

173660

**Kâr Payı Dağıtım Kararlarının
Hisse Senedi Fiyatlarına Etkisi ve
Bu Etkinin İMKB'nda Araştırılması
Hasan Aydın Okuyan
(Yüksek Lisans Tezi)
Eskişehir - 2002**

Yüksek Lisans Tezi
Eskişehir - 2002

YÜKSEK LİSANS TEZ ÖZÜ

KÂR PAYI DAĞITIM KARARLARININ HİSSE SENEDİ FİYATLARINA ETKİSİ VE BU ETKİNİN İMKB'NDA ARAŞTIRILMASI

Hasan Aydın OKUYAN

İşletme Anabilim Dalı

Anadolu Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Kasım 2002

Danışman: Prof. Dr. Semih Bükler

Hisse senetlerinin fiyatlarını etkilediği kabul edilen, rasyonel ve rasyonel olmayan pek çok değişken bulunmaktadır. Bu değişkenlerin, hisse senedi fiyatlarını etkileme oranları birbirlerinden farklıdır. Bu çalışmada, söz konusu değişkenlerden biri olan kâr payının hisse senedi fiyatlarını etkileyip etkilemediği, bir etkilenme söz konusu ise bu etkinin düzeyi konu edilmiştir. Bu amaçla yıllar itibariyle, çalışmada belirtilen varsayımlara uygun olarak her bir hisse senedinin dağıttığı kâr payları ortaya konmuş ve kâr payı dağıtımının yapıldığı dönemde, hisse senedinin fiyatında meydana gelen fiyat değişimiyle karşılaştırılmıştır. Kâr payı dağıtımının yapıldığı dönemde, meydana gelen fiyat değişimlerinde kâr payının etkisi olup olmadığı araştırılmıştır.

Araştırmanın sonucunda, 1999 ve 2000 yıllarında bir ilişki olmadığı ortaya konmuş, 2001 yılında ise anlamlı bir ilişkiye rastlanmıştır. Ancak 2001 yılında rastlanan ilişkinin oldukça zayıf olduğu görülmüştür. Elde edilen sonuçlar, kâr payı dağıtımının hisse senedi fiyatları üzerinde etkili olmadığını ve İMKB'nda Miller - Modigliani'nin görüşlerinin kısmen geçerli olduğunu ortaya koymuştur.

ABSTRACT**THE EFFECT OF DIVIDENDS ON STOCK PRICES AND RESEARCH OF IT AT
ISTANBUL STOCK EXCHANGE****Hasan Aydın OKUYAN****Department of Management****Anadolu University Institute of Social Sciences, November 2002****Counselor: Prof. Dr. Semih B ker**

There are numerous rational and non- rational variables that affect the stock prices. The effects of these variables on the stock prices differ from one another. In this study the possible effect of the dividends on the stock prices and the level of this effect is examined. In relation to the assumptions in the study, the dividends of each stock is given and this is then compared to the prices changes of stocks before and after the distribution of the dividend. The possible effect on the stock prices is analyzed during the distribution of the dividends.

After complying and thoroughly analyzing the data, conclusion is there is no relationship between the distribution of dividends and stock prices in the 1999 – 2001 period. To be more specific, in the 1999 and 2000 period there was no relationship, however the data for 2001 was inconclusive. On the other hand, the relationship in the year 2001 is rather insignificant. The results show that the distribution of dividends has no effect on stock prices and that the Miller – Modigliani model is partially valid in the Istanbul Stock Exchange.

JÜRİ VE ENSTİTÜ ONAYI

Hasan Aydın OKUYAN'ın "Kar Payı Dağıtım Kararlarının Hisse Senedi Fiyatlarına Etkisi ve Bu Etkinin İMKB'nda Araştırılması" başlıklı tezi 28 Mart 2003 tarihinde, aşağıdaki jüri tarafından Lisansüstü Eğitim Öğretim ve Sınav Yönetmeliğinin ilgili maddeleri uyarınca, İşletme (Finansman) Anabilim Dalında, yüksek lisans tezi olarak değerlendirilerek kabul edilmiştir.

İmza

Üye (Tez Danışmanı) : Prof.Dr.Semih BÜKER
Üye : Prof.Dr.Nurhan AYDIN
Üye : Prof.Dr.Ahmet ÖZMEN

Prof.Dr.Nurhan AYDIN
Anadolu Üniversitesi
Sosyal Bilimler Enstitüsü Müdürü



İÇİNDEKİLER

ÖZ.....	ii
ABSTRACT.....	iii
JÜRİ VE ENSTİTÜ ONAYI.....	iv
ÖZGEÇMİŞ.....	v
TABLOLAR ve ŞEKİLLER LİSTESİ.....	viii
GİRİŞ.....	1

BİRİNCİ BÖLÜM

KÂR PAYI DAĞITIM POLİTİKALARI

1. ARTIK KÂR PAYI POLİTİKASI.....	3
2. SABİT MİKTARDA KÂR PAYI DAĞITIM POLİTİKASI.....	4
3. SABİT ORANDA KÂR PAYI DAĞITIM POLİTİKASI.....	4
4. HER YIL ARTAN KÂR PAYI DAĞITIM POLİTİKASI.....	5
5. SABİT MİKTARDA KÂR PAYI VE EKLEMELER.....	6
6. OPTİMAL KÂR DAĞITIM POLİTİKASI.....	6

İKİNCİ BÖLÜM

KÂR PAYI ÖDEME ŞEKİLLERİ

1. NAKİT OLARAK KÂR PAYI DAĞITIMI.....	8
2. HİSSE SENEDİ ŞEKLİNDE KÂR PAYI DAĞITIMI.....	9
3. HİSSE SENEDİ BÖLÜNMESİ.....	11
4. HİSSE SENETLERİNİN GERİ SATIN ALINMASI.....	14

ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

HİSSE SENEDİ DEĞERLEMESİNE İLİŞKİN TEORİK MODELLER

1. HİSSE SENEDİ DEĞERLEMESİNDE KÂR PAYI YAKLAŞIMI.....	18
1.1. Ortaklığın Her Yıl Dağıtacağı Kâr Payının Sabit Olması.....	21
1.2. Dağıtılacak Kâr Payının Her Yıl Sabit Hızla Artması.....	22
1.3. Dağıtılacak Kâr Paylarının İlk Yıllarda Olağanüstü Büyüme Göstermesi.....	24
1.4. Kapitalizasyon Oranının Belirlenmesi.....	24
1.5. Kapitalizasyon Oranında Değişme.....	27
1.6. Kâr ve Kâr Payı Arasındaki Ayırım.....	29

2. HİSSE SENEDİ DEĞERLEMESİNDE HİSSEBAŞINA GELİR YAKLAŞIMI.....	30
3. HİSSE SENEDİ DEĞERLEMESİNDE YATIRIM FIRSATLARI YAKLAŞIMI.....	32
4. İLİŞKİSİZLİK TEORİSİ.....	34

DÖRDÜNCÜ BÖLÜM

KÂR PAYI DAĞITIM KARAR ve POLİTİKALARININ HİSSE SENEDİ FİYATLARI ÜZERİNDEKİ ETKİSİNİ ARAŞTIRAN DENEYSEL ÇALIŞMALAR

1. TÜRKİYE'DE YAPILAN ÇALIŞMALAR.....	40
2. YURTDIŞINDA YAPILAN ÇALIŞMALAR.....	42

BEŞİNCİ BÖLÜM

KÂR PAYI DAĞITIM KARARLARININ HİSSE SENEDİ FİYATLARI ÜZERİNDEKİ ETKİSİNİN İMKB'NDA ARAŞTIRILMASI

1. ARAŞTIRMANIN AMACI.....	51
2. ANA KÜTLE.....	51
3. DEĞİŞKENLERİN TANIMLANMASI ve VERİLERİN TANITILMASI.....	51
4. ARAŞTIRMANIN YÖNTEMİ.....	65
5. ARAŞTIRMANIN DEĞERLENDİRİLMESİ.....	66
SONUÇ.....	71
KAYNAKÇA.....	72

TABLolar ve ŞEKİLLER LİSTESİ**Sayfa**

Şekil 1. S&P 500 Endeksinde 1960 - 1994 Yıllarında Şirketler Tarafından Elde Edilen Kâr ve Dağıtılan Kâr Payı.....	2
Tablo 1. 1999 Yılında Kâr Payı Dağıtan Şirketlerin Hesaplamada Kullanılan Değerleri.....	53
Tablo 2. 2000 Yılında Kâr Payı Dağıtan Şirketlerin Hesaplamada Kullanılan Değerleri.....	54
Tablo 3. 2001 Yılında Kâr Payı Dağıtan Şirketlerin Hesaplamada Kullanılan Değerleri.....	55
Tablo 4. 1999 Yılında Nakit Kâr Payı Dağıtan Şirketlere Ait Hisse Senetlerine İlişkin Veriler.....	56 - 57
Tablo 5. 1999 Yılında Hisse Senedi Şeklinde Kâr Payı Dağıtan Şirketlere Ait Hisse Senetlerine İlişkin Veriler.....	58
Tablo 6. 2000 Yılında Nakit Kâr Payı Dağıtan Şirketlere Ait Hisse Senetlerine İlişkin Veriler.....	59 - 60
Tablo 7. 2000 Yılında Hisse Senedi Şeklinde Kâr Payı Dağıtan Şirketlere Ait Hisse Senetlerine İlişkin Veriler.....	61
Tablo 8. 2001 Yılında Nakit Kâr Payı Dağıtan Şirketlere Ait Hisse Senetlerine İlişkin Veriler.....	62 - 63
Tablo 9. 2001 Yılında Hisse Senedi Şeklinde Kâr Payı Dağıtan Şirketlere Ait Hisse Senetlerine İlişkin Veriler.....	64
Tablo 10. 1999 Yılına Ait Elde Edilen Sonuçlar.....	68
Tablo 11. 2000 Yılına Ait Elde Edilen Sonuçlar.....	69
Tablo 12. 2001 Yılına Ait Elde Edilen Sonuçlar.....	70

GİRİŞ

Türkiye’de, İMKB 1986 yılında faaliyete başlamıştır ve yatırımcıların İMKB’ye olan ilgisi zaman geçtikçe artmıştır. Ancak yatırımcıların hangi özellikli hisse senetlerine yatırım yaptıkları veya yapmaları gerektiği konusu, sadece ülkemizde değil, dünyanın en gelişmiş piyasalarına sahip ülkelerde bile hâlâ tartışma konusudur.

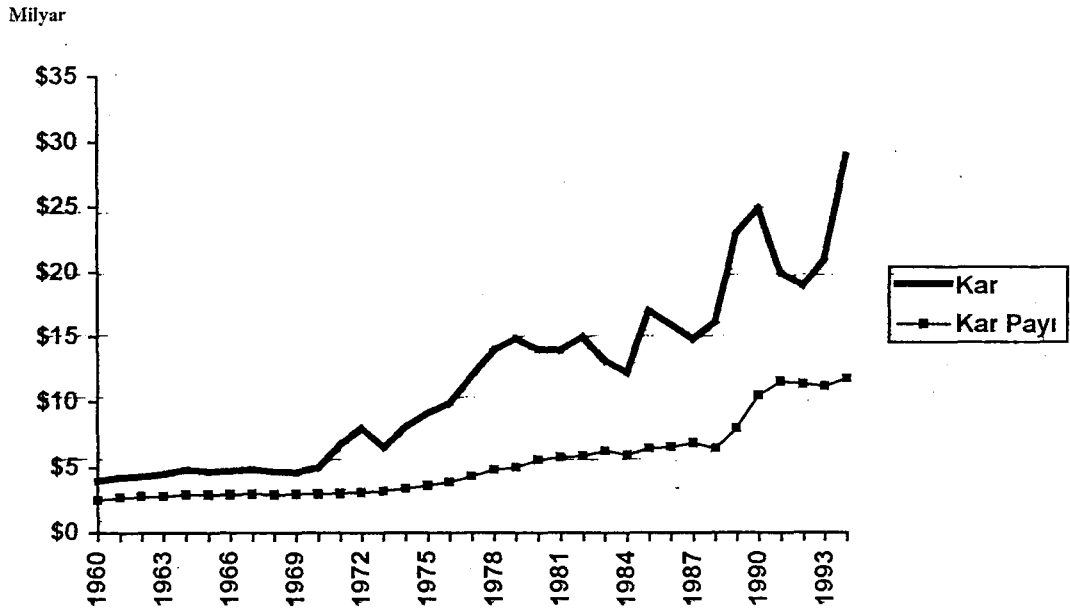
Yatırımcılar, yatırımlarından maksimum düzeyde gelir elde etmeyi beklerler. Hisse senedi yatırımcısı, bu geliri iki türlü elde edebilir. Bunlardan birincisi, hisse senedinin fiyat değişiminden kaynaklanan gelirdir. Diğeri ise, hisse senetlerinin ortaklık payı ifade etmelerinden kaynaklanan, kâr payıdır. Gelişmiş piyasalarda, özellikle piyasa payı ve gelirleri önceden kolay tahmin edilebilen şirketlerin yatırımcıları açısından, kâr payları önemli ve istikrarlı bir gelir kalemidir. Ancak, bu genellemeyi bütün piyasalar ve hisse senetleri için yapmamız yanlış bir varsayım olabilir. Yine de bir piyasada hisse senetlerinin fiyatlarının oluşumunda kâr payı dağıtım kararlarının etkili olup olmadığı çeşitli araştırmalar yoluyla söylenebilir.

Bu çalışmada İMKB’de işlem gören hisse senetlerinin fiyatlarının oluşumunda, kâr payı dağıtım kararlarının etkili olup olmadığı araştırılmıştır. Araştırmada, şirketlerin dağıtacakları kârın oluşumunda gözettikleri kıstasların açıklandığı kâr dağıtım politikaları, kâr payı ödeme şekilleri, hisse senetlerinin değerlemesinde kullanılan modeller, bu modellerin kâr paylarına bakış açısı ve İMKB’de hisse senetleri fiyatları üzerinde, kâr payı dağıtımının etkisi olup olmadığına ilişkin sayısal konular incelenmiştir.

BİRİNCİ BÖLÜM

KÂR PAYI DAĞITIM POLİTİKALARI

Kâr dağıtım politikası, firmada elde edilen kârın ortaklara dağıtılması veya yatırımlar için alıkonulması kararlarını kapsar. Hisse senedi değerlendirme modellerine göre, firmanın daha çok kâr payı ödemeye yönelmesinin hisse senedi değerini arttıracığı düşünülebilir. Firma daha çok kâr payı ödeme yoluna giderse, yatırım için daha az kaynak kullanma durumuna düşer ki, bu da büyüme oranını azaltır, sonuçta hisse senedi değerinin yükselmesi önlenir. Buradan şu sonucu çıkarabiliriz; kâr payı ödemenin iki zıt etkisi vardır. Firma için optimal sayılacak bir kâr dağıtım politikası, ödenen kâr payı ile hisse senedini maksimize eden gelecekte büyüme oranı arasında denge sağlayan politika olacaktır.



Şekil 1. S&P 500 Endeksinde 1960 - 1994 Yıllarında Şirketler Tarafından Elde Edilen Kâr ve Dağıtılan Kâr Payı¹

¹ Aswath Damodaran. *Corporate Finance (Theory and Practice)*. (New York: John Wiley & Sons Corp., 1997) s. 545

Şekil 1. 1960 – 1994 yılları arasında S&P 500 endeksine dahil olan şirketlerin elde ettikleri kârları ve dağıtılan kâr paylarının hareketini göstermektedir. Şekilden görüldüğü üzere dağıtılan kâr payları şirketlerin elde ettikleri kâra oranla çok daha durağan olma eğilimindedir.

1. Artık Kâr Payı Politikası

Bu kurama göre, firmalar faaliyetlerinden elde ettikleri kazançları, daha kârlı yatırım fırsatları mevcut değilse, hissedarlara kâr payı olarak dağıtmalıdır. Başka bir ifadeyle, eğer firmanın dağıtılmayan kârlar yoluyla kazanabildiği kârlılık oranı, hissedarların ortalama olarak aynı riske sahip diğer yatırımlardan elde edebilecekleri kârlılık oranını aşarsa, hissedarlar kendilerine kâr payı ödenmesi yerine, firma kazancının yeni yatırımlarda kullanılmasını tercih edeceklerdir. Örneğin, firma dağıtılmayan kârların yatırımından %20 kârlılık sağlıyorsa, öte yandan kârı ortaklara dağıtırsa ve de hissedarları bu kâr payının tekrar yatırımından sağlayacakları kazanç en çok %18 ise, gayet tabii hissedarlar kendilerine kâr payı ödenmesi yerine firmanın bu kârları dağıtmayıp tekrar %20 verim sağlayan yatırımlarda kullanmasını tercih edeceklerdir.

Bir firma için kârlı yatırım fırsatları her zaman mevcut olmayabilir veya her yıl kârlı yatırım fırsatlarının olacağını söylemek yanlış olur. Artık kâr payı politikasına katı bir şekilde bağlılık, ödenen kâr paylarının her yıl değişmesi gibi bir sonuç ortaya çıkarır. Örneğin, bu yıl yatırım fırsatları iyi olduğu için firma hiç kâr payı ödemeyebilir, sonraki yıl yatırım fırsatları iyi olmadığı için kârın tümünü ortaklarına kâr payı olarak ödeyebilir. Bu durumda yıldan yıla değişen kâr payları ortaya çıkacaktır. Bu görüşten hareket ederek denilebilir ki, artık kâr payı politikasını izleme, ancak hissedarlar dalgalanan kâr paylarından rahatsızlık duymuyorsa optimaldir. Eğer yatırımcılar veya hissedarlar dalgalanmayan ve güvenilir kâr paylarını tercih etmişlerse ve firma bunu dikkate almayıp katı bir artık kâr payı politikası gütmüşse, sonuç olarak özsermaye maliyeti artacak, hisse fiyatları düşecektir.

2. Sabit Miktarda Kâr Payı Dağıtım Politikası

Bu politika, kâr payının pay başına yıllar itibariyle aynı miktarı korumasını amaçlayan politikadır.² Firmanın faaliyet kazancı bir önceki yıla nazaran ister düşük ister yüksek olsun, firma ortaklarına dağıttığı kâr payı tutarını değiştirmemektedir. Sabit miktarda kâr dağıtan firmanın hissedarları bu politikayı güvenilir buldukları gibi, hisse değerlerinin de piyasada istikrarlı olacağını ummaktadırlar. Özellikle kâr payı gelirin önemli bir kısmını oluşturan yatırımcılar sabit miktarda kâr payı dağıtan firma hisse senetlerini tercih etmektedirler. Kurumsal yatırımcılar da kâr payı önceden belli olan bu tür firma hisse senetlerini tercih etmektedirler.³

Tasarruf sandıkları, özel emeklilik fonları, sigorta şirketleri ve diğer genel yarara hizmet için kurulmuş örgütlerin yatırım yapabilecekleri hisse senetleri, genellikle bu tür kararlı kâr payı dağıtan şirketlerden seçilmektedir.

3. Sabit Oranda Kâr Payı Dağıtım Politikası

Sabit oranda kâr payı dağıtımı, firmanın elde ettiği kazancın belli bir yüzdesini hissedarlarına kâr payı olarak ödemesi demektir. Hissedarlara dağıtılan kâr payları her yıl faaliyetlerden elde edilen kazançta göre değiştiğinden, hissedarlara bazı yıl çok yüksek, bazı yıl ise çok düşük kâr payı dağıtılmış olmaktadır. Bu politika, genellikle küçük yatırımcıları hissedarlar karşısında korumak amacıyla benimsenmekte ve şirket sözleşmelerinde yer almaktadır.

Halka açık anonim şirketlerin ana sözleşmeleri bu şekilde hükümlere pek yer vermemekle beraber, bu şirketlerin bazılarının kârın belli bir oranını dağıtma şeklinde bir politika benimsedikleri görülmektedir. Halka açık anonim şirketler böyle bir politika izlediklerinde, her yıl dağıtılan kârın, toplam yıllık kâra oranı aynı düzeyde kalırsa da hisse başına dağıtılan kâr payı yıldan yıla farklılık gösterebileceğinden hisse

² Atilla Gönenli. *İşletmelerde Finansal Yönetim*. (Altıncı Basım. İstanbul: İstanbul Üni., 1988), s.391

³ Metin Türko. *Finansal Yönetim*: (Erzurum: Alfa, 1999) s.533

senetlerinin değeri de söz konusu dağıtılan miktarlara bağılı olarak dalgalanacaktır. Bu nedenle, özellikle halka açık anonim şirketlerde, benimsenen bir kâr payı dağıtım politikası değildir.

4. Her Yıl Artan Kâr Payı Dağıtım Politikası

Firmalar, dağıttıkları kâr paylarında meydana gelecek azalışların gerek kâr paylarının bilgi verme özelliği, gerekse müşteri etkisi ile hisse değerlerini etkileyebileceği düşüncesiyle, dağıttıkları kâr paylarını azaltma yoluna pek başvurmazlar. Yatırımcıları kendi hisse senetlerini almaya yöneltmek için firmalar her yıl dağıttıkları kâr paylarını bir miktar artırır. Enflasyonun da etkisiyle pek çok firma istikrarlı kâr payı politikası yerine “istikrarlı büyüme oranlı” şeklindeki bir kâr dağıtımını izlemeye başlamışlardır. Bu politika yatırımcılara istikrarlı bir reel getiri sağlama amacını gütmektedir.

İstikrarlı ve tahmin edilebilir kâr dağıtım politikası izlemenin, firmalar açısından kuşkusuz bazı nedenleri vardır. Bu nedenlerden birincisi, kâr paylarının bilgi verme niteliğinin varlığı göz önünde tutulursa yıldan yıla dalgalanan bir ödeme politikası, istikrarlı bir politikaya göre meydana gelebilecek daha büyük bir belirsizliğe (riske), dolayısıyla daha yüksek bir özsermaye maliyetine ve sonuç olarak daha düşük bir hisse fiyatına yol açacaktır. İkincisi, bazı hisse senedi sahipleri elde ettikleri kâr paylarını cari tüketimleri için kullanırlar. Şayet bunlar, firmanın dağıttığı kâr paylarını azaltması durumunda nakit elde etmek için hisse senetlerinin bir kısmını satmak zorunda kalıyorsa, sıkıntıya ve masrafa gireceklerdir. Üçüncüsü, artık kâr payı politikası tarafından belirlenen optimal kâr dağıtım politikasının yıldan yıla değişir olmasıdır. İşte bu nedenlerle firmalar kendilerini istikrarlı bir kâr dağıtım politikası izlemek zorunluluğunda görmektedirler.

5. Sabit Miktarda Kâr Payı ve Eklemeler

Şirketlerin sabit kâr payı dağıtmaları halinde, kâr payı yılın performansından bağımsız hale getirildiğinden, bunun yatırımcıları pek cezbetmediğini gören şirketler, bir taraftan sabit miktarda kâr payı dağıtırken, koşullar elverdiğinde de ekstra dağıtımına gitmektedirler. Böylece hisse senetlerinin daha cazip hale gelmesini sağladıklarını düşünmektedirler. Uygulamada bu politika çoğunlukla düşük düzeyde sabit bir kâr payı dağıtımını benimsemek, arkasından çok defa dalgalanan bir ekstra kâr payı dağıtımına gitmek şeklindedir.

Bu politika halka açık anonim ortaklıklar için sözkosunu olabilecek bir politikadır ve ülkemizden çok Batıda özellikle de ABD’de görülen bir uygulamadır. Çünkü ABD’de şirketler kâr paylarını üçer aylık aralarla öderler. Yani ABD şirketleri yılda dört taksit halinde kâr payı dağıtırlar ve bu dört taksit sabit kâr payı olarak kabul edilir. Şirket bu taksitlerden başka bir ekstra kâr payı da dağıtabilir. Bu durumda şirketin benimsediği politika, sabit miktarda kâr payı ve eklemeler olarak adlandırılabilir.⁴

6. Optimal Kâr Dağıtım Politikası

Asıl sorun, kâr dağıtım politikasının sadece kullanılmayan fonların dağıtılmasına yarayan bir araç olmaktan öte birşey olup olmadığıdır. Şayet kâr dağıtım politikası, hisse senedinin değerini gerçekten etkiliyorsa o zaman bu politika sadece yatırım fırsatları tarafından belirlenen pasif bir artıktan çok daha öte olacaktır. Bu durumda işletme, hisse senedinin piyasa değerini dağıtılacak kâr payı oranını değiştirmek suretiyle artırabilir ve bunun sonucu olarak da optimal kâr dağıtım politikasına erişebilir. Deneysel bulguların çoğu, kâr dağıtımının firmanın değerini etkilediğini ortaya koymuştur. Fakat kâr payının hisse senetlerinin piyasa değerini etkilediği konusunda yöntemler henüz yeterince geliştirilememişlerdir. Bununla birlikte

⁴ Gönenli. a.g.e. s.393

işletmelerin, kâr dağıtımının önemli olduğuna ve hissedarların servetini etkilediğine inandıkları da bir gerçektir.

Denilebilir ki; bir taraftan, şayet gerçekse, dağıtılan kârın hisse senetlerinin piyasa değerini etkilemesi dikkate alınırken öte yandan yatırım fırsatları değerlendirilerek hissedarların serveti maksimize edilir. İşte bu noktada, kâr dağıtım politikası veya kâr dağıtım oranı optimal olacaktır. Aslında genellikle istikrarlı kâr dağıtımı hedef alındığından, hem bu hedefi gerçekteştirmek hem de yatırım fırsatlarını değerlendirmek için işletmeler, kâr payını düşük seviyede tutarak kazançlarının yüksek olduğu yıllarda ekstra kâr payı dağıtabilirler.⁵

⁵ Muammer Erdoğan. *İşletme Finansmanı*. (Diyarbakır: Dicle,1990) s.240

İKİNCİ BÖLÜM

KÂR PAYI ÖDEME ŞEKİLLERİ

1. Nakit Şeklinde Kâr Payı Dağıtımı

Kâr payı dağıtımının en yaygın ve hissedarlar için en anlamlı şekli, nakit olarak dağıtılanıdır. Kâr dağıtılacağı ilan edildiğinde bu, yönetim için yükümlülük haline gelir. Dağıtılacak olan kâr payları, genel olarak, nominal değer bir yüzdesi (hisse başına kâr payı) şeklinde ifade edilir. Bunun yanında piyasa fiyatının bir yüzdesi (temettü verimi) veya net kârın bir yüzdesi (kâr dağıtım oranı) şeklinde de ifade edilebilir. Ancak bir hisseye düşen kâr payı kolayca görüldüğü için, hisse başına kâr payı uygulaması daha yaygındır. Kâr payı dağıtımı şirket tarafından ilan edildikten sonra kâr payları belirli bir tarihte bütün hissedarlara dağıtılır. Kâr dağıtımının işlemi belirli bir süreç gerektirir. Bu süreç aşağıdaki gibi dört aşamada tamamlanır:⁶

- İlan tarihi: Şirket yönetiminin yeni kâr payı dağıtacağını kamuya bildirdiği tarihtir. Bildiri tarihi olarak da adlandırılan bu tarihte hissedarlar firmanın hisse başına nakden ne kadar kâr payı dağıtacağını öğrenmiş olurlar.
- Kâr paysız tarih (ex-dividend day): hisse senetleri borsada işlem gören şirketlerde hisse senetlerinin kâr payları düşülerek işlem gördüğü tarihtir. Kâr paylarının doğru hissedarlara gittiğinden emin olmak için borsalar tarafından belirlenen bu tarih iki ile dört iş günü sürebilir. Bu tarihten önce hisse senedi satın alanlar kâr payı almaya hak kazanırlar. Hisse senedi bu tarihte veya daha sonra satın alınırsa kâr payı önceki sahibine ödenir.

⁶ Türkiye’de hisse senetleri borsada işlem gören şirketlerin kar dağıtımı ile ilgili işlemlerini İMKB Takas ve Saklama Bankası yerine getirmektedir. Şirket sadece kâr dağıtım ilanında bulunmakta ve ödeme tarihini belirlemektedir. Kâr paylarının hissedarlara ödenmesi ile ilgili diğer işlemler otomatik olarak Takasbank tarafından yerine getirilmektedir.

- Kayıt tarihi: Şirketin defterlerinde görüldüğü şekliyle kâr payı ödeyeceği hissedarları belirlediği tarihtir. Hisse senetleri borsada işlem gören şirketlerde, şirketlerin hissedarları sürekli olarak değiştiği ve bunlar aynı hızda şirketin defterlerine işlenemeyeceği için yanlış ödemede bulunulabilir. Bu sorunu çözmek için yukarıdaki “kâr paysız tarih” belirlenmiştir.
- Ödeme tarihi: Kâr paylarının kayıt altına alınmış hissedarlara ödendiği tarihtir.⁷

2. Hisse Senedi Şeklinde Kâr Payı Dağıtım

Bazı şirketlerin, sermaye artışlarının tümünü veya bir bölümünü, mevcut ortaklara bedelsiz hisse senetleri vermek yoluyla gerçekleştirdikleri görülmektedir. Daha açık bir deyişle, bazı şirketler, dağıtılmamış kârların veya ihtiyari (olağanüstü yedek akçeler dahil) yedek akçelerinin bir bölümünü veya tamamını, ortaklarına bedelsiz hisse senedi vermek yoluyla sermaye artışında kullanmaktadırlar.⁸ Bu işlem, firmanın dolanımında bulunan hisse senedi sayısını artırır. Artan bu hisseler hiçbir bedel alınmadan mevcut hissedarlar arasında paylaşılır. Dolanıma daha fazla hisse senedi çıktığı için, hisse senedinin değeri azalacağından hissedarların mali durumlarında herhangi bir değişiklik meydana gelmez.⁹

Hisse senedi vermek yoluyla kâr dağıtım yapıldığında, şirketin bilançosunun özsermaye bölümünün yeniden düzenlenmesi gerekir. Örneğin bir şirketin kâr dağıtımından önce bilançosunun özsermaye bölümü şu şekildedir:

Ödenmiş Sermaye	100.000.10 ⁶ TL.
(100 milyon Hisse Adedi x Nominal Değer 1.000 TL.)	
Kanuni Yedek Akçe	20.000.10 ⁶ TL.
İhtiyari Yedek Akçe	60.000.10 ⁶ TL.

⁷ Hüseyin Dağlı. **Finansal Yönetim**. (İstanbul: Beta, Ekim 1999) s. 408

⁸ Öztin Akgüç. **Finansal Yönetim** (Yedinci Basım. İstanbul: Avcıol, 1998), s. 792

⁹ Dağlı. **a.g.e.** s. 410

Şirketin nominal değeri 1.000 TL. olan hisse senetlerini bedelsiz olarak ortaklarına vermek yoluyla, ihtiyari yedek akçelerinin 50 milyar liralık bölümünü dağıttığını varsayalım. Bu durumda anılan şirketin bilançosu şu görünümü alacaktır:

Ödenmiş Sermaye	150.000.10 ⁶ TL.
(150 milyon Hisse Adedi x Nominal Değer 1.000 TL.)	
Kanuni Yedek Akçe	20.000.10 ⁶ TL.
İhtiyari Yedek Akçe	10.000.10 ⁶ TL.

Hisse senedi şeklinde kâr dağıtımının, hisse senedinin fiyatını kesinlikle aynı oranda düşüreceği iddiası, her zaman için geçerli değildir. Hisse senedinin piyasa fiyatını belirleyen başlıca etmen firmanın, diğer firmalara kıyasla görece olarak kazanç elde etme gücüdür. Büyüyen, kazanç sağlama kapasitesi artan, gelecekte nakden dağıtacağı kârlar hakkındaki beklentiler olumlu olan bir şirket, hisse senedi vermek yoluyla kâr dağıtıyor, bunun hisse senedinin piyasa fiyatı üzerindeki düşürücü etkisi, çok ılımlı ölçüler içerisinde kalabilir. Hisse senedi vermek yoluyla kâr dağıtan bazı şirketlerin, bu işlemden sonra hisse senetlerinin fiyatlarında büyük değişiklik olmadığı da gözlenmektedir. Hisse senetlerinin fiyatlarında düşüşü frenleyen diğer bir etmen daha söz konusudur. Hisse senetlerinin piyasa fiyatlarının düşerek alım satımın kolaylaştığı aralıklar içerisine girmesi, talebi artıracığından fiyat düşüşünü sınırlayacaktır.

Şirket, finansal güçlükler nedeniyle nakit yerine hisse senedi vermek yoluyla kâr dağıtımını yapıyorsa, fonların kârlı yatırım fırsatlarının değerlendirilmesinde kullanılmasını planlamıyorsa, şirketin kazanma gücü ve nakden kâr payı dağıtım oranı konusunda gelecek yıllar için beklentiler olumlu değilse, bu tür kâr dağıtımının, hisse senetlerinin değeri üzerindeki etkisi olumsuzdur; büyük düşüşlere yol açabilir. Gözlemlere, deneysel bulgulara, yapılan bazı araştırmalara dayanarak, hisse senedi şeklinde kâr payı dağıtımının tek başına, “ortaklarının pay senetlerinin toplam piyasa değerini artırır veya azaltır” şeklinde yapılacak genellemeler geçerli değildir.¹⁰

¹⁰ James T. Mao. *Corporate Financial Decision*. (California: Pavan, 1976.) s.343

James T. Mao'nun yukarıdaki görüşlerine karşın, John O'Donnell hisse senedi şeklinde kâr payı dağıtımından sonra hisse senedi fiyatında meydana gelecek değişiklikler hakkında farklı görüşler ileri sürmüştür. O'Donnell'a göre gerçek bilgi sahibi olmayan yatırımcılar, hisse senedi şeklinde kâr payı dağıtımının özel bir değer taşıdığını düşünebilirler. Böyle olsa bile (ki buna sık sık rastlanmaktadır) deneyimler, zamanla hisse senetlerinin tekrar olması gereken fiyata düşeceğini göstermektedir. Fakat hisse senedi şeklinde kâr payı dağıtımının yanında, yüksek kazanç sonucu olarak, nakit temettü tutarında bir artma olursa, tabiidir ki fiyatın düşmesi söz konusu olmayabilir. Yine O'Donnell'a göre piyasa fiyatlarına hakim olan devamlı faktör, artan kâr payı sonucu artan kazançlardır. Hisse senedi şeklinde kâr payı dağıtımı sadece, aklımızı karıştırmaması gereken bir muhasebe ayarlamasından ibarettir.

Büyüyen, kârlı yatırım projeleri bulunan, kârlarının tümünü ortaklarına nakden dağıtmak istemeyen, ortak sayısını artırarak mülkiyeti daha yaygınlaştırmayı planlayan şirketlerin, hisse senedi vererek kâr dağıtımı yapmaları daha uygun olabilir. Hisse senedi vererek kâr payı dağıtımı, finansal politikanın etkin bir aracı olarak kullanılabilir. Bu aracı etkili şekilde kullanmak isteyen şirketlerin, hisse senetlerinin piyasa fiyatı ile nominal değeri arasındaki fark çok büyümeden bu yola gitmeleri daha yerinde olur.

Ülkemizde de, hisse senedi vererek kâr payı dağıtımı yapıldığı gözlenmektedir. Özellikle enflasyonun hızlandığı, şirketlerin fon gereksinmesinin arttığı, kârların fiktif olarak yüksek hesaplandığı dönemlerde, hisse senedi vermek yoluyla kâr payı dağıtımının yaygınlaşması beklenir.¹¹

3. Hisse Senedi Bölünmesi

Firmanın öz sermayesinde herhangi bir değişiklik meydana gelmeksizin dolanımda bulunan hisse senedi sayısındaki artışa hisse senedinin bölünmesi adı

¹¹ Akgüç. a.g.e. s.794

verilir.¹² Bu uygulamada ortakların elindeki hisse senedi adedi artar; ancak hisse senetlerinin nominal değeri aynı oranda azaldığından her bir ortağın şirketteki görelî payı değişmemiş olur.¹³

Hisse senetlerinin bölünmesi, şirketin yedek akçelerini etkilemez, özsermaye kalemleri arasında bir aktarma doğurmaz. Örneğin,

Ödenmiş Sermaye	100.000.10 ⁶ TL.
(100 milyon Hisse Adedi x Nominal Değer 1.000 TL.)	
Yasal Yedek Akçe	18.000.10 ⁶ TL.
İhtiyari ve Olağanüstü Yedek Akçe	24.000.10 ⁶ TL.

Anılan şirketin, hisse senetlerini bölerek nominal değeri 1.000 TL. olan bir hisse senedi yerine nominal değeri 500 TL. olan iki pay hisse senedi verdiği düşünülürse, bu durumda şirketin bilançosunda öz sermaye bölümü, tutar olarak bir değişme göstermeyecektir.¹⁴

Ödenmiş Sermaye	100.000.10 ⁶ TL.
(200 milyon Hisse Adedi x Nominal Değer 500 TL.)	
Yasal Yedek Akçe	18.000.10 ⁶ TL.
İhtiyari ve Olağanüstü Yedek Akçe	24.000.10 ⁶ TL.

Görülüyor ki hisse senedi bölünmesi, hisse senedi şeklinde kâr payının aksine her hissenin nominal değerini düşürmektedir. Aslında hem hisse senedi olarak kâr payı ödenmesinde hem de hisse senedi bölünmesinde ekonomik amaç aynıdır. Bunların tek farkı, muhasebe biçimlerindedir.¹⁵

¹² Dağlı. a.g.e. s. 411

¹³ Türkiye'de hisse senetlerinde nominal değerinin alt sınırının 500 TL. olması ve genellikle nominal değerinin 1.000 TL. olarak belirlenmesi bu anlamda hisse senedi bölünmesini imkansız kılmaktadır. 1.000 TL. nominal değere sahip bir hisse senedi bir defaya mahsus bire iki bölünebilir ve hisse senedinin yeni nominal değeri 500 TL'ye inebilir. Bunun ötesinde başka bölünmeye gidilmesi mümkün değildir.

¹⁴ Akgüç. a.g.e. s.795

¹⁵ John O'Donnell, Ali Sait Yüksel. **Para Bulmanın Seçilmiş Konuları.** (Ankara:Ayyıldız, 1970) s. 135

Bazı hallerde hisse senetlerinin bölünmesi ile, hisse senedi şeklinde kâr dağıtımı bir arada yapılabilir. Örneğin, yukarıdaki şirket, hisse senedi vermek yoluyla %25 oranında kâr payı dağıtımını yapmayı ve hisse senedi bölünmesini de eşanlı gerçekleştirmeyi kararlaştırmış olsun. Şirket, nominal değeri 1.000 TL. olan 2 adet hisse senedi yerine, nominal değeri 500 TL. olan 5 adet hisse senedi verecektir. Söz konusu finansal işlem den önce ve sonra şirketin bilançosunun ilgili bölümleri şu görünümü alacaktır:

	Finansal İşlemden Önce	Finansal İşlemden Sonra
Ödenmiş Sermaye (Hisse Adedi 100 milyon x Nom. Değer 1.000)	100.000.10 ⁶	125.000.10 ⁶ (Hisse Adedi 250 milyon x Nom. Değer 500)
Yasal Yedek Akçe	18.000.10 ⁶	18.000.10 ⁶
İhtiyari ve Olağanüstü Yedek Akçeler	24.000.10 ⁶	24.000.10 ⁶
Dağıtılacak Kâr Payı	25.000.10 ⁶	----

Türk Ticaret Kanunu, şirket genel kuruluna, esas sermaye miktarı aynı kalmak üzere, esas sözleşmeyi değiştirmek suretiyle hisse senetlerini nominal değeri daha az olan hisse senetlerine bölmek hakkını vermiştir.¹⁶ Ülkemizde, genel olmamakla beraber, bazı yabancı sermaye iştirakli şirketlerin, sermaye artışı, hisse senetlerinin bölünmesi ve hisse senetleri vererek kâr dağıtımını birarada yaptıkları görülmektedir.¹⁷

Hisse senetlerinin bölünmesi, gerektiğinde şirketlerin kullanabileceği bir araçtır. Sermaye artışı ile kullanılması daha yerinde olabilir. Bulgular, hisse senetlerinin daha küçük nominal bedele bölünmesinin, tek başına, ortakların sahip oldukları hisse senetlerinin toplam piyasa değerlerinin yükselmesi konusunda etkili olmadığını ortaya koymuştur.¹⁸

¹⁶ Türk Ticaret Kanunu m:400.

¹⁷ Akgüç. a.g.e. s.796

¹⁸ Mao. a.g.e. s.343

4. Hisse Senetlerinin Geri Satın Alınması

Firma ortaklarına para vermek istediğinde esas itibariyle nakit olarak kâr dağıtımını yoluna başvurur. Ortaklara para vermenin diğer bir yolu ise hisse senetlerinin bir bölümünü ortaklardan geri satın almaktır. Firma hisse senetlerinin bir bölümünü ortaklardan geri satın almak suretiyle dolanımında bulunan hisse senedi sayısını azaltır, hisse başına geliri ve hisse senedinin piyasa fiyatını artırır. Hisse senetlerinin bir bölümünün ortaklardan geri satın alınmasında firma ya mevcut nakit kaynaklarını kullanır ya da yeni borçlanma yoluna gider. Borçlanma seçeneği tercih edildiği zaman, firmanın mevcut sermaye yapısının bozulacağı ve mevcut duruma göre daha borç ağırlıklı bir yapıya bürüneceği gözden uzak tutulmamalıdır.

Hisse senetlerinin geri satın alınma sürecinde genel olarak üç ayrı yaklaşım uygulanabilir. Bunlardan ilki hisse senetlerinin piyasa fiyatından geri satın alınmasıdır. Özellikle hisse senetleri borsada işlem gören firmalara bu yaklaşım uygulanabilir. İkinci yaklaşımda ise firma geri satın almak istediği hisselerin miktar ve fiyatı için teklifte bulunur. Böylece belirli bir dönemde teklif edilen sabit bir fiyattan hisse senetleri geri satın alınır. Özellikle, büyük miktarlarda hisse senetlerinin geri satın alınmasında bu yola başvurulur. Son yaklaşım ise, firma ile ortaklar arasında karşılıklı görüşmeler sonucu oluşan fiyat ve miktar üzerinden hisse senetlerinin geri satın alınmasıdır. Bu yaklaşım özellikle firmanın büyük bir ortağından hisse senedi geri satın alımında kullanılır ve firma yönetiminin kontrolü üzerinde önemli bir etki yaratır.¹⁹

Bu işlemde hisse senetlerinin toplam net değeri değişmez. Hisse adedi indirildiğinde, hisse fiyatları yükselir. Bilhassa hisse senetlerinin geri satın alınması işleminden önce piyasa fiyatı çok düşmüş durumda ise, yönetimin bu yolla hisse senetlerinin değerini yükselteceği düşünülebilir. Diğer taraftan bu işlem yatırımcılar tarafından, kazançların tatminkâr olmadığına dair bir işaret olarak yorumlanabilir.

¹⁹ Dağlı. a.g.e. s. 413

Bundan dolayı, iyi gelişmiş sermaye piyasalarında bile, hisse senetlerinin geri satın alınması normal olmayan bir finansal işlem niteliği taşır.²⁰

Ülkemizde bir anonim şirketin kendi hisse senetlerini satın alarak dolaylı bir şekilde kâr payı dağıtmasına yasal yönden imkan yoktur. Türk Ticaret Kanunu ancak çok istisnai hallerde anonim şirketlerin kendi hisse senetlerini satın almasına olanak vermiştir. Kaldı ki hisse senetleri, şirketin sermayesinin azaltılmasına ilişkin bir karar gereğince devralınmışsa, yok edilmeleri; diğer hallerde şirketçe ilk fırsatta tekrar elden çıkartılmaları gerekir.²¹

Şirket, ancak esas sermayesinin azaltılması yoluyla, bu tür bir kâr dağıtımına girişebilir. Anonim şirketlerde ise esas sermayenin azaltılması çok uzun işlemler gerektirir. Bu nedenle sermaye azaltma işlemlerinin sık aralıklarla tekrarı olanaksızdır.²²

Diğer ülkelerde çok nadir olarak bono kâr payı, aynı kâr payı, intifa senedi kâr payı gibi farklı kâr payı dağıtma yöntemlerine de rastlanılmaktadır.

²⁰ O'Donnell, Yüksel. a.g.e. s. 136

²¹ Türk Ticaret Kanunu. m. 329

²² Akgüç. a.g.e. s.798

ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

HİSSE SENEDİ DEĞERLEMESİNDE MODELLER

Yatırım yapılacak hisse senetlerinin seçimi yatırımcılar için önemlidir. Yatırıma değer hisse senetlerinin seçimine ilişkin çeşitli görüşler ileri sürülmektedir. Bunlardan biri de “temel menkul kıymet analizcilerinin” görüşüdür. Bu görüşü paylaşanlara göre, hisse senetlerinin değerleri gelir getirme güçlerine bağlı olarak değişmektedir. Şirket gelirleri veya kâr payları belirli bir iskonto oranı ile kapitalize edilerek “gerçek” değerleri bulunur. Hisse senedinin pazardaki fiyatı bu “gerçek” değerden düşükse o hisse senedi düşük fiyatlanmıştır ve alınmalıdır. Pazar fiyatı “gerçek” değerden yüksekse o hisse senedi yüksek fiyatlanmıştır ve satın alınmamalıdır. Bir hisse senedinin “gerçek” değerini bulmak için şirketin gelirleri, büyümesi, finansal durumu, ekonominin içinde bulunduğu durum ve şirketin içinde olduğu endüstrinin durumu ve pazar koşulları incelenmelidir.

Hisse senedinin “gerçek” değerinin bulunmasında şirket gelirlerinin ve kâr paylarının önemi büyüktür.²³

Bir firmanın kâr dağıtım politikasının, hisse senedinin cari fiyatı üzerindeki etkisi, yalnız bu politikaları uygulayacak firma yöneticileri için değil fakat, portföy oluşturma planı yapan yatırımcılar ve sermaye piyasalarının fonksiyonlarını tespit etmeye ve değerlendirmeye çalışan ekonomistler için de önemlidir. Bu sebeple, özellikle etkin ve gelişmiş bir sermaye piyasasına sahip ve rasyonel olma çabasındaki bir çok yatırımcının işlem yaptığı A.B.D’nde çok yoğun istatistikî çalışmalar yapılmış, fakat bu çalışmalarda kâr payı politikasıyla hisse senetleri fiyatları arasındaki ilişkiyi tespit edebilecek tutarlı sonuçlara ulaşılamamıştır.

²³ Semih Bükür. “Hisse Senedi Değerlerinin Bulunmasında Şirket Gelirleri ve Kâr Paylarının Önemi”, E.İ.T.İ.A. Dergisi, Cilt no: 11, Sayı no: 1 (Ocak 1975), s: 25-26

Bu çalışmaların sonucunda kâr payı dağıtımının önemsiz olduğu doğrulayan sonuçlar artmakla birlikte birçok analist kâr payı dağıtımının etkisiz olduğu görüşünü kesin olarak onaylamak taraftarı değildir. Çünkü bir çok başarılı firma kâr payı ödemekte kâr payı politikaları yöneticilerin önemli bir ilgi alanını oluşturmaktadır. Bu sebeple, kâr paylarının ne tamamen etkili, ne de tamamen etkisiz olduğu kesin olarak söylenememektedir.²⁴

Hisse senetlerinin sağlayacakları getiriler bilinmemekle beraber, en yüksek kâr sağlamak isteyen yatırımcılar, alternatif yatırım araçları ve bunlardan olan hisse senetleri arasında da seçim yaparlar.

Bu değerlendirme modellerinin temel amacı, piyasada yanlış fiyatlandırılmış menkul kıymetleri tespit etmektir.²⁵

Hisse senedi değerlendirilmesinde çeşitli modeller, yaklaşımlar vardır. Bu modeller, yaklaşımlar, (1) nicel, (2) nitel olarak ayrıma tabii tutulabilir.

Nicel modeller, hisse senedi fiyatını belirleyen ölçülebilir bazı değişkenler olduğu ve hisse senedi değerinin bu değişkenler arasındaki ilişkilerle açıklanabileceği varsayımına dayanmaktadır. Bu yaklaşımda, hisse senedinin değeri, kullanılan modelde yer alan değişkenlerin gelecekteki değerleri tahmin edilmek suretiyle belirlenmektedir.

Nitel değerlendirme modelleri, hisse senetlerinin geçmişteki fiyatı ile dolaşımdaki hisse senedi sayısı ilişkilerine ve piyasa psikolojisine dayanmaktadır. Bu modeller davranışsal niteliktedir. Söz konusu yaklaşımda, işlem gören hisse senedi hacmi incelenerek, fiyat hacim ilişkisine dayanılarak, yatırımcıların davranış biçimleri, yönleri belirlenmekte ve bu davranış biçimlerinden hisse senedinin piyasa fiyatı hakkında

²⁴ Stewart Myers. **Modern Developments In Financial Management.** (New York:Praeger, 1976) s. 63

²⁵ Necat Berberoğlu, Sadık Arslan, Muharem Afşar: **Hisse Senetlerinde Değerleme Yöntemleri ve Türkiye’de Hisse Senetlerinin Fiyatlarını Belirleyen Faktörlerin Analizi.** **Eskişehir Anadolu Ü. İ.İ.B.F. Dergisi.** Cilt no:10, Sayı no:1-2, 1992, s. 8-

tahminlerde bulunmaktadır. Bazı tür modellerde, ekonomik, sosyal ve politik değişmelerin piyasadaki etkisi de dikkate alınmaktadır.²⁶

1. Hisse Senedi Değerlemede Kâr Payı Yaklaşımı

Hisse senedinin, sahibine sağlayacağı finansal çıkarlar; (i) hisse senedine sahip olunduğu sürece dağıtımı kararlaştırılmış kârlardan pay alma, (ii) gelecekte hisse senedinin elden çıkarılması haline hisse senedinin satış fiyatı, (iii) ve sermaye artırım sırasında, eğer varsa, öncelikle hisse senedi satın alma hakkının (rüçhan hakkının) sağladığı piyasa fiyatından daha düşük bir bedelle ya da bedelsiz yeni hisse senedi alma hakkıdır. Bir yatırımcının sağlanacak bu finansal çıkarlara karşı ödemeye hazır olduğu bedel, gelecekte sağlanacak bu çıkarların tutarına, zamanlamasına ve yatırımdan beklediği verime bağlıdır. Başka bir deyişle, yatırımcının hisse senedi için ödemeye hazır olduğu fiyatı, gelecekte elde etmeyi beklediği çıkarların (alınacak kâr payları ile hisse senedinin elden çıkarılması halinde hisse senedinin satış fiyatı) uygun bir iskonto (kapitalizasyon) oranı ile indirgenmiş bugünkü değeri belirler. Eğer yatırımcının planladığı zaman süreci t yıl, bu süre içinde elde etmeyi beklediği kâr payları tutarı D_1, D_2, \dots, D_t ise ve t yıl sonra hisse senedini P_t gibi bir fiyatla elden çıkaracağını tahmin ediyorsa, hisse senedinin teorik değerini, kâr payı kapitalizasyon formülü verir.

$$P_0 = \frac{D_1}{(1+k)^1} + \frac{D_2}{(1+k)^2} + \dots + \frac{D_t}{(1+k)^t} + \frac{P_t}{(1+k)^t}$$

Formülde;

P_0 , hisse senedinin cari teorik değerini,

D_t , t'inci yıla kadar her yıl elde edilmesi beklenen kâr paylarını,

P_t , t yılı sonunda hisse senedinin satış fiyatını,

t, planlanan zaman sürecini,

²⁶ Akgüç. a.g.e. s. 846

k, yatırımcının yatırımdan beklediği verimi (iskonto oranı, kapitalizasyon oranı) vermektedir.

k, yalnız paranın zaman değerini değil, yatırımcının gelecekte elde etmeyi beklediği çıkarlara ilişkin riski de içermektedir.²⁷

Bu modelin mantığı, sonsuza kadar elde tutulan bir hisse senedinin sağlayacağı nakit girişlerinin yalnızca kâr payları olmasındadır. Ancak model, hisse başı ödenecek kâr paylarının tahmin edilmesinin yanısıra hisse senedi için uygun iskonto oranının belirlenmesi sorununu da beraberinde getirmektedir.²⁸

Yukarıdaki denklem, hisse senedinin cari fiyatının, gelecekte elde edileceği beklenen kâr payları (D_1, D_2, \dots, D_t) ile hisse senedinin gelecekteki fiyatına (P_t) ve birikim sahibinin yatırımdan beklediği getiriye (k) bağlı olduğunu ortaya koymaktadır. Bir hisse senedinin gelecekteki fiyatını (P_t) hangi etmenler belirlemektedir? Kâr payı yaklaşımına göre, belirli bir anda bir hisse senedinin fiyatını belirleyen, gelecekteki kâr payları ile hisse senedinin gelecekteki satış fiyatıdır. Bu yaklaşımda hisse senedinin cari fiyatının, sınırsız bir süre ile her yıl elde edileceği beklenen kâr paylarının bugünkü değerleri toplamına eşit olması gerektiği sonucuna varılır.²⁹

Bu model, basitleştirici bazı varsayımlara dayandırılmış olup, bunların başlıcaları şunlardır:

- Modelde, ek borçlanma ile ya da özkaynaklarla finanslama yoktur. Finansman giderlerindeki artış ve yeni hisse senedi ihraçları dikkate alınmaz.
- Ortaklık için uygun kapitalizasyon oranı (k) sabittir.
- Ortaklığın faaliyet süresi sonsuzdur.
- Vergiler ihmal edilmiştir.

²⁷ Akgüç. a.g.e., s. 847

²⁸ A. Gültekin Karaşin. *Sermaye Piyasası Analizleri*. (ikinci baskı. Ankara: SPK, 1987) s. 27

²⁹ Akgüç. a.g.e., s. 848

- Kapitalizasyon oranı (k), büyüme oranından (g) büyüktür. Büyüme oranının, kapitalizasyon oranından büyük ya da kapitalizasyon oranına eşit olması halinde ise, hisse senedinin değeri sonsuz olacaktır.³⁰

Miller – Modigliani'nin ilişkisizlik teorisini dayandırdıkları varsayımlardan biri de kâr dağıtım politikasının yatırımcıların özsermayeden beledikleri verim oranını etkilemediğidir. Bu varsayım, finans yazınında çok şiddetli bir biçimde eleştiriye uğramış, Myron Gordon ve John Lintner kâr payı ödemesi azaldıkça özsermaye maliyetinin arttığını ileri sürmüşlerdir. Gordon ve Lintner, yatırımcıların kâr payından elde ettikleri kazançtan, dağıtılmayan kârlar dolayısıyla elde edilen sermaye kazançlarından daha emin olduklarını, bir başka deyişle, kâr payı kazancının riskinin diğer sermaye kazançlarından daha düşük olduğunu ileri sürmüşlerdir.³¹

Kâr payı modeli, yatırımcıların nakit kâr paylarını yedek akçelere tercih edeceklerine, çünkü kâr payı ödemelerinin yatırımlardaki belirsizliği ortadan kaldırdığına ve kâr paylarının yatırımcıların ortaklık hakkında fikir edinmelerini sağladığına inananlar tarafından desteklenmiş, ancak kâr payı politikasının, işletmenin piyasa değerini etkilemediğini öne sürenler de olmuştur.³²

Değişken gelirli bir menkul kıymet olan hisse senedinin değeri, gelecekte yatırımcıya sağlayacağı nakit akımlarının indirgenmiş şimdiki değeridir. Söz konusu nakit akımları, yatırımcının hisse senedini elde tuttuğu sürede dağıtılan kâr payları ile hisse senedinin satışından sağlanan gelirden oluşmaktadır. Hisse senedinden sağlanan gelirler bir dönem ile sınırlı olabileceği gibi birden fazla dönemde de gerçekleşebilir.³³

Yukarıdaki denklem, hisse senedinin cari fiyatının, gelecekte elde edilmesi beklenen kâr payları D_1, D_2, \dots, D_t ile hisse senedinin gelecekteki fiyatına (P_t) ve birikim sahibinin yatırımdan belediği verime (k) bağılı olduğunu ortaya koymaktadır. Kâr payı yaklaşımına göre, belirli bir anda bir hisse senedinin fiyatını belirleyen,

³⁰ Jack C. Francis. *Investments: Analysis and Management* (New York: Mc Graw Hill, 1976) s. 239

³¹ Türko. a.g.e. s.528

³² Karaşin. a.g.e. s.28

³³ Niyazi Berk. *Finansal Yönetim*. (İkinci Basım. İstanbul: Türkmen, 1995) s.205

gelecekteki kâr paylarıyla hisse senedinin gelecekteki satış fiyatıdır. Anılan usullama yeterince uzatılırsa, bir hisse senedinin fiyatının, sınırsız bir süre ile her yıl elde edilmesi beklenen kâr paylarının bugünkü değerleri toplamına eşit olması gerektiği sonucuna varılır.

$$P_0 = \frac{D_1}{(1+k)^1} + \frac{D_2}{(1+k)^2} + \dots + \frac{D_t}{(1+k)^t}$$

$$P_0 = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{D_t}{(1+k)^t}$$

Model gelecekteki kâr paylarını temel aldığına göre, gelecek dönemlerde beklenen kâr paylarının sabit kalması pek gerçekçi bir yaklaşım değildir. Kâr paylarının her yıl aynı nispette büyüyebileceği farzedileceği gibi, belli sürelerde farklı büyüme oranlarını da dikkate alarak değerlendirme modellerini geliştirmek mümkündür.³⁴

Hisse senedi değerlemesinde kâr payı yaklaşımının formal bir gereği olarak iskonto oranı büyüme oranından büyük olmalıdır. Aksi takdirde hisse fiyatı negatif ya da belirsiz olur. Diğer faktörler eşitken, büyüme oranı büyüdükçe iskonto oranı da büyümelidir.³⁵

1.1.Ortaklığın her yıl dağıtacağı kâr payının sabit olması

Ortaklığın her yıl dağıtacağı kâr payının değişmeyeceği, ortaklığın devamlı olduğu, iskonto oranının sabit kalacağı varsayımları halinde denklem,

$$P_0 = D_t \left[\frac{1}{(1+k)^1} + \frac{1}{(1+k)^2} + \dots + \frac{1}{(1+k)^{\infty}} \right] \text{ şeklinde yazılabilir.}$$

³⁴ Hülya Kanahıcı. **Hisse Senedi Fiyatlarının Tesbiti ve Tesir Eden Faktörler**. (Ankara: SPK,1997) s.26

³⁵ Robert W. Kolb, Ricardo J. Rodriguez, Adam E. Carlin. **Finansal Yönetim**. Çeviren:Ali İhsan Karacan (Ankara:SPK, Ağustos 1996) s. 120

Denklemin sağ tarafındaki geometrik dizinin toplamı

$$D_t \left[\frac{(1+k)^\infty - 1}{k(1+k)^\infty} \right] \Rightarrow \frac{D_t}{k} \text{ olur.}$$

Anılan varsayımlar altında hisse senedinin cari değerini veren denklem

$$P_0 = \frac{D_t}{k} \text{ şekline dönüşecektir.}$$

1.2. Dağıtılacak kâr payının her yıl sabit hızla artması

Hisse senedi değerlemesinde kâr payı yaklaşımı, gelecekteki her yıl için kâr paylarının tahmin edilmesini gerektirir; bu, potansiyel olarak sonsuz ömrü olan hisse senetleri için biraz sorun yaratır. Kâr paylarını tahmin etmeye bir ömür harcamak istemiyorsak, tahminlerin sayısını düşürmek üzere basitleştirici varsayımlar kullanılabilir. En yalın basitleştirme, hiç artmayan, sonsuza dek devam eden bir gelir dizisi varsayar.

Pratikte geniş kullanım alanı bulan bir diğer basitleştirme de şöyledir. Varsayalım ki, tahmin edilen kâr payları sabit bir oranda büyüyor. Eğer kâr payları değişmez bir oranla büyüyorsa, o zaman, sonsuz sayıda kâr payı tahmini yerine, sadece gelecek yılın kâr payını ve kâr payı büyüme oranını tahmin etmemiz yeterlidir.

Bir hisse senedi, bir yıl içinde 3 dolar kâr payı ödeyecektir. Eğer kâr payları ondan sonra $g = 0.08$ gibi sabit bir oranda büyürse, bu durumda gelecek yıllarda kâr payları şöyle olacaktır:

Handwritten text and a stamp in the bottom right corner, partially legible.

$$D_1 = 3\$ = 3\$$$

$$D_2 = 3\$(1 + g) = 3.24\$$$

$$D_3 = 3\$(1 + g)^2 = 3.50\$$$

Gelecekteki kâr paylarıyla ilgili bu tahminleri, kâr payı yaklaşım modelinde uygularsak,

$$\begin{aligned} P_0 &= \frac{D_1}{1+k} + \frac{D_1(1+g)}{(1+k)^2} + \frac{D_1(1+g)^2}{(1+k)^3} + \frac{D_1(1+g)^3}{(1+k)^4} + \dots \\ &= \frac{3\$}{1.12} + \frac{3.24\$}{1.12^2} + \frac{3.50\$}{1.12^3} + \frac{3.78\$}{1.12^4} + \dots \\ &= 2.68\$ + 2.58\$ + 2.49\$ + 2.40\$ + \dots \end{aligned}$$

Sonsuz sayıda terim olmasına rağmen, kâr payı büyüme oranı g , iskonto oranı k 'dan küçük olduğu sürece, her terim orantılı olarak bir öncekinden küçüktür. Sonsuz sayıda kâr payı ödenecek olmasına rağmen, uzak gelecekteki kâr paylarının değeri sıfıra çok yaklaşacağından, bütün dönemlerin toplamı sınırlıdır. Toplam aşağıdaki eşitlikle gösterilebilir:

$$P_0 = \frac{D_1}{k - g}$$

Bu eşitlik sabit oranda büyüyen kâr payı iskonto modeli veya Gordon Büyüme Modeli olarak anılır.³⁶

³⁶ Richard A. Brealey, Stewart C. Myers, Alan J. Marcus. *İşletme Finansının Temelleri*. Çev: Ünal Bozkurt, Türkan Arkan, Hatice Doğukanlı. (İstanbul:Mc Graw Hill – Literatür.Ekim 1977) s. 128 - 129

1.3. Dağıtılacak kâr paylarının ilk yıllarda olağanüstü büyüme göstermesi

Yeni buluşlar, yeni mal ve hizmetler üretilmesi, teknolojik yenilikler, ilk yıllarda ortaklığın, olağanüstü kâr elde etmesine olanak verebilir. Ancak izleyen yıllarda yeni rakiplerin piyasaya girmesi veya rakiplerin, yeni kuruluşların yeni teknolojileri uygulamaları, bu konularda ilk atılımı yapan firmanın tekelci kârını ortadan kaldırarak, kârını normal düzeye indirir. Normal üstü büyümenin devam edeceği süre N yıl, kâr paylarında normal üstü büyüme hızı (g_s) ile normal büyüme hızı (g_n) ve kâr payının normal üstü büyüme dönemi sonunda ulaşacağı tutar D_N ile gösterilirse, hisse senedinin bugünkü değerini veren formül şu şekilde yazılabilir:

$$P_0 = \sum_{t=1}^N \frac{D_0(1+g_s)^t}{(1+k)^t} + \sum_{t=N+1}^{\infty} \frac{D_N(1+g_n)^t}{(1+k)^t}$$

Ortaklığın kâr payı dağıtımına ilişkin farklı beklentilere göre hisse senedinin bugünkü değerini veren denklemi, elde edilecek kâr paylarının hisse senedi değerini belirlediği varsayımına uygun olarak, değişik şekillerde yeniden yazmak olanaklıdır.³⁷

1.4. Kapitalizasyon oranının belirlenmesi

Yatırımcının hangi değerlendirme yöntemi kullanılırsa kullanılsın, belirlemek zorunda olduğu değişken kapitalizasyon oranı (k_e)dır. Bu oran nasıl belirlenecektir? Büyümenin sözkonusu olmadığı bir durumda hisse senedinin değeri

$$P_0 = \frac{D_1}{k_e} \text{ dir.}$$

Bu formülden yararlanarak,

$$k_e = \frac{D_1}{P_0} \text{ formülüne ulaşabiliriz.}$$

³⁷ Akgüç. a.g.e. s.849

Yukarıdaki ikinci formül iskonto oranının dönemsel kâr payının hisse senedi pazar fiyatına bölümü ile bulunabileceğini göstermektedir. Dönemsel kâr payının hisse senedi pazar fiyatına bölümü hisse senedinin verimini vermektedir. O halde yatırımcı yatırımdan beklediği verimi kapitalizasyon (iskonto) oranı olarak kullanmakta ve bu oran aracılığı ile hisse senedinin gerçek fiyatına ulaşmaya çalışmaktadır.

Yatırımın gelecekteki dönemsel kâr paylarının belirli bir büyüme oranı (g) ile büyüyeceği beklendiği takdirde

$$P_0 = \frac{D_1}{k_e - g}$$

olacağı için iskonto oranı, kâr payı verim oranına büyüme oranı eklenerek bulunabilecektir. Yani:

$$k_e = \frac{P_0}{D_1} + g \text{ dir.}$$

Ortaklığın dağıtılmamış kârlarını aktif yatırımlarına gelecek yıllarda da, geçmişte sahip olduğu kârlılık oranı (r) ile tahsis edeceği ve kâr payı dağıtma oranının (f) değişmeyeceği varsayılacak olursa, büyüme oranı (g), kâr payı dağıtma oranının (f) çarpımından oluşacaktır.

$$g = rf$$

Bu durumda yatırımcının iskonto oranı (k_e)

$$k_e = \frac{D_1}{P_0} + rf$$

formülü ile hesaplanacaktır.

Yukarıdaki formülün kullanılabilir olması, ortaklığın aktif yatırımlarını tümü ile özkaynak fonları ile finaslacağı varsayımına bağlıdır.

Yukarıdaki kısa açıklamalar bizi, kapitalizasyon oranının belirlenmesinde kullanılacak bir yönteme götürecektir, bu da ortaklığın veya daha genelde sektörün kâr payı verimliliği üzerine eğilmeye olacaktır.³⁸ Kapitalizasyon oranı firmanın

³⁸ Cevat Sankamış, *Sermaye Pazarları*. (Üçüncü Baskım. Bursa: Alfa, 1998) s.251

çalıştığı endüstri dalı ve karşılaşacağı riskler dikkate alınarak tespit edilmektedir.³⁹ Bu yaklaşım, geçmiş firma ve sektör verilerinin etüd edilerek bu verilerin geleceğe dönük kestirimlerde kullanılması ve böylece beklenen verimin saptanmasını içerir. Yatırım analizcisi, yatırımından elde etmek isteyeceği verimin ne olması gerektiğini etüd ederken, ilgilendiği hisse senedinin geçmiş dönemlerdeki verimlerini ve sektörün hisse senedi verimini dikkate alır ve bu verilerden yararlanarak beklenen verimi belirlemeye çalışır. Bu yöntem yatırımcı için pek doğru olmayan sonuçlar verebilir ve bu nedenle fazla zaman harcama olanağı olmadığı veya çok kaba analizle yetinilmek istenildiği zaman kullanılabilir.

Beklenen verim veya iskonto oranının saptanmasında diğer bir yaklaşım ve yöntem, verimi oluşturan elemanları teşhis ederek ve bu elemanların gelecekte alacakları durumları gözönüne alarak sonuca gitmektir.

Bilindiği gibi bir yatırımcı yapacağı yatırımdan en az, risk taşımayan faiz oranı ile risk priminin toplamından oluşan bir verim bekler. Yatırımcının “i” inci finansal varlığa yapacağı yatırımdan beklediği verim (k_i), risksiz faiz oranı (RF) ve risk primi (RP) toplamıdır.

$$k_i = RF + RP_i$$

Yukarıdaki formülden görüleceği üzere, bir yatırımcı bir hisse senedinin beklenen verimini, pazarın risksiz faiz oranını ve o hisse senedinin risk primini tahmin ederek hesaplayabilir. RP_i 'nin hesaplanması şöyle yapılabilir:

Bir hisse senedinin taşıdığı riskin pazar riskine göre durumu, o hisse senedinin (β) katsayısında ifadesini bulmaktadır. Hisse senedinin risk primi (RP_i) ise pazar risk priminin (RP_m) hisse senedine ait (β_i) ile çarpımıdır.

³⁹ Ümit Ataman, “Hisse Senetlerinin Değerlemesi.”(Doktora Tezi, İstanbul İktisadi ve Ticari İlimler Akademisi Muhasebe Kürsüsü, 1974) s. 52.

$$RP_i = (RP_m)\beta_i$$

$$k_i = RF + (RP_m)\beta_i$$

Şu halde, bir hisse senedine ait beklenen verimi hesaplamak için gelecek dönemde, risksiz faiz oranını, hisse senedinin beta katsayısını (β_i) ve pazar risk primini bilmek yeterli olacaktır.⁴⁰

1.5. Kapitalizasyon oranında değişme

Buraya kadar yapılan incelemeler, kapitalizasyon oranının sabit kalıp sadece kâr paylarının değişeceği varsayımına dayanmaktadır. Halbuki kapitalizasyon oranının da değişeceği ileri sürülebilir. Nitekim Gordon, daha sonraki yıllara ait kâr paylarının tutar ve dağıtılma olasılıklarındaki belirsizliklerin ilk yıllara oranla daha fazla olacağını, bu belirsizlik artışına bağlı risk artışının değerlendirme formülüne yansıtılması gerektiğini söylemektedir.

Zaman uzamasına bağlı belirsizliğin artması, bizi yatırımcının daha çok sonraki gelirlere daha büyük bir iskonto oranı uygulayacağı sonucuna bizi götürebilir. Böyle bir durumun söz konusu olması halinde, yatırımcı hisse senedinin bugünkü değerine ulaşmak için gelecekte elde edeceği dönemsel kâr paylarını değişik iskonto oranları ile iskonto etmek isteyecektir. İskonto oranlarının farklılaşması durumunda, her döneme ait kâr payının o döneme ait iskonto oranı ile iskonto edilmesi ve sonra iskonto edilmiş değerlerin toplanması gerekecektir.

$$P_0 = \frac{D_1}{(1+k_1)} + \frac{D_2}{(1+k_2)^2} + \frac{D_3}{(1+k_3)^3} + \dots$$

Yukarıdaki formül mantıksal bir hatayı içermektedir. Şöyle ki, ikinci yıl sonunda elde edilecek kâr payı ikinci yılın iskonto oranı ile iskonto edilecek olursa yani

⁴⁰ Sarıkamış. a.g.e. s.252 - 253

iskonto faktörü formülde görüldüğü gibi $(1+k_2)^2$ olursa, ikinci yıl sonunda elde edilecek kâr payı birinci yılda da (k_2) iskonto oranı ile iskonto edilmiş olacaktır. Halbuki birinci yıl iskonto oranı (k_1) dir. Bu yanlışlığı düzeltmek maksadıyla yukarıdaki formül şu hale getirilir:

$$P_0 = \frac{D_1}{(1+k_1)} + \frac{D_2}{(1+k_1)(1+k_2)} + \frac{D_3}{(1+k_1)(1+k_2)(1+k_3)} + \dots$$

İskonto oranlarının dönemlere göre farklılık göstermesi durumunda, yukarıdaki formülden de görüleceği üzere, iskontolama işleminin her dönem için ve sonsuza kadar yapılması gerekecektir. Bu nedenle yöntemin bu hali ile uygulanmasının pratik yönü pek görülmemektedir. Ancak ileri yıllara ait kâr paylarının bugünkü değerleri azalarak sifira yaklaşacağına, dolayısıyla hisse senedinin (P_0) değeri üzerindeki etkisi göz ardı edilebilir olacağına göre formülü şu şekilde yazmak yanıltıcı olmayabilir.

$$P_0 = \frac{D_1}{(1+k_1)} + \frac{D_2}{(1+k_1)(1+k_2)} + \dots + \frac{D_n}{(1+k_1)(1+k_2)\dots(1+k_n)} + \frac{\frac{D_n}{k'}}{(1+k_1)(1+k_2)\dots(1+k_n)}$$

Formülde yer alan k' (n) döneminde (∞) a kadar elde edilecek kâr paylarının iskonto edileceği oran ve (D_n) (n) döneminde elde edileceği beklenen hisse başına kâr payı tutandır. Bu hali ile formülün uygulanabilirliği yok gibidir. Formülü uygulanabilir duruma getirmek için her döneme ait iskonto oranlarının geometrik ortalamasını alarak kâr payı gelirlerini bu oranla iskontolamak aynı sonuca ulaştırır. İskonto oranlarının geometrik ortalaması (k_g) aşağıdaki formülle hesaplanır.

$$k_g = \sqrt[n]{(1+k_1)(1+k_2)\dots(1+k_n)} - 1$$

Hisse senedinin bugünkü değerini veren formül ise aşağıdaki gibi yazılabilir.⁴¹

⁴¹ Cevat Sarıkamış, **Sermaye Pazarları**. (İstanbul:Alfa, 1995) s.234

$$P_0 = \frac{D_1}{(1+k_g)} + \frac{D_2}{(1+k_g)^2} + \dots + \frac{D_n}{(1+k_g)^n} + \frac{\frac{D_n}{k'}}{(1+k_g)^n}$$

1.6. Kâr ve kâr payı arasındaki ayırım

Şirketin kazancı hesaplanabilse bile, bu kazancın belirli bir faiz oranı ile kapitalize edilmesi yeterli değildir. Zira, şirketler kazançlarının hepsini kâr payı olarak dağıtmazlar. Kârın her yıl sabit veya değişen bir kısmı kâr payı olarak dağıtılır. Önemli olan hiç şüphesiz yatırımcıların eline geçecek olan varlıklardır. Bu bakımdan şirketin kârını değil, kâr paylarını kapitalize etmek gerekir. Gerçi, teorik olarak, kârla kâr payı ödemelerinin aynı şeyler olduğu gösterilebilir. Yani uzun vadede dağıtılmayan kârlar kâr payı haline gelir. Fakat yatırımcılar, şirketin muhtemel kâr paylarına daha fazla önem verirler. Firma yöneticileri ancak uzunca süre aynı seviyede dağıtabileceği kâr paylarını dağıtma eğilimindedirler. Bu demek değildir ki kâr payları, işletmenin bütün hayatı süresince sabit kalacaktır. Fakat yıllık ve geçici olayların, firmaların kârı üzerinde yapmış olduğu etkiyi firma yöneticileri kâr paylarına yansıtılmaya gayret etmekte ve kâr paylarını daha çok uzun vadeli etkenlere göre belirlemektedirler. Bu bakımdan, firmanın bu yıl dağıtmış olduğu kâr payları şirketin yalnız bu yıl ki kârını değil, aynı zamanda şirketin potansiyel kâr paylarını, yani ileride dağıtması muhtemel kâr paylarını gösterir. Bu sebeple, hisse senedinin fiyatının belirlenmesinde kâr payları nispeten kârlardan daha önemlidir denilebilir.⁴²

Hisse senedinin gerçek değerinin, işletmenin gelecekte sağlayacağı beklenen gelirlerinden hareketle belirlenebileceği görüşü herkesçe kabul görmesine karşılık, gelirlerin niteliği konusunda tam bir birliktelik sağlanamamıştır. Değerlemede gelirlerin mi yoksa dağıtılan kâr paylarının mı ele alınacağı konusunda yapılan tartışmalarda daha çok, kâr paylarının ele alınması gerektiği sonucuna varılmıştır.

⁴² Zeyyat Hatiboğlu. *Özet İşletme Finansmanı*. (İstanbul: Lebib Yalkın, Mart 1999) s.177-178

Hisse senedinin gerçek değerini kâr paylarının kapitalize edilmesiyle bulunabileceğini ileri sürenler, görüşlerini şu şekilde savunmaktadırlar. Sermaye piyasalarında yatırımcılar işletmelerin dönemsel gelirleri yerine ellerine geçecek kâr paylarıyla ilgili olarak karar verirler. Ayrıca bir dönemde yaratılan gelir, geçmiş dönemde yatırıma ayrılmış gelirlere de kaynaklanır. Bu nedenle, dönemsel gelirler kapitalize edildiğinde, bir döneme ait gelirin daha sonraki dönemde de kapitalize edilmesi nedeniyle, hisse senetlerinin gerçek değeri yanlış hesaplanacaktır. Bu nedenlerden dolayı, kâr payı yaklaşımı daha çok benimsenmektedir.⁴³

2. Hisse Senedi Değerlemede Hisse Başına Gelir Yaklaşımı

Bu yöntem ile hisse senedi değerleme, prensip olarak gelecekte ortaya çıkacak dönemsel gelirleri belirli bir iskonto oranı ile iskontolamak olmaktadır. Ancak, kullanılan gelir, dönemsel toplam net gelir olmayıp, ortaklığın kazanç gücünü devam ettirebilmek için gerekli yenileme yatırımlarına yeter fon düşüldükten sonra kalan gelir dilimidir. Ortaklığın yatırım fonundan sonraki toplam geliri alındığında, eğer bu gelir faizlerden önce ise, toplam firma değerine, faizlerden sonra ise, toplam özvarlık değerine ulaşılır.⁴⁴

Hisse başına gelir yaklaşımına göre, bir hisse senedinin teorik değeri, gelecekte hisse başına elde edilecek düzeltilmiş gelirlerin net bugünkü değeridir.

Hisse senedi değerlemede anılan yaklaşıma göre, iskonto edilen gelecekteki gelir akışının sürekli olabilmesi için ilave yatırımlar gerekiyorsa, yıllık gelir, her yıl gereken yatırım tutarı kadar azaltılmalıdır. "Düzeltilmiş gelir" deyimi burada, öngörülen gelir akışının sürmesi için, her yıl bir miktar yatırım yapılması gerekiyorsa, bu yatırım tutarının indirilmesinden sonra kalan yıllık gelir tutarını ifade etmektedir.

⁴³ Nurhan Aydın. *Finansal Yönetim*. (Eskişehir: Birlik, 1995) s.220

⁴⁴ Sankamış. a.g.e. s.227

Bir ortaklığın hisse başına beklenen yıllık gelirleri E_1, E_2, \dots, E_t ve gelir akımının sürekli olabilmesi için her yıl yapılması gerekli ek yatırımın, hisse başına düşen tutarı N_1, N_2, \dots, N_t ise, hisse senedinin cari teorik değeri,

$$P_0 = \frac{E_1 - N_1}{(1+k)^1} + \frac{E_2 - N_2}{(1+k)^2} + \frac{E_3 - N_3}{(1+k)^3} + \dots + \frac{E_t - N_t}{(1+k)^t} + \dots$$

Burada $E_1 - N_1, E_2 - N_2, \dots, E_t - N_t$ düzeltilmiş hisse başına geliri göstermektedir. (k) ise yatırımcı tarafından istenen verim veya kârlılık oranıdır.⁴⁵

İstenen verim oranı, bir menkul kıymeti satın almak veya elinde bulundurmak, veya bir yatırım yapmak için yatırımcının gerekli gördüğü minimum verim oranı olarak tanımlanabilir. Bu tanım yatırımcının fırsat maliyetini de kapsamaktadır. Yatırımcı yatırımı şu koşulda yapacaktır: Şayet yatırdığı para gelecekte beklenen nakit akımlarına nazaran daha az ise, o zaman yatırımcı istenen verim oranından daha yüksek oranda verim sağlayacak demektir ve bu yatırımı yapmaya karar verecektir. Şayet yatırım maliyeti yatırımdan beklenen nakit akımlarına eşit ise, bunun anlamı yatırımcının istenen verim oranına eşit bir verim sağlayacaktır. Bu, yatırım için beklenen en az verim oranı olmaktadır.⁴⁶

Bu yaklaşıma göre, hisse başına geliri aynı olan ve gelecekte de hisse başına gelirleri aynı olması beklenen iki ortaklıktan kârının tümünü dağıtabilen ortaklığın hisse senetlerinin teorik değeri, aynı yıllık kazanç kalıbını sağlayabilmek için yıllık gelirlerinin bir bölümünü bünyede alıkoyarak yatırımlara ayırmak zorunda olan ortaklığa kıyasla daha yüksektir. Örneğin A ve B anonim ortaklıklarının hisse başına gelirleri aynı olup, gelecek dönemlerde de eş tutarda hisse başına gelir elde etmeleri beklenmektedir. Ancak bu hisse başına gelir kalıbına ulaşabilmek için, A ortaklığının ilave bir yatırım yapmasının gerekli olmadığını, dolayısıyla yıllık kazancının tümünü kâr payı olarak dağıtma olanağına sahip olduğunu; buna karşılık B ortaklığının hisse başına aynı gelir kalıbını sağlayabilmesi için hisse başına elde edilen gelirlerin bir

⁴⁵ Akgüç. a.g.e. s. 851

⁴⁶ Türko. a.g.e. s. 59-60

bölümünü ek yatırımlara ayırmak zorunda olduğunu varsayalım. Bu durumda A ortaklığının hisse senetlerinin fiyatı, B'ninkine kıyasla daha yüksek olacaktır.

3. Hisse Senedi Değerlemede Yatırım Fırsatları Yaklaşımı

Hisse senedi değerlemede ortaklığın yatırım fırsatlarını dikkate alan ve E. Solomon tarafından geliştirilmiş model aslında hisse başına gelir yaklaşımının bir çeşitlemesidir. Gerçekten yatırım fırsatları yaklaşımında da bir ortaklığın hisse senedinin değeri, ilgili ortaklığın kazanç gücüne göre hesaplanmaktadır. Hisse başına gelir yaklaşımı, ortaklığın mevcut varlıklarının sağlayacağı gelir ile gelecekte elde edeceği varlıkların sağlayacağı gelir arasında bir ayırım yapmadığı halde, yatırım fırsatları yaklaşımı bu ayırımı getirmektedir.⁴⁷

Kâr payı dağıtım kararlarının bir finansman kararı olarak incelenmesi halinde yatırım kararlarına öncelik tanınır. Bu durumda kâr payı ödemelerine pasif artık gözüyle bakılır.⁴⁸

Söz konusu yaklaşıma göre bir firmanın değeri, iki kaynaktan, daha açık bir deyişle (i) mevcut aktifler (varlıkları) ile, (ii) gelecekteki büyüme fırsatlarından doğar. Mevcut varlıklarının değeri, söz konusu varlıkların yaratacağı beklenen gelirlerin bugünkü değeridir. Gelecekteki yatırım fırsatlarının değeri, kısmen yapılacak yatırımların tutarına kısmen de bu yeni yatırımların faydalı ömürleri boyunca sağlayacakları yatırımların ortakların geleceğin belirsizliğini de karşılayacak şekilde yatırımlarından istedikleri verime eşit olup olmadığına bağlıdır. Eğer yeni yatırımların kârlılığı, yatırımcılarca istenen verime eşit veya ondan daha düşük ise, gelecekteki yatırım fırsatlarının hisse senedi değeri üzerindeki etkisi sıfır ya da negatiftir. Gelecekte yapılacak yatırımlar, ancak sağlayacakları kârlılık, birikim sahiplerince istenen verimi aştığı durumda, ortaklığın hisse senetlerinin değerini artırır.

⁴⁷ Akgüç. a.g.e. s. 852

⁴⁸ Ezra Solomon. *The Theory of Financial Management*. (New York: Columbia University, 1963) s. 140

Yatırım fırsatları yaklaşımına göre, bir ortaklığın hisse senetlerinin değerini şöyle ifade edebiliriz:

$$P_0 = V_1 + V_2$$

V_1 , ortaklığın mevcut varlıklarının gelecekte sağlayacağı kârların(gelirin) hisse başına bugünkü değerini; V_2 , yatırımcılarca istenen verimden daha yüksek kârlılık sağlayan yeni yatırımların hisse başına bugünkü değerini, ifade etmektedir.

Ortaklığın mevcut varlıklarının hisse başına sağlayacağı gelirin (E) sonsuz süreli ve sabit olduğu; yatırımcıların fonlarının alternatif kullanım alanlarında sağlayacağı verimin; başka bir deyişle ortakların yeni yatırımlardan istedikleri kârlılık oranının (k) olduğu, ortaklığın her yıl hisse başına belli bir tutarı (N) yeni yatırım fırsatlarına ayıracağı ve yeni yatırımların sonsuz süreli olarak sağlayacağı yıllık kârlılığın (r), yatırımcıların istedikleri verimden yüksek olduğu varsayımlarına göre, bir ortaklığın hisse senedinin teorik değerini şöyle yazabiliriz:

$$P_0 = \frac{E}{k} + \frac{N}{k} * \frac{(r-k)}{k}$$

Formülde, E/k , mevcut varlıkların sağlayacağı kârların (sağlanacak yıllık kârın sonsuz süreli ve sabit olacağı varsayımına göre) hisse başına bugünkü değerini göstermektedir. Başka bir deyişle V_1 değerine eşittir.

$\frac{N}{k} * \frac{(r-k)}{k}$ gelecekteki yatırım fırsatlarının pay başına bugünkü değerini, ($r > k$ koşuluyla) göstermektedir. Bu denklem V_2 değerini göstermekte olduğundan, bir ortaklığın hisse senedinin değerini (P_0) belirleyen etmenler yine ortaklığın mevcut varlıklarının kârlılığı ile gelecekteki yatırım fırsatlarının kârlılığı olmaktadır. Gelecekteki yatırım fırsatlarının kârlılığı da, her yıl ortaklık kârından yeni yatırımlara

ayrılacak kısma, yeni yatırımların, yatırımcıların istedikleri verim (k) üzerinden sağlayacağı yüksek kârlılığa ($r-k>0$) ve bu tür yatırımların fırsatlarının sürekliliğine bağlıdır.⁴⁹ Modele göre piyasa değerini maksimum yapacak kâr payı dağıtım oranının, $r>k$ ve $k>r$ olması haline sıfıra eşit olması gerekmekte, $r = k$ olması halinde kâr payı dağıtım oranının piyasa değerini etkilememektedir. Ancak firmanın yatırım verimliliği ile büyüme hızı arasındaki ilişki piyasa değerini belirleyecektir.⁵⁰

Yatırım fırsatları yaklaşımı, firmaların yeni yatırımlarla büyümesini de dikkate aldığından, kâr payı yaklaşımına kıyasla daha dinamik bir model olarak nitelendirilmektedir.

4. İlişkizlik Teorisi

Bu teoriyi ileri süren Merton Miller ve Franco Modigliani kâr dağıtım politikasının bir firmanın ne hisse senedi değerine, ne de sermaye maliyetine etkisi olmayacağını iddia etmektedir. Onlara göre firmanın piyasa değerini, işletme riski ile temel kazanma gücü belirlemektedir. Başka bir anlatımla bir hisse senedinin değeri, firmanın aktiflerinden sağladığı kâra bağlıdır. Hisse senedinin değeri, kârın kâr payı ve dağıtılmayan kâr (yani büyüme) arasında bölüştürülmesinden tamamen bağımsızdır yani bu bölüştürmeden etkilenmez.⁵¹

Teorinin dayandığı varsayımlar şunlardır:

- Firmanın bir yatırım politikası vardır ve bu politikanın değişmesi söz konusu değildir.⁵²

⁴⁹ Akgüç. a.g.e. s.851 – 855

⁵⁰ Eugene M. Lerner, Williard T. Carleton. *A Theory of Financial Analysis*. (New York: Harcourt, Brace&World, 1966) s: 120

⁵¹ Türko. a.g.e s.527

⁵² Sarıkamış. a.g.e. s.237

- Sermaye piyasası etkindir; başka bir deyişle bu piyasada tam rekabet koşulları egemendir. Piyasada gerek alıcılar, gerek satıcılar, menkul kıymetlerin fiyatını etkilemeyecek ölçüde küçük alım – satım işlemleri yaparlar. Hisse senetleri ile ilgili tüm bilgiler, tüm yatırımcılara anında karşılıksız aktarılmakta, yatırımcılara herhangi bir gidere katlanmadan tüm finansal bilgileri edinebilmektedirler. Piyasadaki işlemler ücretsiz olarak gerçekleştirilmektedir. Başka bir deyişle Miller – Modigliani modelinde, mali araçlara ödenen komisyonlar, vergiler, diğer işlem giderleri dikkate alınmamış, bunlar yok varsayılmıştır.
- Yatırımcılar daima rasyonel davranış içinde olup, daha çok serveti daha az servete yeğlemektedirler. Servet, ister kâr paylarından, ister değer artışından (sermaye kazancından) oluşsun yatırımcılar için eşdeğerdedir. Daha teknik bir deyimle yatırımcılar, kâr payı veya değer artışı seçiminde kayıtsızdırlar.
- Yatırımcılar, hisse senetlerinin gelecekte sağlayabilecekleri kâr payının kesinlikle tahmin edebilmektedirler. Şirketlerin gelecekteki yatırımları ve kârları konusunda belirsizlik yoktur.
- Şirketler eş risk kümelerinde toplanabilmekte, aynı kümeye giren şirketlerin hisse senetlerinin değerlendirilmesinde kullanılacak kapitalizasyon oranı (k) eşit olup bu oran zaman içinde değişmemektedir.⁵³

Bu varsayımların, tümüyle geçerli varsayımlar olduğunu kabul etmek imkansızdır. Nitekim, gerek firmalar gerekse yatırımcılar vergi ödemek zorundadırlar. İşlemler masrafa tabii olduğu gibi, menkul kıymet ihraçlarının da bir maliyeti vardır. Yöneticiler, firmanın geleceği konusunda firmanın dışındaki yatırımcılardan daha çok ve ayrıntılı bilgiye sahiptirler. İhraç ve işlem maliyetleri, özsermaye maliyetinin kâr dağıtım politikası tarafından etkilenmesine neden olmaktadır.⁵⁴

⁵³ Akgüç. a.g.e. s.858

⁵⁴ Türko. a.g.e. s.528

ANADOLU İÇİŞİLERİ
MÜDÜRLÜĞÜ

Yukardaki varsayımlar altında, Miller – Modigliani ikilisine göre, şirketlerin kâr dağıtım politikalarının, hisse senetlerinin değeri üzerinde hiç bir etkisi yoktur. Yatırımcılar, firmanın elde ettiği kârın otofinansmanda kullanılması veya kâr payı şeklinde dağıtılması seçenekleri karşısında kayıtsızdırlar. Hisse senedi değerini belirleyen en önemli etken, değişken hisse senedi başına elde edilen gelir olup, tam rekabet koşullarının egemen olduğu sermaye piyasalarında cari kâr payının, hisse senedi değeri üzerine etkisi yoktur.⁵⁵

Bir hisse senedinin verimi;

$$k = \frac{D_{t+1} + P_{t+1} - P_t}{P_t} \text{ dir.}$$

D_{t+1} , hisse senedine t+1 döneminde ödenen kâr payı,

P_t , t dönemi başında hisse senedinin fiyatı,

P_{t+1} , t+1 döneminde hisse senedinin fiyatı,

t döneminde hisse senedinin fiyatı, şu şekilde yazılabilir:

$$P_t = \frac{1}{(1+k)} (D_{t+1} + P_{t+1})$$

Eş risk kategorisine giren şirketlerden birinin hisse senedinin verim veya kârlılık oranı herhangi bir nedenle diğerine kıyasla daha düşükse, bu durumun uzun süre devam etmesine olanak yoktur. Yatırımcılar, düşük verimli hisse senedini satın, yerine verimi yüksek hisse senedini satın alacaklardır. Sermaye piyasalarında arbitraj yapmak olanağı, kârlılığı (verimi) görece olarak düşük hisse senetlerinin fiyatlarını aşağı doğru çekecek; buna karşılık kârlılığı daha yüksek olan hisse senetlerinin fiyatlarını yükseltecek ve sonunda söz konusu hisse senetlerinin kârlılığı eşit olunca, piyasada denge sağlanacaktır. Eş risk kategorisine giren ve hisse başına beklenen kazançları aynı olan

⁵⁵ Merton Miller, Franco Modigliani. Cost of Capital. Corporation Finance and The Theory of Investment. **American Economic Review**. XLVIII, (June 1958), s. 261 - 297

şirketlerin hisse senetlerinin değerlerinin birbirinden farklı olmasına uzun sürede olanak yoktur.

Miller – Modigliani ikilisine göre, yeni yatırımların finansmanı için firma dışından yabancı kaynak sağlansa dahi, bunun hisse senedi üzerinde bir etkisi yoktur. Bu sav şöyle kanıtlanabilir:

t döneminde şirketin değeri (V), hisse senedi sayısı (n) ile hisse senedi değerinin (P_t) çarpımına eşittir.

$$V_t = nP_t$$

P_t , formüldeki yerine konursa,

$$V_t = \frac{1}{(1+k)}(nD_{t+1} + nP_{t+1}) \quad \text{eşitliği elde edilir.}$$

Firmanın, m adet yeni hisse senedi çıkararak bunları P_{t+1} , fiyatı üzerinden satarak yeni yatırımlarını finanse ettiğini varsayalım. Bu durumda, $nP_{t+1} = (n+m)P_{t+1} - mP_{t+1}$ olacaktır. Firmanın t dönemdeki değeri ise,

$$nP_t = \frac{1}{(1+k)}(nD_{t+1} + (n+m)P_{t+1} - mP_{t+1})$$

mP_{t+1} değeri ise, yeni yatırım tutarının (I), dağıtılmamış kârlarla finanse edilemeyen bölümüne eşittir. Firmanın t+1 döneminde kârını E_{t+1} sembolü ile gösterirsek, dağıtılmayan kârlar tutarı $E_{t+1} - nD_{t+1}$ dir.

$$mP_{t+1} = I - (E_{t+1} - nD_{t+1})$$

Bu durumda formülü şu şekilde yeniden yazabiliriz:

$$V_t = nP_t = \frac{1}{1+k} \{(n+m)P_{t+1} - I + E_{t+1}\}$$

Görülüyor ki, şirketin değerini belirleyen, eşitliğin sağ tarafında yer alan değişkenler, dağıtılan kâr payı ile bağımlı değildir. Buradan Miller – Modigliani ikilisi, firmanın değerinin, dolayısıyla hisse senedi değerinin, kâr dağıtım politikasından bağımsız olduğu sonucuna varmaktadır.⁵⁶ Bundan da tüm sermaye maliyeti gibi, piyasa değerinin de sabit kalacağı sonucu çıkar.⁵⁷

Miller – Modigliani modeline göre, firma değerini belirleyen en önemli değişken kâr miktarı olup, cari dönemde dağıtılan kâr paylarının piyasada firma değeri üzerinde bir etkisi yoktur. Çünkü kâr payı dağıtımı ile artan firma değeri, bu dağıtımın gerektirdiği kaynakların borçlanma yoluyla veya özkaynaklardan finansmanı sonucu yeniden eski seviyesine düşer. Hisse fiyatını esas etkileyen olay firmanın elde edeceği nakit sermaye kazançlarıdır.⁵⁸ Yatırım politikası belirlendikten sonra kâr payı oranı hisse senedi değerini etkilemez ancak yüksek kâr payının yaratacağı iyimser tahmine dayalı olarak hisse senedinin değeri istisnai olarak artabilir.

Miller – Modigliani, bu toerilerini sayısal bazı analizlerle desteklemeye çalışmışlardır. Bu amaçla, 1954 – 1957 yılları arasında elektrik üretimi yapan 63 şirket üzerinde, şirketlerin sermaye maliyetlerini hesaplamaya yönelik bir model oluşturmuşlardır. Miller – Modigliani'ye göre, yatırımcılar için önemli olan toplam kazançtır ve buna bağlı olarak şirket kazancının, kâr payı olarak dağıtılması veya yeni yatırımlara yönlendirilmesi yatırımcıları ilgilendirmez. Dolayısıyla yatırımcılar, kâr payı dağıtımına karşı duyarsızdırlar. Kâr payı, sadece gelecek yıllarda elde edilecek kazançlar açısından gösterge niteliği taşıyabilirler. Analistler, cari yıldaki kâr payı dağıtımını tutarını gelecek yıl kazançları açısından bir tahmin kriteri olarak gördükleri için, kâr payı dağıtımıyla hisse senedi fiyatları arasındaki regresyon katsayısının pozitif

⁵⁶ Akgüç, a.g.e. s. 858 - 860

⁵⁷ Ali Sait Yüksel, **Parabulma ve Yatırım**. (İstanbul: Fatih, 1977) s.72

⁵⁸ Alexander A. Robichek, Stewart C. Myers, **Optimal Financial Decisions**. (New Jersey: Prentice – Hall, 1965) s.54

olduğunu ileri sürmüşlerdir. Miller – Modigliani de yaptıkları çalışmada hisse senedi değeriyle kâr payı dağıtım arasında pozitif bir korelasyon olduğu sonucuna varmışlardır.

Ancak işletmenin büyüklüğü, imtiyazlı hisse senedi oranı, cari kâr payları ve büyüme oranı kriterleriyle oluşturdukları verileri kullandıklarında hisse senedi değeriyle kâr payı dağıtım arasında negatif bir ilişki olduğu ortaya çıkmıştır. Miller – Modigliani daha önceki çalışmalarda elde edilen pozitif ilişkinin, kâr payı ödemelerinin bilgi verme niteliğinden kaynaklandığını öne sürmüşlerdir.⁵⁹

⁵⁹ Merton Miller, Franco Modigliani. "Some Estimates of Cost of Capital to the Electric Utility Industry 1954 – 1957". *American Economic Review*. LVI, (June 1966), s.333 - 391

DÖRDÜNCÜ BÖLÜM

KÂR PAYI DAĞITIM KARAR VE POLİTİKALARININ HİSSE SENEDİ FİYATLARI ÜZERİNDEKİ ETKİSİNİ ARAŞTIRAN DENEYSEL ÇALIŞMALAR

Bu konuda yapılan çalışmalar, hisse senetlerinin fiyatlarında meydana gelen değişmelerin nedenlerini ortaya koymayı amaçlamaktadır. Şirketin amacı, değerini dolayısıyla ortakların servetini maksimize etmek olduğuna göre kâr payı dağıtımının, hisse senedi değerleri üzerindeki etkisini bilmek ve kâr payı dağıtım politikasını bir araç olarak kullanmak mümkün olabilecektir.⁶⁰

Yapılan çalışmaların bazılarında, farklı ülkelerdeki menkul kıymetler borsalarında, kâr payı dağıtım kararlarının, hisse senetleri fiyatları üzerindeki etkisi araştırılmıştır. Bazı çalışmalarda ise, hisse senedi fiyatını etkileyebilecek kâr payı, dağıtılmamış kârlar, büyüme oranı gibi değişkenler ele alınarak çoklu regresyon metodu ile model oluşturulmuştur.

1. Türkiye’de Yapılan Çalışmalar

Arzu Türksöy Özoğuz, 1996 yılında yaptığı çalışmada, 1989 – 1993 yılları arasında, kâr payı dağıtım duyurularının, hisse senedi fiyatları üzerindeki etkisini araştırmıştır. Bu amaçla, kâr payı dağıtım duyurularının yapıldığı tarihten 10 gün önceki ve 10 gün sonraki fiyat hareketlerini, farklı büyüklükteki veri setlerini kullanarak incelemiştir.

⁶⁰ Metin Türko. *Değerleme Açısından Kâr Dağıtım Politikası*. (Erzurum: Atatürk Üniv., Yayın No: 630, 1985) s.7

Sonuçta kâr payı dağıtım duyurularının, hisse senedi fiyatları üzerinde, duyurunun yapıldığı tarihte, bir etkisi olmadığı ortaya koyulmuştur.⁶¹

Doğan Kutukız, 1991 – 1996 yılları arasında İMKB’de işlem gören 30 hisse senedi üzerinde yaptığı çalışmada, şirketlerin kâr payı dağıtım kararları ile hisse senedi fiyatları arasındaki ilişkiyi araştırmıştır. Bir önceki yılın hisse senedi fiyatını, hisse başına düşen kârı, hisse başına dağıtılan kârı, hisse başına dağıtılmayan kârı, hisse senedinin özsermayeye göre değerini ve hisse senedinin sağladığı toplam verimi bağımsız değişken olarak, hisse senetlerinde ki fiyat değişimini ise bağımlı değişken olarak belirleyerek çoklu bir regresyon modeli kurmuştur.

Sonuçta hisse senedinin fiyatı üzerinde en etkili değişkenin, hem cari hem de önceki yılda hisse başına düşen kâr payı olduğu ortaya çıkmıştır. Hisse senedi fiyatlarıyla kâr payları arasında güçlü ve kararlı bir ilişki ortaya konmuştur.⁶²

Kürşat Aydoğan ve Gülnur Muradoğlu 1988 – 1993 yıllarını kapsayan çalışmalarında, kâr payı dağıtım duyurularının hisse senedi fiyatlarında anomalilere yol açıp açmadığını piyasa koşullarını temel alarak araştırmışlardır. Bu amaçla, ilgili yıllarda gerçekleşen 109 kâr payı dağıtım duyurusunu veri olarak almışlardır. Araştırmalarında 1988 – 1990 ve 1991 – 1993 dönemlerini hem ayrı olarak hem de birleştirerek incelemişlerdir. 1988 – 1990 döneminin, işlem hacminin düşüklüğü ve piyasa kurallarının tam belirlenmemiş olmasıyla 1991 – 1993 döneminden farklılık gösterdiğini ileri sürmüşlerdir.

Aydoğan ve Muradoğlu, kâr paysız tarihi $t=0$ olarak belirlemişler ve $t=+30$ ve $t=-30$ günlerini içeren 2 aylık bir periyodu incelemişlerdir. 1988 – 1993 döneminde kâr payı dağıtım tarihi yaklaştıkça, fiyat anomalilerinin arttığını tespit etmişlerdir. 1988 – 1990 döneminde de aynı sonuca ulaşmışlardır. Ancak 1991 – 1993 döneminde yaptıkları

⁶¹ Arzu Türksoy Özoğuz. “Stock Dividend Announcements and Stock Returns: An Empirical Analysis.” (MBA Thesis, Koç University The Graduate School of Business, 1996)

⁶² Doğan Kutukız. “Finansal Açıdan Anonim Şirketlerde Kâr Payı Dağıtım Politikası ve Türkiye Uygulaması.” (Yayınlanmamış Doktora Tezi, İnönü Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, 1997)

incelemede fiyat anomalisine rastlanmamıştır. Sonuçta piyasa koşullarının hisse senedi fiyatlarında anomaliler oluşmasında etkili olduğu ortaya çıkmıştır.⁶³

Mehmet Fatih Tatari, 1999 yılında yaptığı çalışmada, kâr payı ödeme şekillerinin, hisse senedi fiyatları üzerindeki etkisini araştırmıştır. Bu amaçla nakit ve hisse senedi şeklindeki kâr paylarının hisse senedi fiyatları üzerindeki etkilerini ayrı ayrı incelemiştir.

Kâr payı dağıtım duyurusunun yapıldığı günü $t = 0$ kabul ederek, $t = -40$ ve $t = 40$ günlerindeki fiyatları ve ortalama hisse senedi getirilerini veri olarak kullanmıştır.

Sonuçta, nakit kâr payı dağıtım duyurularının hisse senetleri fiyatları üzerinde etkili olduğu ortaya çıkmıştır. Ancak hisse senedi şeklindeki kâr paylarının yatırımcılarının servetinde bir artışa neden olmadığı için hiç bir etkisi olmadığını ileri sürmüştür.⁶⁴

2. Yurtdışında Yapılan Çalışmalar

1953 yılında New York dışındaki 25 bankaya ait hisse senetleri üzerinde çalışma yapan Durand, hisse başına kâr, hisse senedinin defter değeri ve hisse başına kâr payı tutarını bağımsız değişken olarak kullanmıştır.

Yapılan araştırma üssel bir değerlendirme modeline dayandırılmış, denklem 10 tabanlı logaritma yoluyla doğrusal hale getirilmiştir. Denkleme kâr payı ödeme oranı ilave edilip bu değişkenin hisse senedi fiyatlarındaki değişimi hangi ölçüde açıkladığı araştırılmıştır.

⁶³ Kürşat Aydoğan, Gülnur Muradoğlu. "Do Markets Learn From Experience? Price Reaction to Stock Dividends in the Turkish Market". *Applied Financial Economics*. 8:1, (February 1998) s. 41 – 49

⁶⁴ M. Fatih Tatari. "Analysis of Cash vs. Stock Dividend Announcements' Effect On Stock Prices In the İstanbul Stock Exchange" (Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, Marmara Ü. SBE, 1999)

Sonuçta kâr payı dağıtım oranı ile hisse senedi değeri arasında yakın bir ilişki olduğu, ayrıca kâr payı dağıtım oranının hisse senedi fiyatına bağlı olarak sermaye maliyetini de etkilediği belirlenmiştir.⁶⁵

Fisher, 1949 – 1957 yılları arasında yaptığı çalışmada; son açıklanan hisse başına kâr payı değerini, son açıklanan hisse başına dağıtılmamış kârı, hisse başına kâr payının geçmiş dönem ortalama büyüme katsayısını ve firma büyüklüğünü bağımsız değişken, hisse senedi fiyatlarını ise bağımlı değişken kabul ederek bir çoklu regresyon modeli kurmuştur. Analiz için 5 farklı sektörden değişik şirketlere ait hisse senetlerini seçmiş ve bu seçimde iki farklı yöntem kullanmıştır.

Bu yöntemlerden ilkinde hisse senetleri, aynı sektörlerde çalışan şirketlerin hisse senetlerinden seçilmiş ve geniş bir pazar payına sahip olmayan firmaların hisse senetleri elenmiştir. Diğer yöntemde ise sektör farkı gözetilmeksizin en aktif hisse senetleri seçilmiştir. Her iki yöntemle seçilmiş hisse senetleri analize tabi tutulmuştur. Sonuçta, regresyon katsayılarının istikrarlı bir trend izlediği ve kâr paylarının, hisse senedi fiyatlarında ki değişimi açıklamada en etkili değişken olduğu belirlenmiştir.⁶⁶

Friend ve Puckett, çalışmalarında 1956 – 1958 yıllarında 5 farklı sektörden 110 şirketin hisse senetlerini incelemişlerdir. Bu sektörler; kimya, elektronik, elektrik, gıda ve çeliktir. Hisse senedi fiyatları, dağıtılmayan kârlar ve ödenen kâr payları arasındaki ilişkiyi açıklamak için basit doğrusal bir regresyon modeli kurmuşlardır.

Sonuçta gelişme potansiyeline sahip endüstrilerde dağıtılmamış kâr tutarlarının, gelişmiş endüstrilerde ise ödenen kâr paylarının hisse senedi fiyatları üzerinde etkili olduğu ortaya koyulmuştur.⁶⁷

Watts, 1973 yılında yaptığı çalışmada; kâr paylarının şirketlerin gelecek yıllardaki gelirleri hakkında bilgi verdiğine dair görüşü test etmiştir. Araştırma cari kâr

⁶⁵ David Durand. "The Cost of Capital Corporation Finance and Theory of Investment Comment". *American Economic Review*. IL, (September 1959), s. 636 – 654

⁶⁶ G.R.Fisher. "Some Factors Influencing Share Prices." *Economic Journal*. 71. 1961. s. 121 – 141

⁶⁷ Irwin Friend, Marshall Puckett. "Dividends and Stock Prices". *American Economic Review*. LIX, (September 1964), s. 656 – 682

paylarıyla, gelecek yıllardaki kâr payları arasında pozitif ancak zayıf bir ilişki olduğu ortaya çıkmıştır. Watts, aynı çalışmasında kâr paylarındaki beklenmeyen değişimlerle hisse senedi fiyatları arasındaki ilişkiyi de test etmiştir.

Sonuçta, kâr payı ödemelerinin bilgi verme niteliğinin çok düşük bir düzeyde olduğu söylenmiştir.⁶⁸

Pettit, 1976 yılında yaptığı çalışmada Watts'ın çalışmasının metod açısından hatalar içerdiğini ileri sürerek, farklı bir metodla çalışmayı tekrarlamıştır. Sonuçta cari kâr paylarıyla, gelecek yıllardaki kâr payları arasında düşük düzeyli pozitif bir ilişki olduğu sonucunu tekrarlamıştır. Ancak kâr paylarında beklenmeyen değişimler olan şirketlerin, dağıttıkları kâr paylarının bilgi taşıma özelliği olduğu ortaya çıkmıştır.⁶⁹

Brown ve Walter, 1973 – 1985 yılları arasında yaptığı çalışmada, kâr paysız tarihte meydana gelen hisse senedi fiyat düşüşünün hangi oranda gerçekleştiğini araştırmışlardır. Teorik olarak bu düşüşün kâr payı tutarı kadar gerçekleşmesi gerektiğini söylemişlerdir.

Sonuçta, kâr paysız tarihte, hisse senetlerinde meydana gelen düşüşün kâr payı tutarının yaklaşık olarak %80'i kadar olduğu ortaya çıkmış, bundan yola çıkarak yatırımcıların kâr paylarına karşı duyarlı olduğunu ileri sürmüşlerdir. Araştırmacılar vergi oranlarındaki değişikliklerin bu duyarlılığı değiştirebileceğini söylemişlerdir.⁷⁰

Sarig ve Yosef, Wall Street'de yaptıkları 1984 ve 1985 yıllarını kapsayan çalışmalarında, kâr payı dağıtım tutarlarında beklenmeyen değişiklikler olması halinde hisse senedi fiyatlarının bundan nasıl etkilendiğini araştırmışlardır. Bu amaçla 69 şirket tarafından yapılan 226 kâr payı dağıtım duyurusunu incelemişlerdir.

⁶⁸ Ross Watts. "The Information Content of Dividends". *Journal of Business*. 46:4 (April 1973)s.191-211

⁶⁹ R.Richardson Pettit. "The Impact of Dividend and Earning Announcements : A Reconciliation" *Journal of Business*. 49:1 (January 1976) s. 86 - 96

⁷⁰ Philip Brown, Terry Walter. "Ex-Dividend Day Behaviour of Australian Share Prices." *Australian Journal of Management*. 11, (December 1986), s. 139 - 152

Sonuçta, dağıtılacak kâr payı tutarlarında beklenmeyen değişiklikler olmasının, hisse senedi fiyatlarında anomalilere yol açtığı ortaya çıkmıştır. Bu durumun, kâr paylarının bilgi taşıma özelliğinden kaynaklandığı ileri sürülmüştür.⁷¹

Allen ve Rachim, Avustralya’da yaptıkları, 1972 – 1985 yıllarını kapsayan çalışmalarında, kâr payı dağıtım politikası ve oranıyla, hisse senedi fiyatının volatilitesi arasında bir ilişki olup olmadığını, firma büyüklüğü, firma gelirlerinin volatilitesi ve firmanın büyüme oranı ışığında, çapraz regression yöntemiyle araştırmışlardır.

Sonuçta, kâr payı ödeme oranı ile hisse senedi fiyatının volatilitesi arasında negatif anlamlı bir ilişki olduğu ortaya konmuştur. Firma büyüklüğü ve firmanın alacak tutarının da bu ilişki üzerinde etkili olduğunu söylemişlerdir.⁷²

Espitia ve Ruiz, Madrid Menkul Kıymetler Borsası’nda yaptıkları, 1980 – 1992 yıllarını kapsayan çalışmalarında, kâr paysız tarihte hisse senetlerinde meydana gelen düşüşün, kâr payı tutarı kadar olup olmadığını araştırmışlardır. Bu amaçla, kâr paysız tarihte hisse senedi fiyatlarında meydana gelen düşüşün hisse senedi fiyatına oranını ve dağıtılan kâr payı tutarının hisse senedi fiyatına oranını hesaplamışlardır. Bu iki oranı veri olarak kullanmışlardır.

Sonuçta, Madrid Menkul Kıymetler Borsası’nda işlem gören hisse senetlerinde, kâr paysız tarihte meydana gelen düşüşün, dağıtılan kâr payı tutarından daha düşük olduğu ortaya konmuştur. Bu sonuçla, yatırımcıların kâr payı dağıtımlarına karşı duyarlı olduğu söylenmiştir.⁷³

Dhatt ve Yong 1997 yılında Güney Kore Menkul Kıymetler Borsası’nda 1977 – 1991 yıllarını kapsayan çalışmalarında, kâr payı dağıtımlarının hisse senedi fiyatları üzerindeki etkisini incelemişlerdir. Yaptıkları çalışmayı 1987 öncesi ve sonrası olarak

⁷¹ Sasson Bar-Yosef, Oded H. Sarig. “Dividend Surprises Inferred from Option and Stock Prices.” *The Journal of Finance*, 48, (1992) s. 1623 – 1640

⁷² Dave E. Allen, Veronica S. Rachim. “Dividend policy and stock price volatility: Australian evidence” *Applied Financial Economics*, 6, (1996) s. 175 - 188

⁷³ Manuel Espitia, Francisco-Javier Ruiz. “Ex-dividend day stock price falls on the Spanish stock market” *Applied Financial Economics*, 7, (1997) s. 481 – 492

iki bölümde değerlendirmişlerdir. Bunun sebebi olarak, 1987 yılında Güney Kore’de yürürlüğe giren ticaret kanunu sonrasında şirketlerin yüksek miktarlarda kâr payı dağıtmasını gerekçe göstermişlerdir. Yeni ticaret kanunuyla beraber şirketler 1987 yılı öncesine oranla yaklaşık olarak 10 kat daha fazla kâr payı dağıtmışlardır.

Sonuçta, şirketlerin daha yüksek kâr payı dağıtma hakkını kazanmalarıyla birlikte, 1987 yılı sonrasında, hisse senedi fiyatları genel düzeyinde büyük bir artış görüldüğü söylenmiştir. Ayrıca 1987 yılı sonrasındaki dönemde yapılan kâr payı dağıtım duyurularının hisse senedi fiyatlarında anomalilere yol açtığı ortaya konmuştur.⁷⁴

Travlos, Papaioannaou ve Tsangarakis, Atina Menkul Kıymetler Borsasında 1981 – 1994 yılları arasında yaptıkları çalışmada, hisse senetlerinin kâr payı dağıtım duyurularının yapıldığı ve kâr paysız tarihlerde hisse başı gelir, hisse başı kâr payı ve hisse senetlerinin işlem hacimlerinde meydana gelen değişimleri incelemişlerdir.

Sonuçta, kâr payı dağıtım duyurularının, duyurunun yapıldığı tarihte hisse senedi fiyatları üzerinde etkili olmadığı, ancak kâr paysız tarih yaklaştıkça bu etkinin arttığı ve işlem hacimlerinde artış olduğu tespit edilmiştir. Dolayısıyla yatırımcıların, kâr paylarına ilgi duyduğu ortaya çıkmıştır.⁷⁵

Ackert ve Hunter, Standart&Poor’s Endeksinde 1900 – 1998 yıllarını kapsayan araştırmalarında, yönetici davranışlarının kâr payı dağıtım kararlarındaki etkisini ve bu etkinin hisse senedi fiyatları üzerinde nasıl bir değişime yol açtığını araştırmışlardır.

Sonuçta, kâr payı dağıtım kararlarıyla hisse senedi fiyatı arasında doğrusal olmayan bir ilişki olduğunu belirlemişlerdir. İlişkinin doğrusal olmamasının tamamen yönetici davranışlarından kaynaklandığını ileri sürmüşlerdir.⁷⁶

⁷⁴Manjeet S. Dhatt, Kim Yong. “The Role of Stock Dividends in Korea” **Global Finance Journal**. 8, (1997) s. 295 - 309

⁷⁵ George Papaioannaou, Nickolaos Travlos, Nickolaos Tsangarakis. “Valuation Effects of Greek Stock Dividend Distributions”. **European Financial Management**. 6:4, (2000) s. 515 - 531

⁷⁶ Lucy F. Ackert, William C. Hunter. “An Empirical Examination of the Price-Dividend Relation with Dividend Management.” **Federal Reserve Bank of Chicago**. (2000)

Romon, 1991 ve 1995 arasındaki yılları kapsayan çalışmasında, Paris menkul kıymetler borsasında, 5 yıl boyunca nakit kâr payı dağıtan hisse senetlerini ele almıştır. Düzenli olarak kâr payı dağıtan şirketlerin yaptığı kâr payı dağıtım duyuruları ve uyguladıkları kâr payı dağıtım politikalarının, hisse senedi fiyatları üzerindeki etkisini regresyon metodu ile model oluşturarak araştırmıştır.

Sonuçta kâr payı dağıtım kararlarının, hisse senedi fiyatları üzerindeki etkisinin oldukça sınırlı olduğu ortaya çıkmıştır. Ancak kâr payı dağıtım politikalarını değiştiren şirketlerin hisse senetlerinde, kâr payı dağıtım tarihi yaklaştıkça fiyat anomalilerinin arttığı sonucuna varılmıştır.⁷⁷

Milonas ve Travlos, Atina Menkul Kıymetler Borsasında yaptıkları çalışmalarında, kâr payı dağıtım duyurularının, hisse senedi fiyatları üzerindeki etkisini ve kâr paysız tarihte hisse senetlerinde meydana gelen fiyat hareketlerini araştırmışlardır. 1994 ve 1999 tarihleri arasındaki zaman dilimini kapsayan çalışmada sadece nakit kâr payı dağıtan şirketlerin hisse senetleri araştırmaya konu edilmiştir. Araştırmada kâr paysız tarihten 6 gün önceki ve 5 gün sonraki fiyat hareketlerini regresyon metoduyla model oluşturarak incelemişlerdir.

Sonuçta; düşünülenin aksine, Atina Menkul Kıymetler borsasında, kâr paysız tarihte hisse senetlerinde meydana gelen fiyat düşüşünün, kâr payı miktarı kadar değil, kâr payı miktarından daha az olduğu ortaya çıkmıştır. Atina Menkul Kıymetler Borsasında işlem yapan yatırımcıların nakit kâr paylarını olumlu karşıladıkları ortaya çıkmıştır. Bunun nedeni olarak, Atina Menkul Kıymetler Borsasında kâr paylarının vergiden muaf olması gösterilmiştir. Milonas ve Travlos, kâr payı dağıtım duyurularının etkisinin, kâr paysız tarih yaklaştıkça arttığı sonucuna ulaşmışlardır. Bu sonuç, Travlos, Papaioannaou ve Tsangarakis elde ettikleri sonuçla da tutarlıdır.⁷⁸

⁷⁷ Frédéric Romon. "Contribution of Dividend Policy Stability to the Measurement of Dividend Announcement and Ex-Dividend Effects on the French Market." <http://papers.ssrn.com/sol3/delivery.cfm/000623305.pdf?abstractid=234149>.

⁷⁸ Nikolaos T. Milonas, Nickolaos G. Travlos. "The Ex-dividend Day Stock Price Behavior in the Athens Stock Exchange." http://papers.ssrn.com/sol3/delivery.cfm/SSRN_ID274080_code010618600.pdf?abstractid=274080 (2001)

Milonas ve Travlos Atina Menkul Kıymetler Borsasında yaptıkları çalışmayı, Shanghai ve Shenzhen Menkul Kıymet Borsalarının 1991 yılında birleşmeleriyle oluşan Çin Menkul Kıymetler Borsasında, Ocak 1996 – Aralık 1998 tarihleri arasını inceleyerek tekrarlamışlardır. Ancak bu çalışmalarında, kâr paylarında vergilendirmenin, yatırımcıların kâr paylarına talebi üzerindeki etkisini de eklemişlerdir. Çin Menkul Kıymetler Borsasını seçmelerinin esas nedeninin, bu borsada işlem gören hisse senetlerinin dağıttıkları kâr paylarının, birbirlerinden çok farklı oranlarla vergilendirilmesi olduğunu söylemişlerdir. Çin Menkul Kıymetler Borsasında kâr paylarına uygulanan vergi oranları %20 ile %0 arasında değişmektedir.

Sonuçta; değişik vergi oranlarının yatırımcıların kâr paylarına olan ilgisi üzerinde önemli bir etki yapmadığı tespit edilmiştir. Vergi uygulanmayan hisse senetlerinin fiyatlarının, kâr paysız tarihte kâr payı tutarı kadar, değişik oranlarda vergi uygulanan hisse senetlerinin fiyatlarının ise vergi tutarı düşüldükten sonra ki tutar kadar düştüğü tespit edilmiştir. Dolayısıyla hisse senetlerinin dağıttıkları kâr paylarına uygulanan vergi oranlarının, hisse senetlerinin fiyatları üzerinde hiç bir etkisi olmadığı sonucuna varılmıştır.⁷⁹

Yapılan çalışmalarda, farklı yöntemler kullanılmıştır. Ancak temel olarak iki ana sonuca ulaşılmıştır. Bu sonuçlardan ilki, kâr paylarının hisse senedi fiyatlarındaki değişimleri açıklamada kullanabilecek en güçlü değişken olduğudur. Elde edilen diğer sonuç ise kâr payı dağıtım karar veya politikasının hisse senedi fiyatları üzerinde hiç bir etkisi olmadığıdır. Aynı hedefe yönelik olarak yapılan çalışmalarda farklı sonuçların elde edilmesinin değişik sebepleri olabilir. Bu sebeplerden başlıcaları, araştırmaların farklı etkinlik derecesine sahip piyasalarda ve farklı yöntemlerle yapılmış olmasıdır. Ayrıca kâr paylarının vergilendirilmesi konusunda değişik ülkelerdeki kanunlar da sonuçların tutarlı olmamasının nedenlerinden biridir.

Hisse senedi fiyatları üzerinde etkili olan unsurların araştırıldığı çalışmalarda genellikle kâr paylarının çok etkili olduğu sonucuna varılmıştır. Ancak kâr paylarının

⁷⁹ Nikolaos Milonas, Nickolaos Travlos, Jason Zezhong Xiao, Cunkai Tan. "The Ex-Dividend Day Stock Price Behavior in the Chinese Stock Market." http://papers.ssrn.com/sol3/delivery.cfm/SSRN_ID314881_code020614600.pdf?abstractid=314881 (2002).

hisse senedi fiyatları üzerindeki etkisini araştıran çalışmalarda ise ağırlıklı olarak anlamlı bir ilişki olmadığı söylenmektedir.

İstanbul Menkul Kıymetler Borsasında yapılan çalışmalarda, kâr paylarıyla hisse senedi fiyatları arasında bir ilişki olduğu görüşü ağırlık kazanmıştır. Bu ilişki, ağırlıklı olarak kâr payı dağıtım duyurusunun yapıldığı tarihlerde değil, kâr paysız tarih yaklaşıkça ortaya çıkmaktadır. Ayrıca nakit olarak dağıtılan kâr paylarının, hisse senedi şeklinde dağıtılan kâr payına oranla, hisse senedi fiyatları üzerinde çok daha etkili olduğu sonucuna da varılmıştır.

alışmalar sonucunda, etkinlik derecesi yüksek olan piyasalarda kâr paylarının hisse senedi fiyatlarını etkilediği sonucuna ulaşılmıştır. Bu durum özellikle, etkin piyasalardaki gelişmiş endüstri dallarında açıkça görülebilmektedir.

Bugüne kadar kâr payı dağıtım kararlarının hisse senedi fiyatları üzerindeki etkisini araştıran pek çok çalışma yapılmıştır. Ancak alışmalar sonucunda, araştırmacılar tarafından bir görüş birliği sağlanamamıştır. Bu durum, konunun, dünya finans literatüründe halen tartışılmasına yol açmaktadır.

AYRINTI
DERSLERİ

BEŞİNCİ BÖLÜM

KÂR PAYI DAĞITIM KARARLARININ HİSSE SENEDİ FİYATLARI ÜZERİNDEKİ ETKİSİNİN İMKB'NDA ARAŞTIRILMASI

Kâr payı dağıtım karar ve politikalarının hisse senedi fiyatlarına etkisi konusunda geçmiş tarihlerde örnek çalışmalar Dilmaç (1991), Enhoş (1991) ve Köroğlu (1992) tarafından yapılmıştır. Bu çalışmalarda, kâr paysız tarihteki fiyat bağımlı değişken, dağıtılan kâr payı tutarı ise bağımsız değişken olarak kabul edilmiş ve doğrusal regresyon analiziyle model oluşturulmuştur. Ancak kâr payı dağıtım kararlarının hisse senedi fiyatları üzerindeki etkisi fiyat değişimi olarak ortaya çıkacağından, tek bir günün fiyatıyla dağıtılan kâr payı miktarının karşılaştırması bağımlı değişkenin doğru bir şekilde tespit edilmediğini göstermektedir. Madem ki kâr payı dağıtım kararlarının hisse senedi fiyatı üzerindeki olumlu veya olumsuz etkisi veya etkisi olup olmadığı araştırılmaktadır, şu halde kullanılması gereken veriler kâr payı tutarı ile hisse senedi fiyatındaki rakamsal değişim olmalıdır. Ancak, kâr payı tutarı ve hisse senedi fiyatlarındaki rakamsal değişimlerin kullanılması halinde, hisse senetleri arasındaki fiyat adımı farklılıklardan doğan hatalar oluşabilecektir. Bu nedenle, bu çalışmada kâr payı oranı bağımsız, hisse senedi fiyatındaki oransal değişim ise bağımlı değişken olarak belirlenmiştir.

Söz konusu araştırmalarda sadece nakit kâr payları dikkate alınmış ve hesaplamalar nakit kâr payları kullanılarak yapılmıştır. İMKB'nda hisse senedi şeklinde kâr payı dağıtımını yaygın olarak kullanılan bir kâr payı ödeme şeklidir. Şu halde hesaplamalarda, sadece nakit kâr payları değil hisse senedi şeklinde kâr payı dağıtan şirketlerin hisse senetlerine de yer vermek doğru bir davranış olacaktır.

1. Araştırmanın Amacı

Araştırmanın amacı, İMKB’nda işlem gören hisse senetlerinin, fiyatları üzerinde kâr payı dağıtım kararlarının, herhangi bir etkisi olup olmadığını istatistiki yönden ortaya koymaktır.

2. Ana Kütle

Araştırmanın ana kütlesi, 1999 yılı için, yıl içinde nakit ve hisse senedi şeklinde kâr payı dağıtan 127 şirkete ait 131 hisse senedi; 2000 yılı için, yıl içinde nakit ve hisse senedi şeklinde kâr payı dağıtan 130 şirkete ait 132 hisse senedi ve 2001 yılı için, yıl içinde nakit ve hisse senedi şeklinde kâr payı dağıtan 114 şirkete ait 118 hisse senedir.

3. Değişkenlerin Tanımlanması ve Verilerin Tanıtılması

Araştırmada, bağımlı ve bağımsız olmak üzere iki değişken bulunmaktadır.

Araştırmada, bağımlı değişken, kâr payı dağıtımının yapılacağı dönemde hisse senedi fiyatında meydana gelen değişikliğin yüzde ifadesidir. Hisse senedi piyasasında beklentiler alınıp, gerçekleşen durumlar satıldığına göre; kâr payının hisse senedi fiyatları üzerindeki etkisini ölçmek amacıyla, kâr payı dağıtımını yapılacağının açıklandığı gün ile kâr paysız tarih arasındaki farkın yüzde ifadesi araştırmanın bağımlı değişkeni olarak belirlenmiştir.

Bağımsız değişken ise, dağıtılacağı açıklanan kâr payının, açıklamanın yapıldığı günkü hisse fiyatına oranının yüzde ifadesidir. Bu sayede yatırımcıların, her bir birim kâr payını elde edebilmek için hisse senedine gösterecekleri ilgiliyi, yani kâr payı dağıtım kararının hisse senedi üzerindeki etkisi ölçülecektir.

Bağımlı ve bağımsız değişkenin hesaplanmasına ilişkin veriler tablolar halinde gösterilmiştir. Araştırmada kullanılan, bağımlı ve bağımsız değişkene ilişkin veri setleri Tablo 1, Tablo 2 ve Tablo 3'te görülmektedir. 1999 yılına ait veriler, Tablo 4 ve Tablo 5'teki; 2000 yılına ait veriler, Tablo 6 ve Tablo 7'deki; 2001 yılına ait veriler Tablo 8 ve Tablo 9'daki hesaplamalar sonucu elde edilmiştir.

Araştırmada 1999 yılında 96'sı nakit, 35'i hisse senedi şeklinde kâr payı dağıtan 131; 2000 yılında 81'i nakit, 51'i hisse senedi şeklinde kâr payı dağıtan 132 ve 2001 yılında 80'i nakit, 38'i hisse senedi şeklinde kâr payı dağıtan 118 şirkete ait veriler kullanılmıştır.

Araştırmaya konu olan şirketlerin genel kurul tarihleri 1999, 2000 ve 2001 yıllarına ait günlük borsa bültenlerinden edinilmiştir. Şirketlerin kâr paysız tarihleri ise İMKB'nin ve Garanti Yatırım A.Ş.'nin resmi web sitelerindeki verilerden edinilmiştir. Hisse senetlerinin söz konusu dönemde ki fiyatları, ağırlıklı ortalama fiyatlarıdır ve bu fiyatlar Analiz Yatırım Araştırmaları A.Ş. resmi web sitesinden alınmıştır.

Hisse senetlerinin nominal değerleri 1000 TL. olarak kabul edilmiştir. İMKB'de işlem gören hisse senetleri arasında nominal fiyatları 1000 TL.'den farklı olanlar da vardır. Ancak İMKB'de fiyatlandırma mekanizması tüm hisselerde 1000 TL. nominal değer üzerindedir.

Kâr payı – fiyat ilişkisini ölçerken şirketlerin düzeltilmemiş, dağıtım yapılan güncü değerler kullanılmıştır. Şirketler, sermaye artırımına gittiklerinde, hisse senedi sayıları değişmekte, dolayısıyla hisse başına düşen kâr payı miktarı azalmaktadır. Öyleyse herhangi bir dönemde dağıtılan kâr payı, o dönemin fiyatlarıyla beraber değerlendirilmelidir. Ancak sermaye artırımının incelenen dönem içinde yapıldığı durumlarda düzeltilmemiş fiyatları kullanmak, hesaplama açısından yanlış sonuçlar vereceğinden, hisse senedi fiyatları, sermaye artırım oranı kadar düzeltme faktörüne tabii tutulmuştur.

Tablo 1. 1999 Yılında Kâr Payı Dağıtan Şirketlerin Hesaplamada Kullanılan Değerleri

fiyat değişimi (%)	kâr payı (%)	fiyat değişimi (%)	kâr payı (%)	fiyat değişimi (%)	kâr payı (%)
43.51	9.55	-16.40	0.12	9.29	1.86
27.19	10.08	-26.82	0.10	17.26	1.84
-7.31	5.29	5.60	2.50	-16.45	-0.85
22.64	11.71	22.18	25.32	102.59	-9.33
-2.66	10.12	63.62	7.08	-8.28	1.50
44.51	6.62	13.76	5.48	10.72	-11.71
1.42	5.26	13.88	3.43	68.63	-4.47
42.02	2.90	-2.69	7.39	88.51	3.29
-6.69	6.08	13.27	4.24	51.94	6.79
-8.74	2.18	1.69	2.22	8.61	-1.43
49.60	3.53	4.20	6.70	16.31	-10.04
3.42	7.53	-3.79	3.56	12.56	0.94
-7.12	6.59	-2.10	2.94	26.14	-1.11
-7.54	4.81	45.30	0.43	0.25	-0.76
-16.45	1.95	-5.38	4.93	15.22	-3.34
44.40	1.41	6.09	3.52	-8.70	-1.57
102.59	1.15	24.66	6.88	24.26	-5.75
34.08	2.84	2.44	1.86	33.98	3.15
30.38	3.83	-2.07	0.58	-1.57	1.89
13.26	2.20	0.23	1.47	31.61	0.04
11.89	1.74	20.47	4.95	63.00	3.44
10.72	5.59	20.35	1.11	-6.98	-3.42
9.92	6.07	23.24	1.13	1.22	-0.41
-6.88	5.78	18.57	13.93	-15.00	-5.29
18.68	11.09	16.41	1.03	10.49	-5.04
9.62	7.10	79.63	4.86	-26.37	3.35
36.15	5.57	9.23	0.86	-4.13	2.35
-9.01	9.91	2.83	15.46	7.92	-6.74
35.47	3.33	12.82	14.47	61.00	-1.03
8.48	2.74	10.34	0.56	17.57	-1.55
16.09	3.96	7.92	2.63	24.07	5.61
81.18	3.21	13.14	2.23	-11.81	9.06
50.81	8.51	-14.10	2.48	12.49	1.77
-3.64	3.56	7.54	1.60	22.77	1.23
-19.93	9.02	-0.99	0.95	124.18	0.22
-22.89	3.05	12.68	7.77		
51.94	2.18	-26.60	0.96		
-0.76	8.10	15.75	31.97		
10.24	4.66	7.15	1.81		
-7.98	5.13	-8.42	16.06		
-4.29	0.28	-3.48	8.44		
12.25	1.08	-17.59	17.15		
38.69	0.84	21.45	6.61		
2.45	2.83	15.54	8.87		
-9.86	32.23	28.61	6.58		
-10.40	4.28	2.20	28.89		
6.63	8.83	11.92	2.18		
16.13	0.37	-19.49	3.12		

1999 YILI
KAR PAYI DAĞITAN
ŞİRKETLERİN
HESAPLAMADA
KULLANILAN
DEĞERLERİ

Tablo 2. 2000 Yılında Kâr Payı Dağıtan Şirketlerin Hesaplamada Kullanılan Değerleri

fiyat değişimi (%)	kâr payı (%)	fiyat değişimi (%)	kâr payı (%)	fiyat değişimi (%)	kâr payı (%)
-28.97	5.56	-6.54	0.71	33.96	-9.81
8.03	6.73	-13.11	2.78	-24.53	1.31
-30.59	0.51	-22.84	0.12	-7.74	-4.78
3.49	2.07	-3.04	1.23	0.06	-0.39
16.52	0.77	4.60	3.19	-30.10	-2.08
-3.61	1.14	1.49	2.04	19.37	11.85
-2.03	2.59	-4.00	3.90	-5.14	-6.82
-10.54	0.85	40.19	0.82	-27.93	0.95
5.99	0.42	67.23	2.71	-28.09	-1.89
47.27	4.70	11.50	0.45	22.22	0.18
10.71	0.88	16.21	1.04	-38.14	-3.35
20.64	3.63	22.57	0.56	25.67	-0.96
-0.59	0.98	12.84	1.04	30.95	-8.20
-13.37	1.13	-2.20	7.00	-1.98	3.12
5.86	0.86	-17.55	0.52	-31.62	2.30
-4.69	1.64	13.80	3.07	56.62	1.90
37.36	1.11	15.41	3.00	-1.15	-0.67
-19.36	0.88	-16.47	1.53	-10.90	12.57
-17.07	3.21	-22.95	3.79	-30.32	-1.29
43.34	3.37	3.61	0.75	10.48	0.03
7.42	2.42	-8.33	2.59	17.40	-7.79
-25.68	4.91	-1.99	2.67	-18.27	-0.32
32.45	63.57	-2.90	1.87	8.82	-0.59
2.11	0.98	-3.95	0.63	-5.80	2.41
-0.39	7.00	4.32	0.96	31.89	-12.27
-2.36	1.41	-5.38	1.97	4.03	2.11
-5.74	0.51	-24.22	1.04	-7.57	-7.75
-7.51	1.72	4.97	8.87	11.10	4.68
-4.29	0.57	-8.00	3.78	5.48	-0.41
23.96	2.95	8.47	22.60	-31.73	5.59
21.26	0.83	-6.01	0.85	-45.89	-1.04
8.95	4.55	-15.18	0.49	3.32	-2.60
-2.61	0.23	10.94	1.12	-18.12	4.57
-9.42	0.28	-19.58	0.35	-20.19	3.40
-4.70	1.90	-20.61	8.61	0.12	-1.65
2.55	2.24	-13.45	6.11	-9.89	4.89
1.04	0.77	79.07	-0.72		
-27.30	16.53	47.27	-0.61		
3.31	1.22	1.97	1.20		
-1.39	0.34	9.91	4.94		
-3.83	0.01	10.58	-2.27		
-15.19	0.02	-28.27	1.75		
22.58	0.96	-12.53	0.31		
26.10	2.88	1.67	0.79		
-12.50	0.98	0.02	-4.43		
9.45	2.52	-25.60	3.05		
-15.57	1.25	16.06	-3.92		
0.12	3.94	37.36	-5.90		

Tablo 3. 2001 Yılında Kâr Payı Dağıtan Şirketlerin Hesaplamada Kullanılan Değerleri

fiyat değişimi (%)	kâr payı (%)	fiyat değişimi (%)	kâr payı (%)	fiyat değişimi (%)	kâr payı (%)
-3.20	9.06	57.94	9.01	32.86	-1.27
48.65	13.64	50.80	7.20	78.28	3.84
41.58	15.33	-4.71	4.92	21.07	-0.82
18.60	7.68	3.17	0.72	-11.85	1.26
-17.19	0.82	14.94	1.51	83.98	-5.63
17.53	1.21	40.86	1.34	8.27	1.60
20.92	7.39	25.44	3.95	29.38	-0.72
-8.36	3.55	38.79	4.56	65.34	-0.74
60.04	0.66	34.21	7.74	65.30	-4.72
14.60	1.19	33.60	17.08	5.97	1.13
-8.00	2.92	50.06	2.01	18.61	-1.88
-4.05	1.61	12.84	3.00	21.04	0.60
49.05	1.99	22.10	25.07	23.52	6.49
22.09	1.19	117.18	18.70	20.35	-4.80
96.52	14.71	30.09	19.57	-19.65	-7.78
-6.23	0.74	33.21	3.09	1.82	6.09
83.33	5.96	93.11	4.95	-10.19	3.68
11.44	0.56	8.36	7.78	57.27	-14.11
51.09	2.46	-25.68	5.06	30.28	-0.90
35.32	7.34	5.35	0.91	2.38	8.20
39.91	6.75	184.31	90.77	12.45	0.74
16.10	3.98	18.33	3.25	51.80	-0.99
20.99	7.69	24.33	4.77		
2.76	6.87	-1.48	5.20		
-19.64	1.96	128.11	5.13		
2.95	0.29	36.58	11.02		
-8.19	0.31	36.41	8.89		
35.08	2.70	28.72	47.00		
-9.75	0.89	157.24	6.91		
2.58	4.79	39.21	1.48		
63.53	9.78	26.02	0.70		
69.17	5.91	24.96	7.58		
21.36	8.79	19.12	0.01		
10.49	0.63	-4.79	-0.38		
40.99	54.91	20.09	5.17		
74.50	3.45	56.54	4.43		
25.93	0.00	14.60	-0.97		
38.46	0.02	-0.44	-4.90		
-0.52	1.62	-8.54	-0.70		
29.38	8.56	49.05	-1.87		
31.53	7.64	30.28	3.63		
17.34	3.87	360.03	8.54		
18.87	8.26	41.12	4.91		
-12.03	1.72	29.03	-6.51		
65.30	0.30	-37.54	-2.05		
44.30	2.48	-58.48	1.07		
26.48	4.18	53.72	12.92		
-7.09	7.22	57.27	0.56		

Muzaffer
K.

Tablo 4. 1999 Yılında Nakit Kâr Payı Dağıtan Şirketlere Ait Hisse Senetlerine İlişkin Veriler

ŞİRKETLER	nakit kâr payı (TL)	açıklamanın yapıldığı günlük fiyat (TL)	kâr payı dağıtım günü oluşan fiyat (TL)	fiyat değişimi (TL)	fiyat değişimi (%)	kâr payı (%)
ADANA A	887.9	9297.36	13342.38	4045.02	43.51	9.55
B	631.4	6265.15	7968.34	1703.19	27.19	10.08
C	87.7	1656.55	1535.41	-121.14	-7.31	5.29
ADEL	1200	10247.83	12568.01	2320.18	22.64	11.71
AFYON	6000	59297.85	57722.55	-1575.3	-2.66	10.12
AKBANK	650	9817.78	14187.94	4370.16	44.51	6.62
AKÇANSA	450	8562.48	8684.01	121.53	1.42	5.26
AKSİGORTA	575	19819.25	28147.71	8328.46	42.02	2.90
AKSU İPLİK	100	1644.72	1534.63	-110.09	-6.69	6.08
ALARKO CARRIER	740.2	33951.68	30985.7	-2965.98	-8.74	2.18
ALCATEL TELETAŞ	700	19841.18	29682.47	9841.29	49.60	3.53
ALTINYILDIZ	450	5979.11	6183.33	204.22	3.42	7.53
ANADOLU GIDA	500	7592.24	7052	-540.24	-7.12	6.59
ANADOLU ISUZU	700	14540.72	13444.44	-1096.28	-7.54	4.81
ANADOLU SİGORTA	100	5134.4	4289.8	-844.6	-16.45	1.95
ARÇELİK	200	14161.19	20449.19	6288	44.40	1.41
ASELSAN	100	8728.56	17683.39	8954.83	102.59	1.15
AYGAZ	800	28173.96	37776.91	9602.95	34.08	2.84
BAĞFAŞ	500	13042.21	17004.69	3962.48	30.38	3.83
BANVİT	666.6	30339.18	34361	4021.82	13.26	2.20
BATI ÇİMENTO	200	11521.88	12892	1370.12	11.89	1.74
BOLU ÇİMENTO	175.6	3140.83	3477.37	336.54	10.72	5.59
BOROVA YAPI	335	5517.99	6065.55	547.56	9.92	6.07
BORUSAN BORU	1000	17291.17	16102.07	-1189.1	-6.88	5.78
BOSSA	290	2616.01	3104.61	488.6	18.68	11.09
BRİSA	780	10979.99	12035.89	1055.9	9.62	7.10
BŞH PROFİLO	677.6	12174.24	16575.25	4401.01	36.15	5.57
BURÇELİK	600	6057.29	5511.74	-545.55	-9.01	9.91
BURSA ÇİMENTO	600	18025.08	24417.7	6392.62	35.47	3.33
COMUN	81.8	2987.29	3240.52	253.23	8.48	2.74
ÇELİK HALAT	240	6053.8	7028.06	974.26	16.09	3.96
ÇİMBETON	109	3391.55	6144.75	2753.2	81.18	3.21
ÇİMSA	1000	11751.82	17723	5971.18	50.81	8.51
ÇUKUROVA	16013.8	449299.05	432948.21	-16350.84	-3.64	3.56
DEMİSAŞ	350	3881.7	3108.2	-773.5	-19.93	9.02
DENİZLİ CAM	400	13122.36	10119.21	-3003.15	-22.89	3.05
DİTAŞ	1000	45951.29	69819.16	23867.87	51.94	2.18
EGE ENDÜSTRİ	2447.4	30203.84	29974.19	-229.65	-0.76	8.10
EGE GÜBRE	360	7728.14	8519.34	791.2	10.24	4.66
EGE PROFİL	636.5	12418.57	11427.55	-991.02	-7.98	5.13
EGESER GİYİM	5	1757.11	1681.77	-75.34	-4.29	0.28
EMEK ELEKTRİK	80	7403.84	8311.11	907.27	12.25	1.08
ENKA HOLDİNG	500	59878.22	83045.03	23166.81	38.69	0.84
GEDİZ İPLİK	1000	35384.15	36252.56	868.41	2.45	2.83
GÖLTAŞ ÇİMENTO	2050	6361.1	5733.93	-627.17	-9.86	32.23
GÜBRE FABRİKA	850	19857.98	17792.67	-2065.31	-10.40	4.28
HÜRRİYET	500	5661.3	6036.77	375.47	6.63	8.83
İDAŞ	100	27212.3	31601.4	4389.1	16.13	0.37
İŞ BANKASI A	25400	21530000	18000000	-3530000	-16.40	0.12
B	1230	1195607.74	874999.71	-320608.03	-26.82	0.10
C	405	16211.4	17118.92	907.52	5.60	2.50
İŞ YATIRIM	250	987.51	1206.52	219.01	22.18	25.32
İŞIKLAR	586	8281.13	13549.61	5268.48	63.62	7.08
İZOCAM	300	5476.75	6230.26	753.51	13.76	5.48
KARSLU	100	2911.68	3315.92	404.24	13.88	3.43
KARTONSAN	1300	17583.62	17109.98	-473.64	-2.69	7.39
KAV	80	1886.55	2136.86	250.31	13.27	4.24
KELEBEK	75	3375.89	3433	57.11	1.69	2.22

ŞİRKETLER	nakit kâr payı (TL)	açıklamanın yapıldığı günkü fiyat (TL)	kâr payı dağıtım günü oluşan fiyat (TL)	fiyat değişimi (TL)	fiyat değişimi (%)	kâr payı (%)
KENT GIDA	1300	19396.21	20210.53	814.32	4.20	6.70
KEPEZ	13470.5	378281.03	363939.64	-14341.39	-3.79	3.56
KİPA	925	31800.33	31132.04	-668.29	-2.10	2.91
KOÇ HOLDİNG	200	46760	67941.01	21181.01	45.30	0.43
MARSHALL	210	11296.19	11571.43	275.24	2.44	1.86
MİGROS	3000	516048.15	505340.36	-10707.79	-2.07	0.58
MİLLİYET GAZETE	50	3399.66	3407.64	7.98	0.23	1.47
MUTLU AKÜ	270	5451.98	6568.16	1116.18	20.47	4.95
NETAŞ	135	12204.49	14687.85	2483.36	20.35	1.11
OTOKAR	500	44083.37	54328.41	10245.04	23.24	1.13
OYSA NİĞDE	2645	18984.01	22508.91	3524.9	18.57	13.93
PETKİM	60	5812.39	6766.06	953.67	16.41	1.03
PETROL OFİSİ	3500	71987.93	129313.26	57325.33	79.63	4.86
PİMAŞ	32	3730.93	4075.33	344.4	9.23	0.86
PINAR SÜT	900	5822.92	5987.65	164.73	2.83	15.46
SABAH PAZARLAMA	812.2	5611.07	6330.3	719.23	12.82	14.47
SABANCI HOLD	50	8921.42	9843.76	922.34	10.34	0.56
SARKIYSAN	500	18998.34	20502.94	1504.6	7.92	2.63
SASA	200	8965.61	10143.7	1178.09	13.14	2.23
ŞİŞE CAM	140	5636.37	4841.48	-794.89	-14.10	2.48
T.S.K.B.	37.5	2350	2527.13	177.13	7.54	1.60
TUBORG	50	5253.9	5201.75	-52.15	-0.99	0.95
TAÇ YATIRIM	95.2	1225	1380.32	155.32	12.68	7.77
TİRE KUTSAN	100	10447.35	7668.67	-2778.68	-26.60	0.96
TOPRAK FACT	440.4	1377.33	1594.29	216.96	15.75	31.97
TÜPRAŞ	442.6	24389	26133.07	1744.07	7.15	1.81
USAŞ	113282	705378.23	645991.69	-59386.54	-8.42	16.06
UZEL MAKİNA	3070	36357.5	35091.41	-1266.09	-3.48	8.44
VAKIF FİN. KİR.	234.6	1367.75	1127.11	-240.64	-17.59	17.15
VAKIF YAT. QRT.	85.9	1300	1578.89	278.89	21.45	6.61
VAKKO	1000	11276.81	13028.67	1751.86	15.54	8.87
YAPI KREDİ BNK	500	7594.56	9766.99	2172.43	28.61	6.58
YASAŞ	2210	7649.38	7817.6	168.22	2.20	28.89
YATAŞ	250	11466.95	12833.72	1366.77	11.92	2.18
YÜNİSA	270	8655.87	6969.16	-1686.71	-19.49	3.12

Tablo 5. 1999 Yılında Hisse Şenedi Şeklinde Kâr Payı Dağıtan Şirketlere Ait Hisse Şenetlerine İlişkin Veriler

ŞİRKETLER	kâr payı (%)	açıklamanın yapıldığı güncül fiyat (TL)	dağıtımdan bir önceki güncül fiyat (TL)	kâr payı dağıtım günü oluşan fiyat (TL)	olması gereken fiyat (TL)	dağıtımdan sonra elde edilen kâr (TL)	fiyat değişimi (%)	kâr payı (%)
ALARKO G.Y.O.	25.00	5692.05	6220.58	5070.8	4976.46	94.34	9.29	1.86
ALTERNATİFBANK	77.20	1714.7	2010.68	1155.97	1134.70	21.27	17.26	1.84
ANADOĞU SİGORTA	99.99	5134.4	4289.8	2126.93	2145.01	-18.08	-16.45	-0.85
AŞELSAN	40.00	8728.56	17683.39	11553.5	12630.99	-1077.49	102.59	-9.33
BEKO ELEKTRONİK	89.28	5996.58	5500	2950	2905.75	44.25	-8.28	1.50
BOLU ÇİMENTO	82.00	3140.83	3477.37	1710.42	1910.64	-200.22	10.72	-11.71
DEMİRBAK	86.00	2813.77	4744.86	2441.92	2551.00	-109.08	68.63	-4.47
DIŞBANK	149.99	2467.76	4652.09	1924.18	1860.91	63.27	88.51	3.29
QITAŞ	50.00	45951.29	69919.16	49938.69	46546.11	3392.58	51.94	6.79
DOĞAN HOLDİNG	60.00	6642.99	7215.2	4446.11	4509.60	-63.39	8.61	-1.43
DOĞAN YAYIN HOL.	60.00	3080.29	3582.76	2034.92	2239.23	-204.31	16.31	-10.04
DÖKTAŞ	100.00	8135.11	9156.66	4621.92	4578.33	43.59	12.56	0.94
ERBOSAN	33.00	7968.39	10051.32	5100.85	5157.38	-56.53	26.14	-1.11
FİNANS FİN. KİR.	140.00	2873.16	2880.46	1191.16	1200.19	-9.03	0.25	-0.76
FİNANSBANK	130.00	3346.27	3855.48	1622.12	1676.30	-54.18	15.22	-3.34
FORD OTOSAN	2,000.00	170252.42	158446.38	7287.81	7402.21	-114.40	-8.70	-1.57
GOOD-YEAR	75.00	8756.23	10880.77	5879.67	6217.68	-337.91	24.26	-5.75
GÜNEŞ SİGORTA	100.00	2161.44	2895.9	1495.05	1447.95	47.10	33.98	3.15
HEKTAŞ	22.16	2507.64	2468.33	1371.55	1345.67	25.98	-1.57	1.89
HÜRRİYET GAZETECİLİK	90.00	5661.3	7450.92	3923.09	3921.64	1.55	31.61	0.04
İDAŞ	200.00	19987.82	31601.4	10909.1	10533.80	375.30	63.00	3.44
İKTİSAT FİN. KİR.	50.00	1490.79	1386.73	893.94	924.49	-30.55	-6.98	-3.42
MAĞARİS MARTI	100.00	1773.35	1794.94	893.78	897.47	-3.69	1.22	-0.41
METEMTEKS	250.00	9793.06	8324.13	2258.78	2378.92	-119.54	-15.00	-5.29
MİLPA	120.00	5737.23	6339.18	2743.24	2881.45	-138.21	10.49	-5.04
NET HOLDİNG	25.00	1938.03	1426.9	1181.08	1141.62	39.56	-26.37	3.35
RANT FİN. KİR.	100.00	1530.59	1467.4	751.32	733.70	17.62	-4.13	2.35
SARKUYSAN	252.73	18998.34	20502.94	5445.67	5812.64	-366.97	7.92	-6.74
ŞEKERBANK	28.57	2200.32	3542.54	2331.41	2355.94	-23.93	61.00	-1.03
T.DEMİR DÖKÜM	100.00	3927.94	4618.1	2273.72	2309.05	-35.33	17.57	-1.55
T.S.K.B.	100.00	2350	2915.58	1544.36	1457.79	86.57	24.07	5.61
TRAKYA CAM	135.64	7022.71	6193.21	3769.83	3428.25	341.58	-11.81	9.06
TUKAŞ	63.50	7657.33	8913.76	5363.29	5268.95	94.94	12.49	1.77
ÜNYE ÇİMENTO	135.00	3270.88	4015.57	1730.09	1708.75	21.34	22.77	1.23
VAKIF G.Y.O.	34.00	2438.93	5467.5	4089.13	4080.22	8.91	124.18	0.22

Tablo 6. 2000 Yılında Nakit Kâr Payı Dağıtan Şirketlere Ait Hisse Senetlerine İlişkin Veriler

ŞİRKETLER	nakit kâr payı (TL)	açıklamanın yapıldığı günlük fiyat (TL)	kâr payı dağıtım günü oluşan fiyat (TL)	fiyat değişimi (TL)	fiyat değişimi (%)	kâr payı (%)	
ADANA ÇİMENTO	A	1279.3	23016.77	16348.69	-6668.08	-28.97	5.56
ADEL KALEMCİLİK		1650	24512.1	26481.03	1968.93	8.03	6.73
AFYON ÇİMENTO		1150	223462.88	155104	-68358.88	-30.59	0.51
AKÇANSA		248	12000.77	12420.11	419.34	3.49	2.07
AKSA		250	32286.31	37619.33	5333.02	16.52	0.77
AKSU ENERJİ		1200	105305.39	101504.55	-3800.84	-3.61	1.14
ALARKO CARRIER		1770	68467.24	67074.73	-1392.51	-2.03	2.59
ALARKO GMYO		150	17701.12	15835.25	-1865.87	-10.54	0.85
ALARKO HOLDİNG		150	35627.92	37762.52	2134.6	5.99	0.42
ALTERNATİFBANK		200	4254.13	6265.12	2010.99	47.27	4.70
ANADOLU GIDA		94.9	10819.96	11979.15	1159.19	10.71	0.88
ANADOLU HAYAT		945.3	26012.71	31382.92	5370.21	20.64	3.63
ARÇELİK		400	40904.63	40665.3	-239.33	-0.59	0.98
AYGAZ		800	70501.48	61074.25	-9427.23	-13.37	1.13
BANVİT		200	23267.96	24630.77	1362.81	5.86	0.86
BAGFAŞ		500	30527.57	29095.95	-1431.62	-4.69	1.64
BORUSAN BORU		1000	89810.44	123363.83	33553.39	37.36	1.11
BATI ÇİMENTO		150	16989.38	13701.02	-3288.36	-19.36	0.88
BOSCH FREN SİSTEMLERİ		50264.5	1565366.33	1298124.88	-267241.45	-17.07	3.21
BOSSA		150	4450.56	6379.51	1928.95	43.34	3.37
BRISA		883	36546.82	39257.93	2711.11	7.42	2.42
BSH PROFİLO		2029	41330.54	30718.76	-10611.78	-25.68	4.91
BUMERANG YAT.ORT.		1500	2359.45	3125.03	765.58	32.45	63.57
BURSA ÇİMENTO		300	30591.71	31237.09	645.38	2.11	0.98
ÇELEBİ		3000	42845.14	42677.3	-167.84	-0.39	7.00
ÇİMBETON		193	13648.39	13326.21	-322.18	-2.36	1.41
ÇİMENTAŞ		135.4	26765.48	25229.67	-1535.81	-5.74	0.51
ÇİMSA		310	18046.58	16691.55	-1355.03	-7.51	1.72
COMMERCIAL UN. SIG.		109	19011.91	18195.46	-816.45	-4.29	0.57
DOĞAN BURDA		3077.7	104415.77	129437.07	25021.3	23.96	2.95
EGE ENDÜSTRİ		500	60292.25	73110.41	12818.16	21.26	0.83
EGE GÜBRE		579	12725.78	13864.68	1138.9	8.95	4.55
EGE PROFİL		88.4	37830.12	36844.11	-986.01	-2.61	0.23
ENKA HOLDİNG		400	143678.28	130143.7	-13534.58	-9.42	0.28
ENBOSAN		400	21050.05	20060.84	-989.21	-4.70	1.90
ESEM SPOR GİYİM		250	11182.67	11467.72	285.05	2.55	2.24
GENTAŞ		100	12947.51	13081.79	134.28	1.04	0.77
GÖLTAŞ ÇİMENTO		2000	16938.03	12313.87	-4624.16	-27.30	16.53
GÜBRE FABRİK.		190	15607.98	16125.31	517.33	3.31	1.22
İDAŞ		50	14504.98	14302.76	-202.22	-1.39	0.34
İŞ BANKASI	A	3800	47000000	45200000	-1800000	-3.83	0.01
	B	420	1992727.27	1689999.31	-302727.96	-15.19	0.02
	C	270	28082.05	34423.52	6341.47	22.58	0.96
İZOCAM		250	8693.16	10962.45	2269.29	26.10	2.88
KARSAN OTOMOTİV		786.3	80332.72	70290.01	-10042.71	-12.50	0.98
KARSU TEKSTİL		200	7948.23	8699.06	750.83	9.45	2.52
KARTONSAN		577.5	46363.27	39142.28	-7220.99	-15.57	1.25
KAV DAN.PAZ.TİC.		400	10148.15	10160.35	12.2	0.12	3.94
KİPA		150	21082.52	19704.72	-1377.8	-6.54	0.71
KLİMASAN KLİMA		3914.8	140787.84	122327	-18460.84	-13.11	2.78
KOÇ HOLDİNG		150	128575.35	99211.98	-29363.37	-22.84	0.12
KORDSA SABANCI DUPONT		245	19974.76	19367.51	-607.25	-3.04	1.23
KRİSTAL KOLA		490.4	15350.32	16056.33	706.01	4.60	3.19
LOGO YAZILIM		1000	48919.67	49648.69	729.02	1.49	2.04
MARDİN ÇİMENTO		634.6	16286.32	15634.38	-651.94	-4.00	3.90
MARET		500	61033.99	85564.36	24530.37	40.19	0.82
MARSHALL		1370	50630.76	84670.71	34039.95	67.23	2.71
MİGROS		1500	333103.18	371403.89	38300.71	11.50	0.45
MERKO GIDA		170	16314.24	18959.07	2644.83	16.21	1.04
NETAŞ TELEKOM.		425	76040.48	93199.77	17159.29	22.57	0.56
OTOKAR		636.5	61147.05	68996.37	7849.32	12.84	1.04
OYSA-NİĞDE ÇİM.		1318	18835.75	18421.8	-413.95	-2.20	7.00

ŞİRKETLER	nakit kâr payı (TL)	açıklamanın yapıldığı günlük fiyat (TL)	kâr payı dağıtım günü oluşan fiyat (TL)	fiyat değişimi (TL)	fiyat değişimi (%)	kâr payı (%)
PETKİM	125	24148.65	19910.97	-4237.68	-17.55	0.52
PETROL OFİSİ	2917.6	95187.83	108320.84	13133.01	13.80	3.07
PİRELLİ KABLO	2250	75071.06	86635.95	11564.89	15.41	3.00
SABANCI HOLDİNG	80	10691.3	11077.02	385.72	3.61	0.75
SARKUYSAN	550	21229.08	19461.35	-1767.73	-8.33	2.59
ŞEKER PİLİÇ	427.7	16006.17	15687.8	-318.37	-1.99	2.67
T.TUBORG	156.2	8336.14	8094.31	-241.83	-2.90	1.87
TAT KONSERVE.	75	11900.57	11429.92	-470.65	-3.95	0.63
TİRE KUTSAN	70	7313.78	7629.75	315.97	4.32	0.96
TOPRAKBANK	47.3	2398.57	2269.53	-129.04	-5.38	1.97
TRAKYA CAM	110	10596.26	8030.36	-2565.9	-24.22	1.04
USAŞ	124147	1399916.1	1469445.08	69528.98	4.97	8.87
VAKKO-TEKSTİL	192.7	5100.33	4692.07	-408.26	-8.00	3.78
YAPI KREDİ YAT.ORT.	1000	4424.79	4799.7	374.91	8.47	22.60
YASAŞ	94.9	11143.57	10474.1	-669.47	-6.01	0.85
YATAŞ	60	12361.52	10485.22	-1876.3	-15.18	0.49
YÜNSA	190	16954.96	18810.05	1855.09	10.94	1.12

Yapı Kredi Yatırım Ortaklığı A.Ş.
18.05.2015

Tablo 7. 2000 Yılında Hisse Senedi Şeklinde Kâr Payı Dağıtım Şirketlere Ait Hisse Şenetlenme İlişkili Veriler

ŞİRKETLER	kâr payı (%)	açıklamanın yapıldığı günlük fiyat (TL)	dağıtımdan bir önceki günlük fiyat (TL)	kâr payı dağıtım günü oluşan fiyat (TL)	olması gereken fiyat (FL)	dağıtımdan sonra elde edilen kâr (TL)	fiyat değişimi (%)	kâr payı (%)
AKBANK	100.00	12776.93	10274.44	5155.18	5137.22	17.96	-19.58	0.35
AKSA	45.00	19285.85	15310.6	11553.87	10559.03	994.84	-20.61	8.61
ALFA MENKUL DEĞ.	21.74	15686.89	13577.2	11878.45	11152.70	725.76	-13.45	8.11
ALTERNATİF YAT.ORT.	250.00	4173.42	7473.33	2120	2135.24	-15.24	79.07	-0.72
ALTERNATİFBANK	200.00	4254.13	6265.12	2075.7	2088.37	-12.67	47.27	-0.61
ANADOLU SIGORTA	150.00	11531.88	11759.03	4760.68	4703.61	57.07	1.97	1.20
ARÇELİK	50.00	40904.63	44958.44	31528.42	29972.29	1556.13	9.91	4.94
ASELŞAN	100.00	65571.22	72511.21	35450.59	36255.81	-805.02	10.58	-2.27
ATLANTIS YAT. ORT.	25.00	3422.79	2455.22	1969.2	1964.18	35.02	-28.27	1.75
AYGAZ	100.00	69822.42	61074.26	30633.21	30537.13	96.08	-12.53	0.31
BANVİT	46.87	23267.96	23657.5	18258.84	18130.11	128.73	1.67	0.79
BEKO ELEKTRONİK	50.00	15700.38	15702.97	10024.95	10468.89	-443.70	0.02	-4.43
BOLU ÇİMENTO	68.90	8719.39	6487.08	3961.7	3840.78	120.92	-29.60	3.05
BOROVA YAPI	350.00	74533.7	86505.81	18498.93	19223.51	-724.58	16.06	-3.92
BORUŞAN BORU	600.00	89810.44	123383.83	16640.91	17623.40	-982.49	37.36	-5.90
COMMERCIAL UN. SIG.	263.63	13583.2	18195.46	4558.92	5003.84	-446.92	33.96	-9.81
ÇELİK HALAT	100.00	15980.8	12045.67	6102.72	6022.84	79.89	-24.53	1.31
DEMİRBANK	130.00	4907.97	4528.06	1878.96	1968.72	-89.76	-7.74	-4.78
DENİZLİ CAM	550.00	46596.04	48623.03	7144.99	7172.77	-27.78	0.06	-0.39
DIŞBANK	100.00	5309.76	3711.74	1817.99	1855.87	-37.88	-30.10	-2.08
DITAŞ DOĞAN	35.00	30711.47	38659.64	30805.45	27155.29	3650.16	19.37	11.85
DOĞAN HOLDİNG	20.00	15855.24	15040.83	11733.27	12534.03	-800.76	-6.14	-6.82
DOĞAN YAYIN HOL.	33.00	14530.98	10471.78	7948.76	7873.52	75.24	-27.93	0.95
ECZAÇIBAŞI YAPI	25.00	28983.4	20840.58	16363.17	16872.48	-309.29	-28.09	-1.69
ECZAÇIBAŞI YAT. ORT.	250.00	6472.79	7910.92	2268.28	2260.26	7.97	22.22	0.18
ECZAÇIBAŞI YATIRIM	50.00	10848.97	6710.68	4387.79	4473.79	-86.00	-38.14	-3.35
FINANS FIN. KİR.	83.33	3782.69	4753.73	2568.41	2592.99	-24.58	25.67	-0.96
GOLDAS KUYUMCULUK	150.00	25806.97	33793.69	12492.47	13517.48	-1025.01	30.95	-8.20
GÜNEŞ SIGORTA	50.00	6414.9	6287.83	4326.89	4191.89	135.00	-1.98	3.12
HÜRRİYET GZT.	70.00	15164.82	10369.62	6243.4	6099.78	143.62	-31.62	2.30
IHLAS EV ALETLERİ	200.00	15050.05	23571.21	8008.99	7857.07	151.92	56.62	1.90
IHLAS GMYO	50.00	3319.84	3281.58	2173.24	2187.72	-14.48	-1.15	-0.67
İKTİSAT FIN. KİR.	45.00	4054.58	3612.47	2849.4	2491.36	358.04	-10.90	12.57
İNTEMA	100.00	29001.89	20208.06	9975.67	10104.03	-128.36	-30.32	-1.29
İŞ GMYO	30.00	3353.31	3704.82	2850.88	2849.86	0.97	10.48	0.03
İŞ YAT. ORT.	230.00	5805.15	6815.47	1915.99	2065.29	-149.30	17.40	-7.79
KONYA ÇİMENTO	100.00	17778.52	14530.6	7242.32	7265.30	-22.98	-18.27	-0.32
MİGROS	200.00	333103.18	362485.43	120120.99	120828.48	-707.49	8.82	-0.59
M. YILMAZ YAT.ORT.	35.00	1814.14	1708.86	1297.13	1265.82	31.31	-5.80	2.41
NUROL GMYO	100.00	4328.54	5708.78	2542.47	2854.38	-311.91	31.89	-12.27
OTOKAR	100.00	61147.05	83611.83	32490.79	31805.92	684.88	4.03	2.11
RANT FİNANSAL KİR.	65.00	3201.15	2958.67	1684.22	1793.13	-128.91	-7.57	-7.75
RAY SIGORTA	150.00	8131.37	9034.2	3791.08	3613.68	177.40	11.10	4.68
SABAĞ YAYINCILIK	100.00	5141.39	5423.37	2700.7	2711.69	-10.99	5.48	-0.41
ŞEKERBANK	42.00	3914.82	2672.59	1993.44	1882.11	111.33	-31.73	5.59
TEKSTİLBANK	100.00	5353.13	2896.42	1433.3	1448.21	-14.91	-45.89	-1.04
TUKAŞ	30.00	5036.38	5203.52	3901.37	4002.71	-101.34	3.32	-2.60
ÜNYE ÇİMENTO	80.00	10092.08	8262.95	4557.2	4348.92	208.28	-18.12	4.57
VAKİF GMYO	75.00	8720.14	6959.42	4116.79	3976.81	139.98	-30.19	3.40
YAPI KREDİ SIGORTA	85.32	7748.48	7758	3907.28	3971.94	-64.66	0.12	-1.65
YAPI VE KREDİ BANK.	101.00	15687.88	14135.81	7394.28	7032.74	361.54	-9.89	4.89

Tablo 8. 2001 Yılında Nakit Kâr Payı Dağıtan Şirketlere Ait Hisse Senetlerine İlişkin Veriler

ŞİRKETLER	nakit kâr payı (TL)	açıklamanın yapıldığı günlük fiyat (TL)	kâr payı dağıtım günü oluşan fiyat (TL)	fiyat değişimi (TL)	fiyat değişimi (%)	kâr payı (%)	
ACIBADEM	1500	16554.31	16024.4	-529.91	-3.20	9.06	
ADANA	A	655	4800.55	7135.99	2335.44	48.65	13.64
	B	465.8	3037.58	4300.75	1263.17	41.58	15.33
	C	64.7	842.61	999.35	156.74	18.60	7.68
AFYON ÇİMENTO	1000	121755.4	100829.38	-20926.02	-17.19	0.82	
AKSA	250	20659.53	24281.27	3621.74	17.53	1.21	
ALKİM KİMYA	311.8	4222.03	5105.36	883.33	20.92	7.39	
ANADOLU CAM	50	1409.16	1291.36	-117.8	-8.36	3.55	
ANADOLU EFES	200	30367.88	48599.93	18232.05	60.04	0.66	
ANADOLU GIDA	112.6	9447.12	10826.4	1379.28	14.60	1.19	
ANADOLU HAYAT	157	5384.14	4953.55	-430.59	-8.00	2.92	
ANADOLU SİGORTA	45	2799.63	2686.29	-113.34	-4.05	1.61	
ARÇELİK	200	10044.83	14971.72	4926.89	49.05	1.99	
ASELSAN	100	8394.01	10248.03	1854.02	22.09	1.19	
AYEN	3999	27189.74	53434.41	26244.67	96.52	14.71	
AYGAZ	200	26962.22	25282.05	-1680.17	-6.23	0.74	
BAĞFAŞ	700	11737.31	21517.91	9780.6	83.33	5.96	
BANVİT	50	8910.28	9929.31	1019.03	11.44	0.56	
BATIL ÇİMENTO	70	2840.87	4292.2	1451.33	51.09	2.46	
BOLU ÇİMENTO	122.3	1666.72	2255.33	588.61	35.32	7.34	
BORUSAN BORU	300	4445.7	6220.14	1774.44	39.91	6.75	
BOSCH FREN	36079.6	905613.75	1051410.92	145797.17	16.10	3.98	
BOSSA	120	1561.4	1889.12	327.72	20.99	7.69	
BRİSA	1870	27229.03	27981.28	752.25	2.76	6.87	
BŞH PROFİLO	386.5	19750.39	15870.62	-3879.77	-19.64	1.96	
COMUN	62.5	21812.49	22456.17	643.68	2.95	0.29	
ÇELEBİ	204	65553.59	60183.18	-5370.41	-8.19	0.31	
ÇİMBETON	112.1	4150.87	5606.84	1455.97	35.08	2.70	
ÇİMENTAŞ	118.8	13371.7	12068.56	-1303.14	-9.75	0.89	
ÇİMSA	390	8135.14	8344.82	209.68	2.58	4.79	
DENTAŞ	184	1880.84	3075.81	1194.97	63.53	9.78	
DİTAŞ	500	8461.03	14313.86	5852.83	69.17	5.91	
EGE GÜBRE	330.6	3762.59	4566.4	803.81	21.36	8.79	
ENKA HOLDİNG	400	63526.68	70190.93	6664.25	10.49	0.63	
GÖLTAŞ ÇİMENTO	2500	4553.02	6419.43	1866.41	40.99	54.91	
GÜBRE FABRİK	200	5791.44	10106.13	4314.69	74.50	3.45	
İŞ	A	298.3	27000000	34000000	7000000	25.93	0.00
	B	179.2	718159.91	994375	276215.09	38.46	0.02
	C	159.3	9821.01	9769.73	-51.28	-0.52	1.62
İZOCAM	400	4673.7	6046.67	1372.97	29.38	8.56	
KARSU TEKSTİL	300	3925.21	5163.02	1237.81	31.53	7.64	
KARTONSAN	1486.2	38452.44	45118.57	6666.13	17.34	3.87	
KAV	266	3221.81	3829.72	607.91	18.87	8.26	
KİPA	100	5823.54	5123.25	-700.29	-12.03	1.72	
KOÇ	100	33182.93	54850.65	21667.72	65.30	0.30	
KONYA ÇİMENTO	100	4040.33	5830.23	1789.9	44.30	2.48	
KORDSA	307	7337.96	9281.1	1943.14	26.48	4.18	
LİNK	550	7614.12	7074.54	-539.58	-7.09	7.22	
MARDİN ÇİMENTO	611.45	6788.23	10721.01	3932.78	57.94	9.01	
MARET	300	4165.07	6280.72	2115.65	50.80	7.20	
MARSHALL	1760	35778.44	34094.22	-1684.22	-4.71	4.92	
MİGROS	500	69755.08	71969.6	2214.52	3.17	0.72	
MUTLU AKÜ	100	6607.34	7594.57	987.23	14.94	1.51	
NETAŞ	700	52415.64	73831.68	21416.04	40.86	1.34	
NUH ÇİMENTO	300	7604.42	9538.79	1934.37	25.44	3.95	
OLMUKSA	250	5483.59	7610.73	2127.14	38.79	4.56	
OTOKAR	750	9688.11	13002.09	3313.98	34.21	7.74	
OYSA NIĞDE	1384	8101.46	10823.23	2721.77	33.60	17.08	
PASTAVİLLA	200	9941.07	14917.3	4976.23	50.06	2.01	

ŞİRKETLER	nakit kâr payı (TL)	açıklamanın yapıldığı günkü fiyat (TL)	kâr payı dağıtım günü oluşan fiyat (TL)	fiyat değişimi (TL)	fiyat değişimi (%)	kâr payı (%)
PETROL OFİSİ	1219	40653.61	45871.53	5217.92	12.84	3.00
PINAR ET UN-	861.9	3438.5	4198.4	759.9	22.10	25.07
PINAR SU	950	5080.65	11034.36	5953.71	117.18	18.70
SARKUYSAN	410	8288.67	16006.44	7717.77	93.11	4.95
SASA	790	10154.34	11003.05	848.71	8.36	7.78
SODA	200	3949.89	2935.74	-1014.15	-25.68	5.06
T. KALKINMA BANK	49	5379.84	5667.74	287.9	5.35	0.91
TAÇ YAT. ORT.	2400	2643.99	7517.03	4873.04	184.31	90.77
TAT	200	6160.14	7289.14	1129	18.33	3.25
TİRE KUTSAN	144	2958.92	3678.92	720	24.33	4.77
TRAKYA CAM	220	4229.65	4166.94	-62.71	-1.48	5.20
TUBORG	240.7	4688.66	10695.11	6006.45	128.11	5.13
TÜPRAŞ	2803	25444.03	34752.41	9308.38	36.58	11.02
USAŞ	95492	1073953.17	1465026.94	391073.77	36.41	8.89
YAPI KREDİ YAT.ORT	900	1914.81	2464.69	549.88	28.72	47.00
YASAŞ	74.7	1081.07	2780.95	1699.88	157.24	6.91
YATAŞ	50	3385.15	4712.43	1327.28	39.21	1.48
YAZICILAR	150	21334.54	26884.95	5550.41	26.02	0.70
YÜNİSA	660	8710.21	10884.41	2174.2	24.96	7.58

Tablo 9. 2001 Yılında Hisse Senedi Şeklinde Kâr Payı Dağıtan Şirketlere Ait Hisse Senetlerine İlişkin Veriler

ŞİRKETLER	kâr payı (%)	açıklamanın yapıldığı günlük fiyat (TL)	dağıtımdan bir önceki günlük fiyat (TL)	kâr payı dağıtım günü oluşan fiyat (TL)	olması gereken fiyat (TL)	dağıtımdan sonra elde edilen kâr (TL)	fiyat değişimi (%)	kâr payı (%)
ADEL KALEMCİLİK	50.00	9487.44	11301.88	7535.31	7534.59	0.72	19.12	0.01
ALARKO GMYO	12.00	14442.24	13750.81	12230.68	12277.33	-46.65	-4.79	-0.38
ALARKO HOLDİNG	20.00	23649.61	28400.19	24957.88	23666.83	1291.06	20.09	5.17
ALTERNATİFBANK	55.35	588.59	921.38	620.56	593.10	27.46	56.54	4.43
ANADOLU GIDA	100.00	9447.12	10826.4	5361.2	5413.20	-52.00	14.60	-0.97
ANADOLU HAYAT	40.00	5384.14	5360.32	3650.04	3828.80	-178.76	-0.44	-4.90
ANADOLU SİGORTA	66.67	2799.63	2560.66	1525.65	1536.37	-10.72	-8.54	-0.70
ARÇELİK	50.00	10044.83	14971.72	9797.69	9981.15	-183.46	49.05	-1.87
BEKO ELEKTRONİK	50.00	3996.44	5206.71	3602.03	3471.14	130.89	30.28	3.63
COMMERCIAL ÜN. SİG.	100.00	4881.42	22456.17	12275.95	11228.09	1047.87	360.03	8.54
DIŞBANK	87.00	895.83	1405.29	790.29	751.49	38.80	41.12	4.91
DOĞAN BURDA	250.00	11638.82	15017.46	4028.34	4290.70	-262.36	29.03	-6.51
DOĞAN HOLDİNG	100.00	5115.22	3195.15	1565.53	1597.58	-32.05	-37.54	-2.05
DOĞAN YAYIN HOL.	50.00	3757.5	1560.21	1051.35	1040.14	11.21	-58.48	1.07
FİNANS FİN. KİR.	36.37	1395.24	2144.82	1806.12	1572.79	233.33	53.72	12.92
FİNANSBANK	65.00	1006.08	1582.26	964.34	958.95	5.39	57.27	0.56
FORD OTOSAN	150.00	25877.44	34380.8	13580.23	13752.32	-172.09	32.86	-1.27
GARANTİ GMYO	55.00	611.96	1091.03	732	703.89	28.11	78.28	3.84
GSD HOLDİNG	350.00	10109.58	12239.21	2697.67	2719.82	-22.15	21.07	-0.82
GÜNEŞ SİGORTA	80.00	2147.29	1892.84	1064.99	1051.58	13.41	-11.85	1.26
HÜRRİYET GAZETECİLİK	68.00	2622.31	4824.45	2718.72	2871.70	-152.98	83.98	-5.63
İŞ GMYO	20.00	1559.15	1688.09	1429.56	1406.74	22.82	8.27	1.60
İZOCAM	45.00	4673.7	6046.67	4140.22	4170.12	-29.90	29.38	-0.72
KARŞAN OTOMOTİV	100.00	31032.82	51310.7	25466.07	25655.35	-189.28	65.34	-0.74
KOÇ HOLDİNG	30.00	33182.93	54850.65	40292.55	42192.81	-1900.26	65.30	-4.72
MİLPA	60.00	1725.45	1828.44	1155.87	1142.78	13.10	5.97	1.13
OTOKAR	50.00	9688.11	11491.27	7519.82	7660.85	-141.03	18.61	-1.88
RANT FİNANSAL KİR.	43.70	699.75	847	592.98	589.42	3.56	21.04	0.60
RAY SİGORTA	40.00	1457.23	1800	1375	1285.71	89.29	23.52	6.49
TAT KONSERVE	50.00	6056.6	7289.14	4637.03	4859.43	-222.40	20.35	-4.80
T EKSTİLBANK	35.10	885.69	792.04	543.96	586.26	-42.30	-19.65	-7.78
TOPRAK FİN. KİR.	52.50	881.21	993.63	484.34	454.84	29.50	1.82	6.09
T.Ş.K.B.	37.50	804.55	722.57	545.56	525.51	20.05	-10.19	3.68
ÜNYE ÇİMENTO	39.80	1991.32	3131.78	1963.2	2240.17	-276.97	57.27	-14.11
VAKİF FİN. KİR.	60.00	1466.52	1910.65	1183.46	1194.16	-10.70	30.28	-0.90
VAKIF GMYO	25.00	3043.14	3115.62	2715.27	2492.50	222.77	2.38	8.20
YAPI KREDİ SİGORTA	60.00	2780.61	3126.79	1968.76	1954.24	14.52	12.45	0.74
YAPI KREDİ BANKASI	50.00	3278.91	4977.37	3285.66	3318.25	-32.59	51.80	-0.99

4. Araştırmanın Yöntemi

Araştırmada tam sayım yöntemi kullanılarak, ilgili yıllarda kâr payı dağıtan tüm şirketlere ait hisse senetleri araştırma konusuna dahil edilmiştir.

Araştırmaya konu edilen ve 1999 yılında 131 , 2000 yılında 132 ve 2001 yılında 118 hisse senedinin fiyatlarıyla, dağıttıkları kâr payı arasında doğrusal bir ilişki olduğu varsayılmış, bu nedenle araştırmada basit doğrusal regresyon denklemi kullanılmıştır. Denklemimiz:

$$Y = \alpha + \beta X \text{ olup;}$$

Y = bağımlı değişkeni

α = sabit değeri

β = regresyon katsayısını

X = bağımsız değişkeni

göstermektedir.

Basit regresyon analizinin amacı, iki değişken arasındaki gerçek ilişkinin yukarıdaki denklem yardımıyla bir tahminini elde etmektir.⁸⁰

Basit doğrusal regresyonda, bağımsız değişken değerleri sabit sayılardır. Başka bir deyişle bağımsız değişken kontrol altındadır. Saptanan her X değeri için bağımlı değişkenin rassal olarak seçilen değerleri ölçülür.⁸¹

$Y = \alpha + \beta X$ formülü, deterministik bir modeli ifade etmektedir. Yani bu denklem, Y bağımlı değişkeni ile X bağımsız değişkeni arasında doğrusal kesin bir bağlantıyı gösterir. α ve β bilindiğinde, X için bir değer verecek olursak bunun karşılığında tek bir Y değeri buluruz. Ancak araştırmamızdaki ilişkide, değişkenler arasındaki bağlantının kesin olduğunu söylemek ve buna göre hareket etmek hatalı sonuçlara yol açacaktır. İlişkiyi temsil eden kesin bağlantı ile gerçek değer arasındaki

⁸⁰ Bilge Aloba Köksal. *İstatistik Analiz Metodları*. Üçüncü Basım.(İstanbul:Çağlayan, 1995) s.357

⁸¹ Özkan Ünver. *Uygulamalı İstatistik Yöntemler*. (Ankara:Gazi Ü. Yay.,1988) s.299

farka *hata* denir. Matematiksel olarak ε ile gösterilir. Bu durumda araştırmamızda $Y = \alpha + \beta X + \varepsilon$ şeklinde bir denklem kullanmak daha doğru olacaktır. Çünkü modelimiz deterministik değil, olasılıklı model (probabilistik)dir.⁸² Bu araştırmada kullanılan model olasılıklı modeldir ve hata terimi içermektedir.

5. Araştırmanın Değerlendirilmesi

Değerlemeye alınan hisse senetlerinin, yapılan analizinde elde edilen sonuçları gösteren ıktılar Tablo 10, Tablo 11 ve Tablo 12’de gösterilmiştir.

Tablo 10’da 1999 yılına ait sonuçlar görülmektedir. 1999 yılı için yapılan araştırmada elde edilen sonuç, istatistik olarak önemli değildir. Ayrıca R^2 ’nin de, 0.016 olarak çıkması bu sonucu desteklemektedir. Bu dönem de R de, 0.128 olarak gerçekleşmiştir. Dolayısıyla, 1999 yılında yapılan araştırmada, İMKB’de kâr payı dağıtımıyla, kâr payı dağıtan hisse senetlerinin fiyatları arasında hiç bir ilişkiye rastlanmamıştır.

Tablo 11’de 2000 yılına ait sonuçlar görülmektedir. 2000 yılı için yapılan araştırmada elde edilen sonuç, istatistik olarak önemli değildir. Ayrıca R^2 ’nin de, 0.000 olarak çıkması bu sonucu desteklemektedir. Bu dönem de R de, 0.020 olarak gerçekleşmiştir. Dolayısıyla, 2000 yılında yapılan araştırmada, İMKB’de kâr payı dağıtımıyla, kâr payı dağıtan hisse senetlerinin fiyatları arasında hiç bir ilişkiye rastlanmamıştır.

Tablo 12’de 2001 ait sonuçlar görülmektedir. 2001 için yapılan araştırmada elde edilen sonuç, istatistik olarak %5 seviyesinde anlamlıdır. 2001 yılı içinde kâr payı dağıtım döneminde, hisse senedi fiyatlarındaki değişimlerin %9.8’i kâr payları tarafından açıklanabilmektedir. Bu durum Tablo 9’da R^2 ’nin 0.098 olmasıyla açıklanmaktadır. Sayısız faktörlerden etkilenen hisse senedi fiyatları için bu oranın önemli olmadığı düşünülebilir. 2001 senesinde hisse senetlerinde meydana gelen fiyat

⁸² Tümay Ertek. *Ekonometriye Giriş*. (4. Basım.İstanbul:Beta, 1987) s. 114

değişimlerinin %90.1'i diğer tüm faktörler tarafından açıklanmaktadır. Ayrıca bu dönemde, iki değişken arasındaki korelasyon katsayı (R) da %31.4 olarak gerçekleşmiştir. %31.4'lük ilişki kuvvetli bir ilişki olarak görünmeyebilir ancak istatistik hesaplamalar sonucu elde edilecek korelasyon katsayısı hangi sınırın üzerinde çıktığında ilişkinin kuvvetli sayılacağına dair kesin bir kriter yoktur. Ancak diyebiliriz ki 2001 yılı içinde dağıtılan kâr paylarıyla, hisse senetleri fiyatları arasında $Y = \alpha + \beta X + \varepsilon$ şeklinde açıklanabilen bir ilişki bulunmasına rağmen R^2 'nin düşük çıkması bu ilişkinin gözardı edilebilir olduğunu düşündürmektedir.

Bilindiği üzere 2001 yılı Şubat ayında ortaya çıkan kriz menkul kıymet borsalarını da derinden etkilemiştir. Türkiye'de kâr payı dağıtım duyuruları genellikle Mart ayında yapılmaktadır. Dolayısıyla 2001 yılında, şirketlerin kâr payı dağıtım kararlarını açıkladıkları dönem İMKB'de siyasi ve ekonomik beklentilerin diğer yıllara göre çok daha düşük olduğu, bir kriz dönemi denk gelmiştir. Bu sebeple 2001 yılında araştırılan dönemde, İMKB'de ağırlığı olan siyasi ve ekonomik beklentilerin çok azaldığı, hisse senedi fiyatları üzerinde etkili olduğu düşünülen diğer beklentilerin ağırlığının arttığı bir dönemdi. 2001 yılında, kâr payı dağıtım kararlarının hisse senedi fiyatları etkili olması bu nedene bağlanabilir.

Sonuç olarak yatırımcılara ödenen kâr payı ile hisse senedi fiyatları arasındaki ilişki hala tartışılmaktadır. Yapılan çalışmada, kâr paylarıyla hisse senedi fiyatları arasında istikrarlı bir ilişkiye rastlanmamıştır. Her ne kadar 2001 yılında anlamlı ancak düşük düzeyli bir ilişki ortaya çıkmışsa da, bu sonuç değerlendirilirken 2001 yılında araştırılan dönemin olağanüstü şartları da göz önünde tutulmalıdır.

Son derece gelişmiş piyasalarda bile halen tartışılmakta olan bu konuda yorum yaparken, temkinli olmakta fayda vardır. Sonuca etki edebilecek olan makro, mikro ve psikolojik etmenlerin de modelde yer alması daha sağlıklı sonuçlar elde edilmesinde yardımcı olacaktır.

Variables Entered/Removed^b

Model	Variables Entered	Variables Removed	Method
1	kar payi(%) ^a		Enter

a. All requested variables entered.

b. Dependent Variable: fiyat degisimi(%)

Model Summary

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
1	.128 ^a	.016	.009	26.7652

a. Predictors: (Constant), kar payi (%)

ANOVA^b

Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	1538.234	1	1538.234	2.147	.145 ^a
	Residual	92412.481	129	716.376		
	Total	93950.715	130			

a. Predictors: (Constant), kar payi (%)

b. Dependent Variable: fiyat degisimi(%)

Coefficients^a

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
		B	Std. Error	Beta		
1	(Constant)	16.843	2.768		6.086	.000
	kar payi (%)	-.526	.359	-.128	-1.465	.145

a. Dependent Variable: fiyat degisimi(%)

Variables Entered/Removed^b

Model	Variables Entered	Variables Removed	Method
1	kar payi(%) ^a		Enter

a. All requested variables entered.

b. Dependent Variable: fiyat degisimi(%)

Model Summary

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
1	.020 ^a	.000	-.007	21.1691

a. Predictors: (Constant), kar payi(%)

ANOVA^b

Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	23.701	1	23.701	.053	.818 ^a
	Residual	58257.195	130	448.132		
	Total	58280.896	131			

a. Predictors: (Constant), kar payi(%)

b. Dependent Variable: fiyat degisimi(%)

Coefficients^a

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
		B	Std. Error	Beta		
1	(Constant)	.750	1.916		.391	.696
	kar payi(%)	6.234E-02	.271	.020	.230	.818

a. Dependent Variable: fiyat degisimi(%)

İstanbul Kültür Varlıklarını Koruma Kurulunun
 12.05.2000 tarihli kararına istinaden
 İstanbul Kültür Varlıklarını Koruma Kurulu
 İstanbul Kültür Varlıklarını Koruma Kurulu

Variables Entered/Removed^b

Model	Variables Entered	Variables Removed	Method
	kar payi(%) ^a		Enter

a. All requested variables entered:

b. Dependent Variable: fiyat degisimi(%)

Model Summary

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
	.314 ^a	.098	.091	44.5509

a. Predictors: (Constant), kar payi(%)

ANOVA^b

Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
	Regression	25127.021	1	25127.021	12.660	.001 ^a
	Residual	230235.23	116	1984.786		
	Total	255362.25	117			

a. Predictors: (Constant), kar payi(%)

b. Dependent Variable: fiyat degisimi(%)

Coefficients^a

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
		B	Std. Error	Beta		
	(Constant)	24.773	4.517		5.484	.000
	kar payi(%)	1.283	.361	.314	3.558	.001

a. Dependent Variable: fiyat degisimi(%)

[Faint, illegible stamp or signature]

SONUÇ

İMKB'de 1999, 2000 ve 2001 yıllarında kâr payı dağıtan hisse senetleri üzerinde yapılan çalışmada, kâr payı dağıtımının hisse senedi fiyatı üzerine etkisi konusunda Myron Gordon ve John Lintner'in görüşlerinin geçerli olmadığı ortaya konmuştur. Miller – Modigliani'nin İlişkisizlik Teorisi ise, İMKB'nda belirli bir ölçüde kabul edilebilir niteliktedir. İlişkisizlik Teorisinde hisse senedi değerini belirleyen eşas faktörün şirketin yatırım ve kazanç gücü olduğu ileri sürülmektedir. Belirli şartlar altında bu durumun İMKB'de geçerli olduğu söylenebilir. Türkiye'deki gibi, sürekli istikrarsız olan bir ekonomide, hiç şüphesiz ki yatırımcılar sermayesi büyük, yatırım ve kazanç gücü olan şirketleri tercih etmektedirler.

Kâr payı dağıtım karar ve politikaları ile hisse senedi fiyatı arasındaki ilişkiyi açıklayan teorik görüşler belirli koşullar altında, gelişmiş ve etkin piyasalarda geçerli olabilir. Ancak İMKB'nın henüz yeterince etkin olmaması, piyasada derinlik sağlanamamasından dolayı spekülörlerin etkisinin fazla olması, piyasanın manipülasyona açık olması ve yatırımcıların hisse senedi yatırımlarını kısa vadeli olarak algulamaları, teorik yaklaşımları son derece tartışmalı hale getirmiştir.

Türkiye'de hisse senedi fiyatlarının oluşumunda rasyonel olmayan unsurlar kadar ekonomik ve siyasi gelişmeler de rol oynamaktadır. Siyasi ve/veya ekonomik otoritenin aldığı kararlar yatırımcıların tercihlerinde değişikliklere yol açabilir. Sadece otoritenin aldığı kararlar değil, otoriteye duyulan güvensizlik, hatta otorite olan insanların sağlık durumları bile yatırımcıların tercihlerini etkileyerek, alternatif yatırım araçlarına yönelmesine sebep olabilir. Siyaset dünyasındaki beklentiler ve/veya tartışmalar, hisse senedi fiyatlarının inişli çıkışlı grafikler çizmesine yol açabilir.

Sonuç olarak İMKB'nda, hisse senedi fiyatlarını etkileyebilecek bir çok değişken bulunmaktadır. Yatırımcıların, bu değişkenleri doğru bir şekilde analiz etmesi fiyatların daha gerçekçi oluşmasını sağlayabilir. Ancak bu analizlerin, manipülasyonu engelleyici önlemler alınmadığı, siyasette ve ekonomide istikrar sağlanmadığı sürece etkisiz kalacağı düşünülmektedir.

KAYNAKÇA

- Ackert, Lucy F.; William C. Hunter. "An Empirical Examination of the Price-Dividend Relation with Dividend Management." **Federal Reserve Bank of Chicago**. (2000)
- Akgüç, Öztin. **Finansal Yönetim**. Yedinci Baskı. İstanbul: Avcıol Basım-Yayın, 1998, ss. viii + 991
- Allen, Dave E.; Veronica S. Rachim. "Dividend policy and stock price volatility: Australian evidence" **Applied Financial Economics**, 6:175 – 188, 1996
- Ataman, Ümit. "Hisse Senetlerinin Değerlemesi." Doktora Tezi, İstanbul İktisadi ve Ticari İlimler Akademisi Muhasebe Kürsüsü, 1974.
- Aydın, Nurhan. **Finansal Yönetim**. Eskişehir: Birlik Ofset, 1995, ss. viii + 235 + ii
- Aydoğan, Kürşat; Gülnur Muradoğlu. "Do Markets Learn From Experience? Price Reaction to Stock Dividends in the Turkish Market". **Applied Financial Economics**. 8:1, s. 41 – 49, February 1998
- Bar-Yosef, Sasson; Oded H. Sarig. "Dividend Surprises Inferred from Option and Stock Prices." **The Journal of Finance**, 48:1623 – 1640, 1992
- Berberoğlu, Necat; Sadık Arslan, Muharem Afşar. "Hisse Senetlerinde Değerleme Yöntemleri ve Türkiye'de Hisse Senetlerinin Fiyatlarını Belirleyen Faktörlerin Analizi." **Eskişehir Anadolu Ü. İ.İ.B.F. Dergisi** Cilt no:10, 1-2: 1 – 34, 1992
- Berk, Niyazi. **Finansal Yönetim**. İkinci Basım. İstanbul: Türkmen Kitabevi, 1995. ss. viii + 498
- Brealey, Richard A., Stewart C. Myers, Alan J. Marcus. **İşletme Finansının Temelleri**. İstanbul: Mc Graw Hill – Literatür Ortak Yayını, Ekim 1977. ss. xxxvi + 746
- Büker, Semih. "Hisse Senedi Değerlerinin Bulunmasında Şirket Gelirlerinin ve Kâr Paylarının Önemi", **E.İ.T.İ.A. Dergisi** 11, 1, Ocak 1975
- Brown, Philip; Terry Walter. "Ex-Dividend Day Behaviour of Australian Share Prices." **Australian Journal of Management**. 11, s. 139 – 152, December 1986
- Dağlı Hüseyin. **Finansal Yönetim**. İstanbul: Beta Basım Dağıtım, Ekim 1999, ix + 419
- Damodoran, Aswath. **Corporate Finance (Theory and Practice)**. New York: John Wiley & Sons Corp., 1997. ss. xxv + 876

- Dhatt Manjeet S., Kim Yong. "The Role of Stock Dividends in Korea" **Global Finance Journal** 8:295 – 309, 1997
- Dilmaç, Mehmet. "Şirketlerde Kâr Dağıtım Politikası ve Hisse Senedi Değeri" Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi. İstanbul Üniversitesi SBE, 1991
- Durand, David. "The Cost of Capital Corporation Finance and Theory of Investment Comment". **American Economic Review**. 49:636 – 654, September 1959
- Enhoş, Bora. "Temettülerin Hisse Senedi Fiyatları Üzerine Etkisi ve İMKB'sında Bir Uygulama". Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi. Gazi Üniversitesi SBE, 1991.
- Erdoğan, Muammer. **İşletme Finansmanı**. Diyarbakır: Dicle Üniv Yayınları, Yayın No:2, 1990. ss. xiii + 302
- Ertek, Tümay. **Ekonometriye Giriş**. Dördüncü Basım. İstanbul: Beta Basım Yayım Dağıtım, 1987. ss. viii + 271
- Espitia, Manuel; Francisco-Javier Ruiz. "Ex-dividend day stock price falls on the Spanish stock market" **Applied Financial Economics**, 7:481 – 492, 1997
- Fisher, G.R. "Some Factors Influencing Share Prices." **Economic Journal**. 71:121 – 141, 1961
- Friend Irwin, Marshall Puckett. "Dividends and Stock Prices". **American Economic Review**. LIX:656 – 682, September 1964
- Gönenli, Atilla. **İşletmelerde Finansal Yönetim**. Altıncı Basım. İstanbul: İstanbul Üniversitesi Yayın No:3463, 1988. ss. xvi + 650
- Hatiboğlu, Zeyyat. **Özet İşletme Finansmanı**. İstanbul: Lebib Yalkın Yayınları, Mart 1999. viii + 220
- Jack C. Francis. **Investments: Analysis and Management**. Second Edition. New York: Mc Graw Hill, 1976. ss. xvi + 710
- Kanalıcı, Hülya. **Hisse Senedi Fiyatlarının Tesbiti ve Tesir Eden Faktörler**. Ankara: SPK Yayın No:77, Temmuz 1997. ss. x + 133
- Karaşin, A.Gültekin. **Sermaye Piyasası Analizleri**. İkinci baskı. Ankara: SPK Yayınları, 1987. ss. xi + 180
- Kolb, Robert W.; Ricardo J. Rodriguez, Adam E. Carlin. **Finansal Yönetim**. Çeviren:Ali İhsan Karacan. Ankara:SPK Yayın No: 36, Ağustos 1996, v + 261
- Köksal, Bilge Aloba. **İstatistik Analiz Metodları**. Üçüncü Basım. İstanbul: Çağlayan Basımevi, 1995 ss. xvi + 572

- Koroğlu, Deniz. “Şirketlerin Temettü Dağıtım Politikasını Belirleyen Faktörler ve Temettü Dağıtımının Hisse Senedi Fiyatına Etkisi” Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi. İstanbul Üniversite SBE, 1992
- Kutukız, Doğan. “Finansal Açıdan Anonim Şirketlerde Kâr Payı Dağıtım Politikası ve Türkiye Uygulaması.”Yayınlanmamış Doktora Tezi. İnönü Üniversitesi SBE, 1997
- Lerner Eugene M., Williard T. Carleton. **A Theory of Financial Analysis**. New York: Harcourt, Brace&World Series, 1966, xii + 281
- Mao, James. **Corporate Financial Decision**. California: Pavan Publishers, 1976. xix + 625
- Miller,Merton, Franco Modigliani. “Cost of Capital. Corporation Finance and The Theory of Investment.” **American Economic Review**. XLVIII:261 - 297, June 1958
- Miller, Merton; Franco Modigliani. “Some Estimates of Cost of Capital to the Electric Utility Industry 1954 – 1957”. **American Economic Review**. LVI:333 – 391, June 1966
- Milonas, Nikolaos T., Nickolaos G. Travlos. “The Ex-dividend Day Stock Price Behavior in the Athens Stock Exchange.” http://papers.ssrn.com/sol3/delivery.cfm/SSRN_ID274080_code010618600.pdf?abstractid=274080. 2001
- Milonas, Nikolaos; Nickolaos Travlos, Jason Zezhong Xiao, Cunkai Tan. “The Ex-Dividend Day Stock Price Behavior in the Chinese Stock Market.” http://papers.ssrn.com/sol3/delivery.cfm/SSRN_ID314881_code020614600.pdf?abstractid=314881. 2002
- O'Donnell, John L., Ali Sait Yüksel. **Para Bulmanın Seçilmiş Konuları**. Ankara: Ayyıldız, 1970. xi + 244
- Arzu Türksoy Özoğuz. “Stock Dividend Annoucements and Stock Returns: An Empirical Analysis.” MBA Thesis, Koç University The Graduate School of Business ,1996
- Papaioannaou, George; Nickolaos Travlos, Nickolaos Tsangarakis. “Valuation Effects of Greek Stock Dividend Distributions”. **European Financial Management**. 6:4, (2000) s. 515 - 531
- R.Richardson Pettit. “The Impact of Dividend and Earning Annoucements : A Reconciliation” **Journal of Business**. 49:1: 86 – 96, January 1976

Robichek Alexander A., Stewart C. Myers. **Optimal Financial Decisions.** New Jersey:Prentice – Hall Inc.,1965. ss. x + 166

Romon, Frédéric. “Contribution of Dividend Policy Stability to the Measurement of Dividend Announcement and Ex-Dividend Effects on the French Market.” [http://papers.ssrn.com/sol3/delivery.cfm/000623305.pdf?abstractid=234149.](http://papers.ssrn.com/sol3/delivery.cfm/000623305.pdf?abstractid=234149)

Stewart Myers. **Modern Developments In Financial Management.** New York: Praeger, 1976. ss. xiv + 695

Sarıkamış, Cevat. **Sermaye Pazarları.** İstanbul: Alfa Yayınları,1995. ss. iv + 317

_____. **Sermaye Pazarları.** Üçüncü Basım. Bursa: Alfa Yayınları, 1998. ss.325

Solomon, Ezra. **The Theory of Financial Management.** New York: Columbia University Press, 1963. ss. 170

Tatari, M. Fatih. “ Analysis of Cash vs. Stock Dividend Announcements’ Effect On Stock Prices In the İstanbul Stock Exchange” (Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, Marmara Ü. SBE, 1999)

Türko, Metin. **Finansal Yönetim.** Erzurum: Alfa Yayınları, 1999. ss. xvii + 767

Türko, Metin. **Değerleme Açısından Kâr Dağıtım Politikası.** Erzurum: Atatürk Üniversitesi Yayınları. Yayın No:630, 1985.

Ünver, Özkan. **Uygulamalı İstatistik Yöntemler.** Ankara: Gazi Üniversitesi Yayınları. Yayın No: 123, 1988. ss.411

Watts, Ross. “The Information Content of Dividends”. **Journal of Business.** 46:4: 191 – 211, April 1973

Yüksel, Ali Sait. **Parabolma ve Yatırım.** İkinci basım. İstanbul:Fatih Matbaası, ss. xv + 386

<http://www.analiz.com>. **Analiz Yatırım Araştırmaları A.Ş. Resmi Web Sitesi**

<http://www.garantiyatirim.com.tr>. **Garanti Yatırım A.Ş. Resmi Web Sitesi**

<http://www.imkb.gov.tr>. **İMKB Resmi Web Sitesi**

<http://www.ssrn.com>. **Social Sciences Research Network**

<http://www.epnet.com>. **EBSCO İnförmatıon Services**

İMKB Günlük Bültenleri, 1999

İMKB Günlük Bültenleri, 2000

İMKB Günlük Bültenleri, 2001