dönemler itibarıyle hazırladıkları ara mali tablolarda yer alan karları üzerinden nakit temettü avansı dağıtblmelerine imkan veren bir düzenleme yapılmıştır.

Son olarak, Sermaye Piyasası Kurulu’nun 2003/63 Sayılı Haftalık Bülteni’nde yayınlanan 30.12.2003 tarih ve 16535 sayılı Kararı ile, 01 Ocak 2004 tarihinden geçerli olmak üzere, hisse senetleri borsada işlem gören şirketler için 2003 yılı faaliyetlerinden elde edilen karlar üzerinden, dağıtolabilir karın en az % 20’si oranında kar dağıtımını zorunluluğu getirilmiş, temettü dağıtımını için, enflasyona göre düzeltilmiş ya da uluslararası muhasebe standartlarına göre hazırlanmış mali tablolardan esas alınacağı belirtilmiştir. Karar uyarınca, temettü dağıtımının şirketlerin genel kurullarının alacağı karara bağlı olarak, nakit ya da temettünün sermayeye eklenmesi suretiyle ihraç edilecek hisse senetlerinin bedelsiz olarak ortaklara dağıtılması veya belli oranda nakit, belli oranda bedelsiz hisse senedi dağıtılması suretiyle gerçekleştirilebileceği belirtilmiştir. SPK bu düzenleme ile, yatırımcılara belli bir miktarda temettü dağıtılmamasını zorunlu hale getirerek, özellikle enflasyonun düşme eğilimi içine girdiği 2003 yılını takip eden 2004 yılı içinde borsayı canlandırmayı ve yatırımcıların ilgisini çekerek halka arzı özendirmeyi hedeflemektedir.

IV. Veri Tabanı ve Metodoloji

Bu çalışmada, Türkiye’de 1986-2001 yılları arasında İMKB’de işlem gören 310 şirkete ilişkin gerçekleşen toplam nakit temettü, bedelsiz ve bedelli sermaye artırımları ile net nakit temettü (nakit temettü-bedelli sermaye artırımı) rakamları

veri olarak kullanılmıştır. Veriler, İMKB yayını olan “*İMKB Şirketleri: Sermaye ve Temettü Verileri: 1986-2001*” kitabı ile İMKB Yıllık Raporlarından elde edilmiştir.⁶

Çalışmada ilk olarak, İstanbul Menkul Kıymetler Borsası (İMKB) nda işlem gören şirketlerin yıllar itibarıyle izledikleri temettü politikası istatistik veriler ışığında ortaya konmaya çalışılmıştır. Bunu müteakip, hisse senetleri İMKB’de işlem gören şirketlerin ortalama nakit temettü dağıtım oranı ile ortalama net nakit temettü dağıtım oranları yıl ve sektör bazında incelenmiş, şirketlerin ele alınan dönem içinde takip etmiş oldukları temettü politikası analiz edilmiştir. Şirketlerin 1999 yılı karlarından 2000 yılında ödedikleri temettülerin dağıtımında stopaj uygulamasına başlanması nedeniyle, Borsadan termin edilen temettü ödemelerinin yeraldığı tablolarda bulunan nakit temettü tutar ve oranları 2000 ve 2001 yılı için net tutarlar üzerinden dikkate alınmıştır. 1998 yılı ve öncesi yıllara ait rakamlar ise, o yıllar için brüt ve net nakit tutar ve oranları için stopaj uygulaması olmadığından aynı kabul edilmiştir.

Ortalama nakit temettü dağıtım oranlarının hesaplanmasında kullanılan örneklem grubu, 1986-2001 yılları arasındaki dönemde İMKB’de işlem gören şirketlerin tümünü kapsamaktadır. İMKB’nın sektör sınıflandırmamasına dayanarak örnek alınan sektörler şunlardır: Gıda, İçki ve Tütün, Dokuma, Giyim Eşyası ve Deri, Kağıt ve Kağıt Ürünleri, Basım ve Yayın, Kimya, Petrol, Kauçuk ve Plastik Ürünler, Taş ve Toprağa Dayalı Sanayi, Metal Ana Sanayi, Metal Eşya, Makina ve Gereç Yapımı, Elektrik, Gaz ve Su, Toptan ve Perakende Ticaret, Otel ve Lokantalar, Bankalar, Sigorta Şirketleri, Finansal Kiralama ve Faktoring Şirketleri, Holdingler ve Yatırım Şirketleri, Yatırım Ortaklıkları ve Aracı Kurumlar, Teknoloji Şirketleri.

Çalışmada ayrıca, İMKB’de işlem gören şirketlerin yıllar itibarıyle elde ettikleri ve dağıttıkları toplam net kar ile nakit temettü rakamları, Devlet İstatistik Enstitüsü (DİE) toptan eşya fiyat endeksi ($1987=100$) verisi kullanılmak sureti ile yeniden düzenlenmiş ve her iki göstergenin zaman içinde birbiri ile izlediği trendin gelişimi analiz edilmiştir.

⁶ Çalışmaya 2002 yılının dahil edilmemesinin nedeni, daha önceki yıllar için veri tabanında yer alan Aktaş Elektrik, Aktif Finans, EGS Dış Ticaret, Emek Sigorta, Gümüşsuyu Hali, İntermedya, Kepez Elektrik, Köytaş Tekstil, Rant Finansal Kiralama, Sezginler Gıda, Sinai Yatırım Bankası, Söksa, Toprakbank, Yasaş gibi şirketlerin 2002 yılı içinde borsada sıralarının kapatılmış olmasıdır.

V. Ampirik Sonuçlar

5.1. İMKB Şirketlerinin Temettü Politikası

İMKB Şirketlerinin 1986-2001 yılları arasındaki dönemde izledikleri temettü politikası, toplam nakit temettü, bedelsiz ve bedelli sermaye artırımları ve net nakit temettü (nakit temettü-bedelli sermaye artırımı) şeklinde Tablo 5.1'de rakamlar ile gösterilmektedir. Tablo 5.1'de yer alan rakamlara birleşme veya devrolma nedeniyle kapatılan şirketlerin verileri dahil edilmemiştir.⁷

Tablo 5.1 incelendiğinde ortaya çıkan en dikkat çekici bulgu, İMKB şirketlerinin bir yandan nakit temettü dağıtırken, bir yandan da dağıtılan nakit temettüyü bedelli sermaye artırımları ile (ortaklara rüçhan hakkı kullandırarak) geri toplamalarıdır. Nakit temettü dağıtımıyla genellikle aynı dönemde yapılan sermaye artırımı uygulaması, bedelsiz hisse senedi şeklindeki temettüden farklı değildir. "Net Nakit Temettü" rakamları bu sonucu desteklemektedir. Özellikle, 1987, 1989, 1991, 1992, 1994, 2000, 2001 ve 2002 yıllarında, İMKB şirketleri dağıtılan nakit temettü miktarından daha fazla sermaye artırımında bulunmuşlardır.

Konuya ilişkin diğer ilginç bir tespit ise, İMKB şirketlerinin önemli miktarda bedelsiz hisse senedi dağıtmalarıdır. İMKB şirketleri, iç kaynaklarını –özellikle de yeniden değerlendirme fonunu- kullanarak, hissedarlara bedelsiz hisse senedi dağıtmaktadırlar. 1995 yılından itibaren de, İMKB şirketleri nakit temettü dağıtmak yerine, kar payını hisse senedi olarak dağıtmaya yönelmişlerdir. Araştırmalar, hisse senedi olarak dağıtılan temettünün şirketten nakit çıkışını önlediğini ve aynı zamanda, hissedarları bedelsiz hisse senedi sahibi yaparak memnun ettiğini ortaya koymuştur. Aydoğan ve Muradoğlu (2003) şirketlerin bedelsiz hisse senedi dağıtarak ödenmiş sermaye miktarlarını da artırdıklarını belirlemiştirlerdir. Bu sayede şirketler borçlanabilme kapasitelerini artırılmış olmaktadır.

⁷ Birleşme veya devrolma nedeniyle pazarı kapatılan şirketler şunlardır: Akçimento, Anadolu Biracılık, Ardem, Bugün Yayıncılık, Çanakkale Çimento, Ege Biracılık, Erciyas Biracılık, Güney Biracılık, Koç Yatırım, Pınar Entegre Et, Pınar Un, Tofaş Oto Ticaret ve Turcas Petrolcililik.

Tablo 5.1: Nakit Temettü, Bedelli ve Bedelsiz Sermaye Arttırımı Miktarları (Milyar TL)⁸

Dağıtım Yılı	Nakit Temettü	Bedelsiz Artırım (İç Kaynaklardan)	Bedelsiz Artırım (1. Temettüden)	Bedelli Artırım (Rüchan Hakkı)	Net Nakit Temettü
1986	60.35	49.38	-	41.77	18.58
1987	128.29	108.28	-	334.94	-206.65
1988	254.19	130.78	-	181.68	72.51
1989	552.40	562.48	-	846.78	-294.38
1990	1,399.73	2,916.71	-	1,405.02	-5.29
1991	2,905.79	4,111.21	-	5,554.41	-2,648.62
1992	4,875.97	3,932.25	-	4,925.71	-49.74
1993	8,085.76	6,092.63	-	4,704.17	3,381.59
1994	21,095.43	17,788.10	-	27,112.36	-6,016.93
1995	44,773.02	40,716.88	4,576.07	40,504.72	4,268.30
1996	93,397.11	90,509.17	15,851.06	49,443.95	43,953.16
1997	197,393.97	186,045.17	21,894.80	139,416.12	57,977.85
1998	356,604.30	417,924.48	60,639.99	326,892.50	29,711.80
1999	432,254.00	1,018,117.00	183,150.00	369,439.00	62,815.00
2000	590,222.00	1,358,298.00	786,112.00	731,985.00	-141,763.00
2001	650,013.00	2,589,367.00	291,145.00	1,104,297.00	-454,284.00
2002	674,513.00	1,823,246.00	243,492.00	1,706,714.00	-1,032,201.00
Toplam	3,078,528.31	7,559,915.58	1,606,860.92	4,513,799.13	-1,435,270.82

Kaynak: İMKB Yıllık Raporları

5.2. Temettü Politikası - Sektör İlişkisi

Firmaların takip ettiği temettü politikası sektör bazında değişim göstermekle birlikte, aynı sektörde faaliyet gösteren firmalar arasında bile değişim söz konusu olabilmektedir. Hisse senetleri İMKB’de işlem gören firmaların dört ana sektör altında gruplandırılması ile yapılan analiz sonucunda ortaya çıkan ortalama nakit temettü ödeme oranları Tablo 5.2’de gösterilmektedir. Bu ana sektörler içinde imalat sanayii ile mali kuruluşlar, İMKB’nin açıkladığı mali ve sınai endeksi yansıtması amacıyla, toptan/perakende ticaret ile otel ve lokantalar hizmetler sektörünü, elektrik, gaz ve su şirketleri ise imtiyazlı şirketleri yansıttığı düşüncesi ile gruplandırmaya dahil edilmiştir. Çalışmanın ilerleyen kısımlarında daha geniş bir sektörel ayırma gidilecek, analizin kapsamı genişleteilecektir.

İMKB’nin tarihi gelişimi göz önünde bulundurarak, analiz üç dönem için yapılmıştır. Bu dönemlerden ilki, Türkiye’de borsanın aktif olarak finans sektörüne yön vermeye başladığı ve gelişiminin ilk safhasını tamamladığı 1986-1989 yılları arası dönemdir. Bu dönemde sınırlı sayıda firma İMKB’de

⁸ Bedelli sermaye artırımında bazı şirketler tarafından takip edilen emisyon primi uygulaması, bu kalem için sağılıklı ve yeterli veriye ulaşmadığından toplam tutardan arındırılmıştır. Bununla birlikte, konuya ilişkin İMKB uzman personeli ile yapılan görüşmeler sonucunda şirketler tarafından uygulanan toplam emisyon primi tutarının ihmali edilebilir bir düzeyde olduğu ve çalışmanın genel bulgularını fazla etkilemeyeceği ifade edilmiştir.

işlem görmiştir. Bu dönemi, İMKB'nin işlem hacmi, pazar değeri ve işlem gören şirket sayısı açısından büyük bir atılım gösterdiği 1990-1994 dönemi izlemektedir. Bu dönemin 1995 yılına kadar alınmasının nedeni, 1994 yılı Nisan ayında Türk mali sisteminde yaşanan finansal kriz ve 1994 yılı sonunda yapılan yasal düzenlemeler sonucu 1995 yılı başından itibaren uygulanmaya başlanan hisse senetleri İMKB'de işlem gören şirketler için temettü dağıtımlı konusunda tanınan serbestidir. Son dönem ise, Türkiye ekonomisinde iniş çıkışlarının yaşadığı 1995-2001 dönemini içine almaktadır.

Tablo 5.2: Bazı Sektör Grupları İçin İMKB'de Gerçekleşen Ortalama Nakit Temettü Ödeme Oranları (%)

Sektör	1986-1989	1990-1994	1995-2001
İmalat Sanayi	55.49	55.88	33.34
Mali Kuruluşlar	65.08	62.55	24.79
Toptan/Perakende Ticaret, Otel ve Lokantalar	45.53	52.90	27.00
Elektrik, Gaz ve Su	49.42	81.94	56.35

Kaynak: İMKB Yıllık Raporları

1986-1994 döneminde ortalama nakit temettü öderme oranı sektörler itibarıyle incelendiğinde, mali sektörde faaliyet gösteren firmaların imalat sektöründe faaliyet gösteren firmalara göre yıllar itibarıyle daha yüksek seviyede bir temettü ödeme politikası takip ettiği görülmektedir. Bununla birlikte, her iki sektör arasında ortaya çıkan fark 15-20 puanı aşmamıştır. Firmalar bu dönemde 1994 yılında yaşanan krizden ciddi bir şekilde etkilenmelerine rağmen, temettü politikalarındaki esas değişim 1995-2001 yılları arasındaki dönemde gerçekleşmiştir. Bu dönemde, mali sektör ile imalat sektörü arasındaki trend tersine dönmüş, imalat sektöründe faaliyet gösteren firmaların nakit temettü dağıtım oranı mali sektörde faaliyet gösteren firmaların nakit temettü dağıtım oranının üzerinde gerçekleşmiştir. Özellikle 2000 yılı Kasım ve 2001 yılı Şubat aylarında yaşanan ekonomik krizler başta mali kuruluşlar olmak üzere birçok firmayı olumsuz yönde etkilemiş, şirket sahiplerinin ortaklarına yaptıkları nakit temettü ödemelerinde ciddi bir düşüşün ortaya çıkmasına neden olmuştur (Grafik 5.1).

Bu dönemde nakit temettü ödeme oranında ciddi düşüş gözlemlenmeyen tek sektör “elektrik, su ve gaz” olmuştur (imtiyazlı şirketler). Bu imtiyazlı şirketler, en yüksek oranda temettü ödeyen kuruluşlar olarak devamlılıklarını yıllar itibarıyle muhafaza etmişlerdir. Diğer ülkelerde yapılan araştırmalarda da imtiyazlı şirketlerin en yüksek oranda nakit temettü dağıttıkları ortaya konulmuştur (Adaoğlu, 1999). Dolayısıyla, hisse senetleri İMKB’de işlem gören elektrik, su ve gaz şirketlerinin yüksek oranda nakit temettü dağıtmaları diğer ülkelerde yapılan araştırma sonuçları ile bağdaşmaktadır.⁹

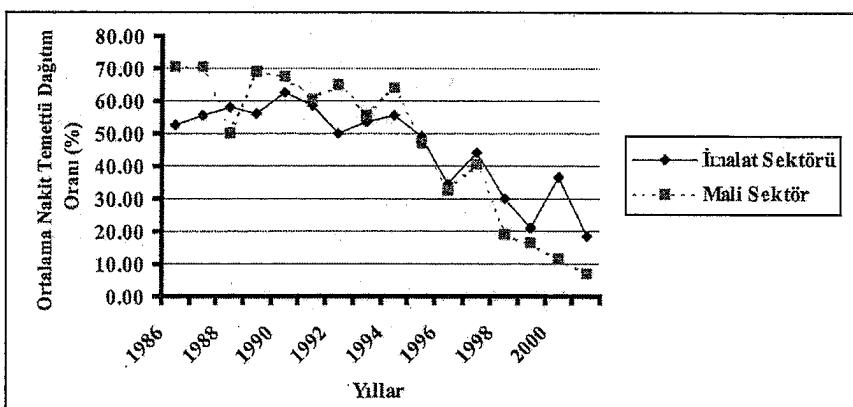
Grafik 5.1’den de görüleceği üzere, halka açık ve hisse senetleri İMKB’de işlem gören şirketlerin temettü politikaları zaman içinde bir değişim göstermiştir. Bu durumun ortaya çıkmasında, ekonomik stabilitenin bozulması sonucu yaşanan firma zararlarının etkisi olmakla birlikte, temettü dağıtım konusunda getirilen yasal düzenlemelerin de (temettü dağıtımının serbest bırakılması) rolü büyük olmuştur. 1995 yılından sonra nakit temettü dağıtımları yapan şirket sayısının toplam şirket sayısına oranı sürekli azalan bir trend izlemiştir. 1995 yılında nakit temettü dağıtan şirketlerin toplam şirketlere oranı % 77 seviyesinde iken, bu oran 2000-2001 yıllarında % 24-25 seviyesine gerilemiştir (Grafik 5.2). Bu durumun ortaya çıkmasında rol oynayan bir başka önemli faktör de, Maliye Bakanlığı tarafından temettü ödemelerinin vergilendirilmesine yönelik getirilen düzenlemelerdir. Temettü ödemelerine getirilen vergi yükünün artmasına paralel olarak şirketler kar payı dağıtmamaya başlamışlardır. Temettülerin vergilendirilmesi ayrı bir inceleme konusu olduğu için, bu çalışmada sadece bu kadar degeñilmekle yetinilecektir.

Nakit temettü dağıtımında dikkati çeken bir başka nokta da, hisse senetleri İMKB’de işlem gören şirketlerin 1994 yılında yaşanan krizden fazla etkilenmedikleri ve nakit temettü dağıtımına devam ettikleri yönündedir. Bu durumun ortaya çıkmasında o dönemde şirketlerin esas faaliyet alanlarının

⁹ SPK'nın Seri IV, No:1 "Sermaye Piyasası Kanunu'na Tabi Olan Anonim Ortaklıkların Uyacakları Esaslar Tebliği"nin, 01.11.1995 tarih ve 22450 sayılı Resmi Gazete'de yayınlanan ve aynı tarihte yürürlüğe giren Seri IV, No:15 Tebliği ile değişik 7. Maddesi'nde, hisse senetleri Borsa'da işlem gören halka açık anonim ortaklıkların birinci temettüyi nakden ve/veya hisse senedi biçiminde dağıtmak veya dağıtmamak konusunda serbest olduğu, ancak SPK'nın, bu ortaklıklardan gereklili gördüklerine birinci temettüyi nakden dağıtma zorunluluğu getirebileceği hükmeye bağlanmış ve bu çerçevede Kurul tarafından 08.02.1996 tarihinde yapılan 9 sayılı toplantıda alınan karar uyarınca, 13 şirkete birinci temettüyi nakden dağıtma zorunluluğu getirilmiştir. Kararda adı geçen bu 13 şirket içinde Aktaş Elektrik, Çukurova Elektrik ve Kepez Elektrik şirketleri de yer almaktadır. Söz konusu gelişme, neden elektrik şirketlerinin 1996 yılı sonrasında da yüksek oranda temettü ödemeye devam ettiklerini açıklayıcı bir nitelik taşımaktadır. Kararda adı geçen diğer şirketler ise şunlardır: Abana Elektromekanik, Bağfaş, Deva Holding, Ereğli Demir Çelik, Koç Yatırım ve Sanayi Mamulleri Pazarlama, Mardin Çimento, Marmaris Martı, Metaş, Petrokent Turizm ve Tire Kutsan.

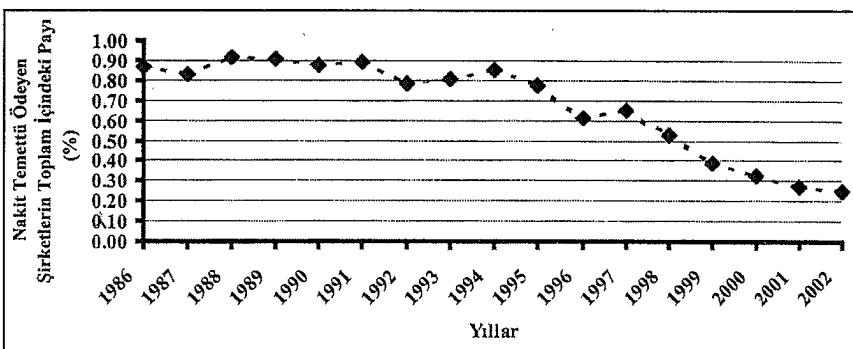
yani sıra özellikle yüksek faiz getirili Hazine bonolarına yönelmeleri yatomaktadır. Böylece rant ekonomisinden fayda temin eden şirketler, faaliyetlerinin sıkışması dolayısıyla karşı karşıya kaldıkları finansal darboğazı bu şekilde aşmışlar ve temettü dağıtım konusunda hissedilir derecede ciddi bir politika değişimine gitmemiştirlerdir.

Grafik 5.1: İmalat Sektörü ile Mali Sektörün Ortalama Nakit Temettü Dağıtım Oranlarının Gelişimi (%) (1986-2001)



Kaynak: Çalışma için oluşturulan veri tabanı kullanılarak hazırlanmıştır.

Grafik 5.2: Nakit Temettü Ödeyen Şirketlerin Toplam Şirketler İçindeki Payı (%)



Kaynak: Çalışma için oluşturulan veri tabanı kullanılarak hazırlanmıştır.

Türkiye'de hisse senetleri İMKB'de işlem gören şirketlerin takip ettiği temettü politikaları sektörler itibariyle karşılaştırıldığında, şirketlerin nakit

temettü ve net nakit temettü ödeme oranları açısından Tablo 5.3'deki gibi bir durum ortaya çıkmaktadır. Tablo 5.3'de yer alan ortalama nakit temettü (NKT) ve net nakit temettü (NN) oranları incelendiğinde, yıllar itibariyle 1990 yılından 2001 yılına gelen süreç içinde nakit temettü ödeme oranında çok ciddi bir düşüşün ortaya çıktığı gözlemlenmektedir. "Nakit-Net Nakit Temettü" dağıtım oranları arasındaki fark açısından bakıldığından ise, en ciddi farklılaşmanın başta bankalar (ortalama % 33) olmak üzere mali sektörde (ortalama % 21), Holding ve Yatırım şirketlerinde (ortalama % 21), Kağıt ve Kağıt Ürünleri ile Basım ve Yayın sektöründe (ortalama % 19) ile Kimya, Petrol, Kauçuk ve Plastik Ürünleri sektöründe (ortalama % 18) ortaya çıktığı görülmektedir.

**Tablo 5.3: Ortalama Nakit (Nkt) ve Net Nakit (NN) Temettü Dağıtım
Oranlarının Sektörler İtibarıyle Gelişimi (1990-2001)¹⁰**

Sektörler ¹¹	1990		1991		1992		1993		1994		1995	
	Nkt	NN	Nkt	NN	Nkt	NN	Nkt	NN	Nkt	NN	Nkt	NN
I. Sektör Ortalama <i>Firma Sayısı</i>	0.40 5	0.36 5	0.46 5	0.24 5	0.34 6	0.34 6	0.47 7	0.37 7	0.58 11	0.27 11	0.55 12	0.41 12
II. Sektör Ortalama <i>Firma Sayısı</i>	0.79 7	0.18 7	0.58 12	0.28 12	0.33 12	0.24 12	0.42 14	0.39 14	0.44 16	0.23 16	0.42 20	0.20 20
III. Sektör Ortalama <i>Firma Sayısı</i>	0.79 3	0.04 3	0.53 5	0.13 5	0.59 6	0.59 6	0.56 7	0.32 7	0.49 9	0.17 9	0.41 10	0.18 10
IV. Sektör Ortalama <i>Firma Sayısı</i>	0.82 15	0.24 15	0.57 17	0.31 17	0.48 17	0.26 17	0.50 18	0.30 18	0.58 19	0.22 19	0.52 20	0.37 20
V. Sektör Ortalama <i>Firma Sayısı</i>	0.62 15	0.48 15	0.67 18	0.42 18	0.51 18	0.38 18	0.49 19	0.26 19	0.58 19	0.39 19	0.56 23	0.34 23
VI. Sektör Ortalama <i>Firma Sayısı</i>	0.49 8	0.22 8	0.47 8	0.10 8	0.52 9	0.37 9	0.47 9	0.39 9	0.55 11	0.38 11	0.50 12	0.47 12
VII. Sektör Ortalama <i>Firma Sayısı</i>	0.43 12	0.33 12	0.63 14	0.24 14	0.56 17	0.21 17	0.59 18	0.43 18	0.55 21	0.27 21	0.45 23	0.26 23
VIII. Sektör Ortalama <i>Firma Sayısı</i>	0.74 5	0.35 5	0.44 8	0.29 8	0.37 8	0.20 8	0.32 8	0.13 8	0.53 10	0.24 10	0.51 10	0.17 10
IX. Sektör Ortalama <i>Firma Sayısı</i>	0.63 8	0.19 8	0.55 9	0.11 9	0.58 9	0.24 9	0.52 9	0.10 9	0.59 9	0.07 9	0.51 10	0.06 10
X. Sektör Ortalama <i>Firma Sayısı</i>	0.94 1	0.94 1	0.70 1	0.00 1	0.71 1	0.00 1	0.49 2	0.49 2	0.71 5	0.26 5	0.45 7	0.19 7
XI. Sektör Ortalama <i>Firma Sayısı</i>	0.92 1	0.92 1	0.88 2	0.23 2	0.84 2	0.51 2	0.65 4	0.40 4	0.70 5	0.07 5	0.33 6	0.15 6
XII. Sektör Ortalama <i>Firma Sayısı</i>	0.68 7	0.34 7	0.63 7	0.33 7	0.93 9	0.17 9	0.76 10	0.53 10	0.66 11	0.29 11	0.41 12	0.18 12
XIII. Sektör Ortalama <i>Firma Sayısı</i>	Vy. Vy.	Vy. Vy.	Vy. Vy.	Vy. Vy.	0.72 1	0.72 1	0.56 3	0.09 3	0.58 4	0.05 4	0.59 8	0.21 8
XIV. Sektör Ortalama <i>Firma Sayısı</i>	0.65 2	0.26 2	0.69 2	0.69 2	0.81 2	0.41 2	0.61 3	0.29 3	0.45 3	0.00 3	0.55 3	0.28 3

¹⁰ Sektörle analize "elektrik, gaz ve su şirketleri" dahil edilmemiştir. Bunun nedeni, söz konusu sektörde faaliyet gösteren şirketlerin sayısının sektörlerarası sağılıklı bir karşılaştırmaya imkan veremeyecek kadar az (maksimum 5) olması ve "dipnot 9"da belirtilen gelişmelerdir.

¹¹ Sektörler: I = Gıda, İçki ve Tütün, II = Dokuma, Giyim Eşyası ve Deri, III = Kağıt ve Kağıt Ürünleri, Basım ve Yayın, IV = Kimya, Petrol, Kauçuk ve Plastik Ürünleri, V= Taş ve Toprağa Dayalı Sanayii, VI = Metal Ana Sanayii, VII = Metal Eşya, Makine ve Gereç Yapım, VIII = Toptan ve Perakende Ticaret, Otel ve Lokantalar, IX = Bankalar, X = Sigorta Şirketleri, XI = Finansal Kiralama ve Factoring Şirketleri, XII = Holding ve Yatırım Şirketleri, XIII = Yatırım Ortaklıklarını ve Aracı Kurumlar, XIV = Teknoloji Şirketleri.

Sektörler	1996		1997		1998		1999		2000		2001	
	Nkt	NN	Nkt	NN	Nkt	NN	Nkt	NN	Nkt	NN	Nkt	NN
I. Sektör Ortalama <i>Firma Sayısı</i>	0.42 15	0.32 15	0.85 17	0.29 17	0.18 21	0.13 21	0.14 21	0.09 21	0.18 26	0.18 26	0.20 28	0.00 28
II. Sektör Ortalama <i>Firma Sayısı</i>	0.27 26	0.14 26	0.45 33	0.36 33	0.21 36	0.16 36	0.14 36	0.12 36	0.13 37	0.13 37	0.07 37	0.00 37
III. Sektör Ortalama <i>Firma Sayısı</i>	0.46 11	0.38 11	0.33 11	0.22 11	0.36 12	0.31 12	0.25 12	0.25 12	0.19 15	0.19 15	0.13 15	0.00 15
IV. Sektör Ortalama <i>Firma Sayısı</i>	0.56 22	0.55 22	0.43 24	0.41 24	0.36 24	0.36 24	0.25 24	0.21 24	0.34 27	0.33 27	0.32 27	0.00 27
V. Sektör Ortalama <i>Firma Sayısı</i>	0.30 23	0.14 23	0.50 25	0.39 25	0.48 25	0.32 25	0.35 25	0.32 25	1.61 27	1.61 27	0.38 27	0.00 27
VI. Sektör Ortalama <i>Firma Sayısı</i>	0.24 12	0.24 12	0.35 13	0.35 13	0.28 14	0.28 14	0.20 14	0.20 14	0.09 14	0.09 14	0.08 14	0.00 14
VII. Sektör Ortalama <i>Firma Sayısı</i>	0.30 24	0.20 24	0.39 27	0.34. 27	0.31 28	0.31 28	0.27 28	0.26 28	0.20 29	0.19 29	0.19 29	0.00 29
VIII. Sektör Ortalama <i>Firma Sayısı</i>	0.29 12	0.14 12	0.27 13	0.15 13	0.29 13	0.22 13	0.12 13	0.08 13	0.04 16	0.04 16	0.13 16	0.00 16
IX. Sektör Ortalama <i>Firma Sayısı</i>	0.43 10	0.08 10	0.50 11	0.01 11	0.28 12	0.04 12	0.23 12	0.05 12	0.04 14	0.02 14	0.05 14	0.00 14
X. Sektör Ortalama <i>Firma Sayısı</i>	0.32 7	0.11 7	0.20 8	0.10 8	0.09 8	0.07 8	0.20 8	0.20 8	0.18 9	0.18 9	0.10 9	0.00 9
XI. Sektör Ortalama <i>Firma Sayısı</i>	0.38 6	0.11 6	0.29 8	0.21 8	0.20 8	0.10 8	0.26 8	0.20 8	0.00 10	0.00 10	0.00 10	0.00 10
XII. Sektör Ortalama <i>Firma Sayısı</i>	0.24 14	0.24 14	0.21 17	0.15 17	0.33 19	0.20 19	0.13 20	0.09 20	0.10 23	0.07 23	0.07 22	0.00 22
XIII. Sektör Ortalama <i>Firma Sayısı</i>	0.25 14	0.10 14	0.50 19	0.34 19	0.18 24	0.10 24	0.11 30	0.08 30	0.17 32	0.14 32	0.10 33	0.00 33
XIV. Sektör Ortalama <i>Firma Sayısı</i>	0.14 3	0.14 3	0.13 3	0.13 3	0.06 3	0.06 3	0.24 3	0.24 3	0.12 7	0.12 7	0.17 7	0.00 7

Kaynak: Bu tablo, çalışma için hazırlanan veri tabanında yer alan veriler kullanılarak hazırlanmıştır.
Vy = Veri yok.

Bununla birlikte, sektörlerin kendi aralarında sıralanışı dikkate alındığında, 1996 yılı dışında sektörlerarası düşük seviyede pozitif bir korelasyonun gerçekleştiği görülmektedir (Tablo 5.4). Ancak yıllar itibariyle bakıldığından, söz konusu korelasyon hiçbir yıl için % 70'in üzerinde gerçekleşmemiş, 1998-2000 yılları arasında, ekonomide ortaya çıkan istikrarlı ilerlemenin bir uzantısı olarak daha az dalgalı bir seyir izlemiştir.¹²

12 Sıralanmış seriler arası korelasyon aşağıdaki formül yardımıyla hesaplanmıştır:

$$rsra = 1 - \left[\frac{6\sum d^2}{n(n^2 - 1)} \right]$$

d= serideki yıllar arasında sektör bazında oluşan farklar

n = seride sıralanan sektör sayısı.

Temettü politikasının ekonomik gelişmelerden bağımsız olması düşünülemez. Bunun en açık örneği bankacılık sektörü için kendini göstermektedir. Çalışmada inceleme konusu yapılan sektörler içinde bankalar, 1990-1999 yılları arasında en yüksek ortalama nakit temettü ödeme oranına sahip sektörler arasında yer alırken, özellikle 2000 yılını takip eden ve bankacılık sektöründe ciddi sıkıntıların yaşandığı dönemde sonuncu sıralara gerilemiştir. Benzer bir gelişme, daha düşük bir boyutta diğer finansal kuruluşlar (sigorta şirketleri, faktoring ve finansal kiralama şirketleri) için de etkisini göstermiş, bu kurumların nakit temettü ödeme oranları da ciddi düşüş göstermiştir. Yine aynı şekilde, kimya, petrol, kauçuk ve plastik ürünleri ile taş ve toprağa dayalı sanayi sektörü de sıralamada dalgalı bir seyir izlemiştir. Buna karşılık bazı sektörler de, temettü ödeme oranları dikkate alındığında yıllar içinde daha istikrarlı bir seyir takip etmiştir. (Gıda, İçki ve Tütün, Dokuma, Giyim Eşyası ve Deri gibi)

Tablo 5.4: Nakit Temettü Ödeme Oranlarına Göre Sektörlerin Sıralanması (1992-2001)

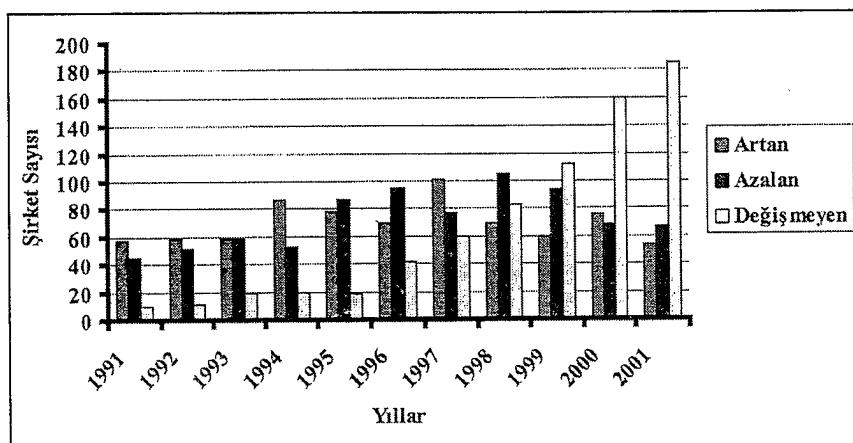
Sektör	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001
I	12	12	10	13	4	1	5	5	5	5
II	11	11	11	5	3	5	3	7	4	4
III	14	14	12	1	9	9	4	11	7	1
IV	13	7	9	14	1	13	12	3	3	7
V	10	3	1	4	11	2	7	4	1	14
VI	3	13	4	8	10	4	8	14	10	3
VII	9	9	5	9	5	7	6	9	13	8
VIII	7	4	13	6	7	6	9	6	2	10
IX	6	5	6	7	8	3	2	10	14	13
X	5	10	7	10	2	11	11	1	12	6
XI	4	1	8	2	13	8	1	2	6	2
XII	8	6	3	3	6	12	13	12	8	12
XIII	1	2	14	12	12	10	10	8	9	3
XIV	2	8	2	11	14	14	14	13	11	11
Korelasyon		0.41	0.03	0.09	-0.30	0.01	0.67	0.16	0.044	0.06

Kaynak: Çalışmada kullanılan veri tabanının işlenmesi ile elde edilen sonuçlar kullanılarak hazırlandı.

Hise Senetleri İMKB'de işlem gören şirketlerin temettü politikası sektörel bazda incelendiğinde dikkati çeken en önemli hususlardan biri de, 1995 yılına kadar temettü ödeme oranı artış gösteren şirketlerin sayıca önde olmasına karşılık, 1995-1998 yılları arasında temettü ödemesi azalan şirket sayısının artış göstererek öne çıkması, 1998 yılı da dahil olmak üzere 1998-2001 yılları arasındaki dönemde ise şirketlerin nakit temettü ödeme eğilimlerindeki değişmeye paralel olarak temettü ödeme oranında değişim göstermeyen şirket

sayısının önemli ölçüde artmasıdır. 1998-2001 döneminin en dikkat çekici özelliği ise, bu dönemde artan ölçüde daha fazla şirketin temettü ödeme oranını % 0.00 seviyesine indirmesi ve bunu muhafaza etmeyi tercih etmesidir. Oransal olarak bakıldığında "% 0.00" temettü ödeme oranı olan şirketlerin toplam şirketlere oranı 1991 yılında % 11.60, 1995'de % 22.53, 1998'de % 46.51 ve nihayet 2001'de % 72.88 seviyesindedir. Bu bir anlamda temettü politikası değişiklik göstermeyen şirketlerin çoğunun % 0.00 oranında temettü ödediğini (temettü ödemediğini) de göstermektedir (Grafik 5.3).

Grafik 5.3: Nakit Temettü Ödeme Oranı Artan, Azalan, Değişmeyen Şirket Sayısının Gelişimi



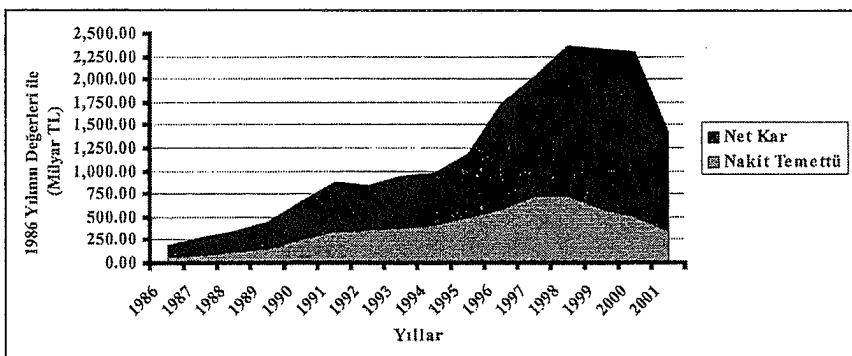
Kaynak: Çalışma için oluşturulan veri tabanı kullanılarak hazırlanmıştır.

Buna ek olarak, eldeki mevcut verilerin enflasyondan arındırılması ile elde edilen sonuçların gelişimine de bakmakta fayda bulunmaktadır. Bu amaçla, hisse senetleri İMKB'de işlem gören şirketlerin yıllar itibarıyle elde ettikleri toplam net kar ve dağıtıkları toplam nakit temettü ödeme miktarları, DİE Toptan Eşya Fiyat Endeksi (1987=100) kullanılarak yeniden düzenlenmiş, her iki göstergenin zaman içinde izlediği trendin gelişimi analiz edilmiştir (Grafik 5.4).¹³ Grafik 5.4'den de görüleceği üzere, şirketler tarafından dağıtılan nakit temettü miktarı, yıl içinde elde edilen gelirde (net kar) ortaya çıkan gelişimi takip etmektedir.

¹³ Enflasyondan arındırılmış veriler, (1987=100) bazlı toptan eşya fiyat endeksinin her yılın Mayıs ayına denk gelen verileri kullanılmak sureti ile elde edilmiştir. Hesaplamada Mayıs ayı enflasyon verisinin kullanılma nedeni, genellikle nakit temettü ödemelerinin her yılın bu ayına denk gelmemesidir.

Enflasyon etkisinden arındırılmış veriler incelendiğinde, firmaların net nakit temettü dağıtım oranının 1986-1994 yılları arasındaki dönem için minimum % 47, maksimum % 73 (ortalama % 60), 1995-2001 yılları arasındaki dönemde ise minimum % 27, maksimum % 70 (ortalama % 45) seviyesinde gerçekleştiği görülmektedir. Özellikle, 1998 yılından sonraki 4 yıl içinde, firmaların net kardan dağıttıkları nakit temettü miktarında ciddi bir düşüş yaşanmıştır. Bu düşüşün yaşanmasında rol oynayan en önemli etken, ekonomide yaşanan daralmaya paralel olarak bu dönemde şirketlerin faaliyetleri üzerinden elde ettikleri karı otofinansman amacıyla kendi bünyelerinde tutmak suretiyle kullanmak ve yatırıma kanalize etmeleridir.

Grafik 5.4: Enflasyondan Arındırılmış Net Kar ve Nakit Temettü Miktarı (1986-2001)



Kaynak: Çalışma için oluşturulan veri tabanı ile DİE TEFE rakamları kullanılarak hazırlanmıştır.

VI. Sonuç

Yönetimin aldığı karar ile şirket tarafından hissedarlara ödenecek temettü miktarı, şirketin uzun dönem değerinin bir göstergesi olan hisse senedi fiyatını, fiyatların değişmemesi, artması veya düşmesi şeklinde etkileyebilmektedir. Bu noktada, şirketlerin hisse senetlerine yatırım yapan ve sermaye kazancı ile temettü geliri bekleyen yatırımcılar da uygulanan temettü politikasından doğrudan veya dolaylı olarak olumlu veya olumsuz etkilenebilmektedirler.

Türkiye'de de, sermaye piyasası gelişmekte olan diğer ülkelerde olduğu gibi temettü politikası şirkete doğrudan veya dolaylı ilişki içinde olan kesimleri yakından ilgilendirmektedir. 1982-1994 yılları arasında şirketlerin % 50 temettü ödemesini zorunlu kılan yasal düzenlemelerin 1995 yılında şirketlerin halka açılmasını teşvik etmek amacıyla serbest bırakılması yasal anlamda atılan en ciddi adım olarak değerlendirilebilir. Buna karşılık, hisse senetleri İMKB'de işlem gören şirketler genellikle nakit olarak dağıttıkları temettüyü bedelli sermaye artırımı yolu ile geri almakta ve bir anlamda bu kaynağı otofinansman amacıyla ile şirket bünyesinde bırakmak istemektedirler. Bu eğilimin ortaya çıkmasında rol oynayan bir başka faktör de, temettü ödemelerini olumsuz yönde etkileyen ve bir anlamda cezalandıran vergisel düzenlemelerdir. Bu nedenle de, özellikle son yıllarda başta ciddi sıkıntılardan yaşayan bankacılık sektörü olmak üzere finansal kuruluşlar ile birçok sanayii şirketinin nakit temettü ödeme oranında ciddi azalmalar olduğu gözlemlenmektedir.

Diğer taraftan, hisse senetleri İMKB'de işlem gören şirketler sektörler halinde gruplandırılarak incelendiğinde, sektörlerarası temettü politikasında da bazı farklılıkların olduğu gözlemlenmektedir. 1980'lerde getirilmiş olan yasal düzenlemelerin etkisiyle mali sektör nakit temettü ödeme oranı 1994 yılı öncesine kadar imalat sektörünün üzerinde gerçekleşmiş olmasına rağmen, 1995 yılını izleyen yıllarda bu trend tersine dönmüş, hatta son yıllarda her iki sektör arasındaki fark mali sektör aleyhine artış göstermiştir. Ekonomik gelişmelerin de etkili olduğu bu yeni oluşum içinde, özellikle bazı sektörlerin nakit temettü ödeme oranları açısından birbirleri arasında yapılan sıralamadaki yerleri değişmiş, mali sektör içinde yer alan şirketler (sigorta şirketleri, finansal kiralama ve faktoring şirketleri) başta bankalar olmak üzere % 0'a inen nakit temettü ödeme oranları ile alt sıralarda yer almıştır. Son yıllarda en istikrarlı temettü ödeme politikası takip eden iki sektör ise "gıda, içki ve tütün" sektörü ile "toptan ve perakende ticaret" sektörü olmuştur.

Tüm bu tespitler ve Sermaye Piyasası Kurulu tarafından 2003 yılı sonunda halka açık anonim ortaklıklara yeniden fakat bu sefer % 20 oranında nakit temettü ödeme zorunluluğu getiren düzenlemeler çerçevesinde değerlendirildiğinde, özellikle enflasyonun düşük olduğu ve ekonomik istikrarın yakalandığı dönemlerde, kamu otoritesi halka açık şirketleri net karlarının belli bir yüzdesini temettü olarak dağıtmaya zorlayabilir ve temettü ödeme sıklığını önce yılda ikiye (6 ayda bir), daha sonra da yılda dörde (her 3 ayda bir) çıkarmak sureti ile yatırımcılar açısından temettü geliri elde etmeyi cazip hale getirebilir. "Temettü avansı politikası" olarak da adlandırılabilceğimiz bu yaklaşım, bir taraftan yatırımcıları söz konusu şirketlerin hisse senetlerine daha fazla yöneltmek sureti ile borsayı canlandıracak, diğer taraftan da yatırımcılar

enflasyonun üzerinde bir gelir elde etme imkanı sağlayarak birikimlerini korumalarına imkan verecektir. Ayrıca, nakit yerine bedelsiz hisse senedi dağıtılması uygulaması sınırlanırılmalıdır, bu amaçla pay sahibine her iki imkanı seçimlik olarak kullanabilme fırsatı verilmeli, nakden ödemeyi talep edenlere bu hakkı kullanma imkanı sunulmalıdır.

Bununla birlikte, özellikle Türkiye gibi gelişmekte olan ve yeni yatırımlara ihtiyaç duyan bir ülkede, şirketleri asgari belli oranda temettü ödemeye mecbur bırakmak hem henüz borsa ile tanışmamış şirketlerin borsaya açılmasını teşvik edici bir yaklaşım olmayacağı, hem de söz konusu şirketlerin geleceğe yönelik gerçekleştirmeyi düşündükleri yatırımlarını kısmi ölçüde de olsa olumsuz etkileyebilecektir.

Sonuç olarak, gerek kamu düzenleyici otoritelerinin şirketlerin temettü politikasına ilişkin yapacakları yasal düzenlemeler, gerek şirketlerin yetkili organlarının alacağı kararlar, "kar dağıtımlı-otofinansman dengesi"ni iyi kuracak, mevcut mikro ve makro değişkenleri dikkate alacak ve ülke ekonomisine en fazla katma değeri sağlayacak bir şekilde belirlenmelidir. Ancak bu yapıldığı takdirde toplumun tüm kesimleri söz konusu uygulamalardan optimum faydayı sağlayabilecektir.

Kaynakça

- Adaoğlu, C., "Yasal Düzenlemelerin İstanbul Menkul Kıymetler Borsası Şirketlerinin Temettü Politikalarına Etkisi", İMKB Dergisi, Yıl: 3 Sayı: 11, Temmuz-Eylül 1999, ss.1-18.
- Adaoğlu, C., "Instability in the Dividend Policy of the Istanbul Stock Exchange (ISE) Corporations: Evidence From an Emerging Market", Emerging Markets Review 1 (2000), ss. 252-270.
- Aivazian, V., Booth, L., Cleary, S., "Do Emerging Market Firms Follow Different Dividend Policies From US Firms?", The Journal of Financial Research, Vol. XXVI, No. 3, Fall 2003, ss. 371-387.
- Aytaç, Z., "Halka Açık Anonim Ortaklıklarda Kar Dağıtımı", 15. Yıl Sempozyumu, SPK, Yayın No. 119, Mayıs 1998, ss. 35-94.
- Baker, H. Kent, "The Relationship Between Industry Classification and Dividend Policy", Southern Business Review, 14, No: 1 Spring 1988, ss. 1-8.
- Baker, H. Kent, Farrelly, G. E, Edelman, R.B., "A Survey of Management Views on Dividend Policy", Financial Management,14, No: 3, Autumn 1985, ss. 78-84.
- Baker, H. Kent, Powell, Gary E., "Determinants of Corporate Dividend Policy: A Survey of NYSE Firms", Financial Practice and Education, Spring/Summer 2000, ss. 29-40.
- Baker, H. Kent, Powell, Gary E., "How Corporate Managers View Dividend Policy" Quarterly Journal of Business and Economics, Lincoln, Spring 1999, ss. 17-35.

- Baker, H. Kent, Powell, Gary E., Veit, E. Theodore, "Revisiting the Dividend Puzzle: Do All of the Pieces Now Fit?", North Holland Review of Financial Economics 11 (2002), ss. 241-261.
- Black, F., "The Dividend Puzzle", Journal of Portfolio Management, Winter 1976, No. 2, ss. 5-8.
- Emerging Stock Markets Factbook 1997, International Finance Corporation, April 1997.
- Glen, J. D., Karmokolias, Y., Miller, R. R., Shah, S., "Dividend Policy and Behavior in Emerging Markets: To Pay or Not to Pay", IFC Discussion Paper No. 26, The World Bank, 1995.
- Global Stock Markets Factbook, Standard&Poors, 2003.
- Ho, H., "Dividend Policies in Australia and Japan", International Advances in Economic Research 9 (2), May 2003, ss. 91-100.
- İMKB Haftalık Bülteni, Yıl: 11, No. 6, s. 23.
- İMKB Şirketleri Sermaye ve Temettü Verileri, 1986-2001, Cilt 1, İMKB Yayınları, Temmuz 2002.
- Karyağdı, N., Kar Dağıtımı ve Vergilendirilmesi, Maliye Hesap Uzmanları Derneği, İstanbul 2002.
- Korgun, A. "Bir Temettü Politikası Olarak Temettü Avansı; Teorisi ve Türkiye'ye İlişkin Uygulama Önerileri", SPK Araştırma Raporu (Yeterlik Etüdü), Ekim 1999.
- Lintner, J., "Distribution of Incomes of Corporations Among Dividends, Retained Earnings and Taxes", American Economic Review, Vol.46, No.2, May 1956, ss.97-113.
- Michael, A. "Industry Influence on Dividend Policy", Financial Management, 8, No. 3, Autumn 1979, ss. 22-26.
- Michel, A. J., Shaked, I., "Country and Industry Influence on Dividend Policy: Evidence From Japan and the USA", Journal of Business Finance and Accounting, 13 (3) Autumn 1986, ss. 365-381.
- Muradoglu, G., Aydoğan, K., "Trends in Market Reactions: Stock Dividends and Right Offerings at the Istanbul Stock Exchange", European Journal of Finance (9) (1), 2003, ss. 41-60.
- Saxena, Atul K., "Determinants of Dividend Payout Policy: Regulated Versus Unregulated Firms", Journal of Applied Topics in Business and Economics, 1999.