

# ŞİRKETLERE YAPILAN SERMAYE YATIRIMLARI ORTAKLARIN MİNİMUM GETİRİ BEKLENTİSİNİ KARŞILAYABİLİYOR MU?\*

Prof. Dr. Selahattin KARABINAR<sup>a</sup>  
Dr. Öğr. Üyesi Fırat ALTINKAYNAK<sup>b</sup>

Ampirik Araştırma  
(Empirical Research)

Muhasebe ve Vergi  
Uygulamaları Dergisi  
Kasım 2020; 13 (3): 589-601

## ÖZ

Bu çalışmanın amacı, ortaklara dağıtılan birinci temettünün, günümüz piyasa şartlarında ortakların minimum getiri beklentisini karşılayıp karşılamadığının araştırılmasıdır. Bu doğrultuda nicel veri analizi yöntemi kullanılarak yapılan çalışmada, ödenmiş sermaye üzerinden sabit oranda ödenen birinci temettü, riski en az olan ve tüm finans piyasalarında minimum getiri oranı olarak kabul gören, “Devlet İç Borçlanma Senedi” faiz oranlarıyla karşılaştırılarak analiz edilmiştir. Ayrıca çalışma kapsamında, kanun maddesinde öngörülen birinci temettünün sabit yüzde beşlik oranı, iktisadi fonksiyonlarla doğrulanan “Sermaye-Gelir Oranı” açısından da incelenmiştir. Çalışma sonucunda, gerek şirketlerin ödenmiş sermayelerinin kayıtlı değerinin muhasebe açısından güncellenememesi gerekse dönemsel makroekonomik göstergelerdeki dalgalanmalardan dolayı, ortaklara dağıtılan birinci temettünün, sermaye piyasalarında kabul gören minimum getiriden, ortalama 3 ile 30 kat arasında daha az olduğu tespit edilmiştir. Bu durum, ortakların minimum getiri beklentisini karşılamamakla beraber şirketlerin sermaye kaynaklarına ulaşmasını zorlaştırmakta aynı zamanda şirketleri borçlanmaya itmektedir. Çalışma kapsamında, bu sorunun çözümü olarak ise, “birinci temettü oranının, yatırımların minimum getiri oranı olarak kabul gören, o yılki devlet iç borçlanma senedi faiz oranlarına bağlanması” önerilmektedir.

**Anahtar Sözcükler:** Sermaye, Birinci Temettü, Devlet İç Borçlanma Faiz Oranı.

**JEL Kodları:** M40, M41.

## APA Stili Kaynak Gösterimi:

Karabınar, S., Altinkaynak, F. (2020). Şirketlere Yapılan Sermaye Yatırımları Ortakların Minimum Getiri Beklentisini Karşılatabiliyor Mu?. *Muhasebe ve Vergi Uygulamaları Dergisi*. 13 (3), 589-601.

\* Makalenin gönderim tarihi: 01.12.2019; Kabul tarihi: 06.04.2020, iThenticate benzerlik oranı %16

<sup>a</sup> İstanbul Üniversitesi, İktisat Fakültesi, [selahattin.karabınar@istanbul.edu.tr](mailto:selahattin.karabınar@istanbul.edu.tr)

ORCID: [0000-0003-3102-979X](https://orcid.org/0000-0003-3102-979X)

<sup>b</sup> Malatya Turgut Özal Üniversitesi, İşletme ve Yönetim Bilimleri Fakültesi,

[firat.altinkaynak@ozal.edu.tr](mailto:firat.altinkaynak@ozal.edu.tr), ORCID: [0000-0003-0960-2254](https://orcid.org/0000-0003-0960-2254)

## MAY CAPITAL INVESTMENTS TO COMPANIES MEET THE MINIMUM RETURN EXPECTATION OF THE SHAREHOLDERS?

### ABSTRACT

The aim of this study is to investigate whether the primary dividend distributed to the partners meets the minimum return expectation of the partners in nowadays market conditions. In this context using the quantitative data analysis method in the study, the primary dividend which is paid on a fixed basis over the paid capital was analyzed by comparing with the " State Bill of Bond Interest Ratio " which is accepted that it has minimum risks and the minimum rate of investment's return in all financial markets. In addition, the fixed rate of the first dividend which envisaged percent of 5 in the law was also examined in terms of "Capital-Income Ratio", which is confirmed by economic science in this study. Wherefore the fluctuations in periodic macroeconomic indicators and the paid capital of the companies can not be updated in terms of accounting, it has been determined that the primary dividend distributed to the shareholders is between 3 and 30 times less than the average accepted in the capital markets. This situation makes it difficult to reach the capital resources for companies and as well as it has not meet the shareholder's expectation of the minimum return, but at the same time, it causes to borrow for the companies. It is proposed that, "the primary dividend rate should be associated to the state bill of bond interest ratio of that year which are accepted as the minimum rate of return of the investments" for the solution of this problem in the scope of the study.

**Keywords:** Capital, Primary Dividend, State Bill of Bond Interest Ratio.

**JEL Codes:** M40, M41.

### 1. GİRİŞ<sup>1</sup>

İster bir sanayi şirketi isterse bir hizmet şirketi olsun; sermayeye fiyat biçmek, tarih boyunca iktisadi ekollerde tartışılmalı bir konu olmuştur. 21. yy. başında bulunulan noktada, sermaye ve sermayenin getirisinin paylaşılması sorunu ise makroekonomik, politik ve tam rekabet piyasalarındaki finansal değişimlerdeki süreçlerle beraber her geçen gün önemini artırmaktadır.

Günümüz piyasalarında yatırım alternatiflerindeki çeşitlilik ve bu alternatiflerdeki getirilerin her dönem farklılık arz etmesi, gerek iktisat bilimini gerekse iş ve finans dünyasını, yapılacak yatırımlardaki etkinliği araştırmaya ve yönetmeye itmektedir. Bu çalışmanın konusu olan, "Şirketlere Yapılan Sermaye Yatırımları" diğer birçok yatırım alternatifine göre de daha çok risk barındırmaktadır. Zira bu yatırımlar, ilgili şirketin iç dinamiklerinden piyasa şartlarına, pazardaki rekabetten şirket yönetiminin tutumuna, makroekonomik göstergelerden devlet politikalarına kadar birçok kriterden de etkilenebilmektedir. Dolayısıyla ilgili yatırımlardaki yatırılan sermayenin getirisi, her dönem farklılaşabilmekte ve bazı dönemlerde bu yatırımlar zararlı da sonuçlanabilmektedir. Bu doğrultuda şirketlere yapılan

<sup>1</sup> Bu çalışma "6. Uluslararası Muhasebe ve Finans Araştırmaları Kongresi"nde sunulan ve özet metin olarak yayınlanan çalışmadan türetilmiştir.

sermaye yatırımlarındaki bu riskler ve dönemsel farklılıklar, kanun yapıcıları harekete geçirmiş ve TTK'da (Türk Ticaret Kanunu) yer alan bazı kanun maddeleri ile sermayenin minimum getirisi sabitlemiştir.

Alınıp satılabilen aktiflerin belli bir kısmını oluşturan “Özsermaye” içinde yer alan ve ortaklar tarafından şirkete yatırılan, “Ödenmiş Sermaye” kavramı çalışma kapsamında işlenmektedir. Bu bağlamda çalışma içerisinde geçen “Sermaye” kavramı, “Ödenmiş Sermaye” olarak nitelendirilmektedir. Bu noktadan hareketle TTK'da ilgili kanun maddelerinde yer alan sermayenin minimum getirisi, paranın zaman değerini esas alan ve tüm sektörlerde minimum getiri olarak kabul gören “DİBS” (Devlet İç Borçlanma Faiz Oranları) ile karşılaştırılarak analiz edilmiştir. Bu analiz sonucunda “Ödenmiş Sermaye”nin piyasadaki minimum güncel getirisi ile TTK'da yer alan kâr payı dağıtım oranları arasında çok önemli düzeyde farklılıklar tespit edilmiş ve bu doğrultuda gerekli önerilerde bulunulmuştur.

## 2. LİTERATÜR İNCELEMESİ

Sürekli büyüyen, her geçen gün gelişen ve rekabetin sürekli arttığı piyasalarda, “Sermaye” olgusunun yönetimi, sermayedarlar açısından büyük önem arz etmektedir. Zira tüm sektörlerde ve piyasalarda yatırım alternatiflerine yatırılan veya şirketlere ödenen sermayenin yapısı, getirisi ve yatırılan sermayenin maliyeti, iktisadi ekollerde teorisyenler ve araştırmacılar tarafından tüm zamanlar boyunca birçok araştırmaya da konu olmuştur. Bu bağlamda;

Akbaş (2011) yaptığı çalışmada, bir şirketin borç maliyeti yanında özsermaye maliyetini de esas alan “Ekonomik Katma Değer” ile “Hissedar Değeri”ni incelemiş ve bir şirketin ekonomik katma değer yaratabilmesi için sermaye maliyetinin üzerinde bir kâr sağlaması gerektiği sonucuna ulaşmıştır.

Bayrakdaroğlu ve Şamiloğlu (2011) bankacılık sektöründe yaptıkları çalışma kapsamında, performans ölçümünde özsermayenin maliyeti olan özsermayenin ekonomik katma değerini analiz etmişler ve çalışma sonucunda özsermaye maliyetini esas alan ekonomik katma değer şirket değeri üzerinde etkin olduğu, tam tersine hisse senedi değeri üzerinde ise çok etkin olmadığı sonucuna ulaşmışlardır.

Curtveli (2005) yaptığı çalışmada “Sermaye Yapısı” ile “Sermaye Maliyeti” arasındaki ilişkiyi incelemiş ve ülkedeki makroekonomik koşulların (enflasyonist dönemler vb.), şirketlerin borç ve özsermaye yapılarını belirlediği ve şirketlerin finansal kaldıraçlarını değiştirerek sermaye maliyetlerini azaltabildiği sonucuna ulaşmıştır.

Demir ve Kaderli (2015) yaptıkları çalışmada uluslararası entegrasyonun özsermaye maliyeti üzerindeki etkilerini incelemişler ve çalışma sonucunda

lokal modellerin Türkiye için uygun olmadığını, uluslararası entegrasyon derecesini hesaba katan diğer modellemelerin daha gerçekçi sonuçlar verdiğini tespit etmişlerdir.

Ertaş ve Karaca (2010) yaptıkları çalışmada kâr dağıtım ilanı ile gerçekleşmesi arasında geçen sürenin firma değerine etkisini araştırmışlar ve çalışma sonucunda iki süre aralığındaki kısalığın, hisse değerine, firma değerine ve yatırımcının firma hakkındaki düşüncesine olumlu etki yaptığını tespit etmişlerdir.

Pekkaya (2005) kâr payı dağıtımının şirket değeri üzerindeki etkisini incelemiş ve çalışma sonucunda otofinsanmanın şirket değerini olumlu etkilediğini fakat şirket değeri ile kâr payı dağıtımının arasındaki ilişki için tam bir netlik olmadığını belirtmektedir.

Piketty yaptığı çalışmada, sermayenin getirisinin piyasalardaki duruma göre dönemsel olarak değişmekte ve güncellenmekte olduğunu ileri sürmektedir.

Piketty' e göre,

$r$  = Sermaye geliri veya getirisi

$g$  = Gelir ve üretimdeki yıllık artış

$r > g$  : Sermayenin getiri oranı, belirgin ve sürekli olarak büyüme oranının üstündeysen (ekonominin büyüme oranı düşük olan yıllar gerçekleşmesi kesindir) kârın paylaşımında ıraksama riski oldukça yüksektir. Tam tersi durumda ( $r < g$ ) ise toplam gelirdeki artış sermayenin getirisinden yüksek çıktığında, sermayedarlar arasında kârın paylaşımında yakınsama etkisi yaşanacaktır (Piketty, 2014, ss. 28).

Ünal (2008) sigorta şirketlerinde özkaynak maliyetinin belirlenmesinde kullanılan yöntemleri karşılaştırmış ve çalışma sonucunda sermaye maliyetinin beklenen getirinin altında bir getiri sağlaması durumunda firmanın değer kaybedeceğini vurgulayarak, sermaye varlıklarını değerlendirme modelinin sigorta sektörü için en gözde model olduğunu belirtmiştir.

Yılğör ve Yücel (2008) yaptıkları çalışmada sermaye bütçelemesi kararlarında özsermaye maliyetinin nasıl belirlendiği ve hangi risk faktörlerinden etkilendiğini araştırmışlar ve çalışma sonucunda özsermaye maliyetinin firmaların çok az bir bölümünde sürece dahil edildiğini tespit etmişlerdir.

### 3. KAVRAMSAL ÇERÇEVE VE MODELLEME

Şirketlere veya çeşitli yatırımlara ödenen sermaye, gelir yaratabildiğinden tüm iktisadi ekollerde olduğu gibi muhasebe sistemlerinde de çok önemli bir role sahiptir. Bu doğrultuda gelir iki bileşenden oluşmaktadır. Bunlardan biri emek geliri, diğeri ise sermaye gelidir. Sermayenin geliri olan getiriler

veya temettüler tüm dünya ülkelerinde iki kıstas doğrultusunda şekillenmektedir. Bunlar ülkedeki kanun maddeleri ve piyasalardaki reel getiri oranlarıdır.

Kavramsal çerçeve olarak TTK kapsamında, BİST'te işlem görmeyen şirketlerin kâr paylarını nakden ve tamamen dağıtmaları zorunlu kılınmıştır. Şirketlerin temettü politikalarında ise temettü dağıtılıp dağıtılmayacağına veya dağıtım oranlarına ve bu oranların uygulanacağı hesap kalemlerine şirket esas sözleşmesinde yer verilmektedir (www.mevzuat.gov.tr). Bu doğrultuda TTK kapsamında işlenen "I. Temettü" dağıtımını ile ilgili hususlar aşağıda yer almaktadır:

Bağışlar eklenmiş net dağıtılabılır dönem kârı üzerinden kâr dağıtım politikasında belirlenen oran dikkate alınarak imtiyazsız pay sahiplerine dağıtılacak birinci kâr payı hesaplanır. Şirketler ilgili dönem içerisinde bağışta bulunurlarsa, ilgili bağış tutarı, net dağıtılabılır kâr tutarına eklenmeli ve bu tutar üzerinden kâr payı dağıtılmalıdır. Zira bu işlemde amaç, bağış yapılan tutarın net dağıtılabılır dönem kârını ve dolayısıyla birinci kâr payı tutarını azaltıcı etkisinin giderilmesidir.

TTK'nın 519. maddesinin 2.c bendine göre, holding grup şirketleri hariç olmak kaydıyla ve bağışlar eklenmiş net dağıtılabılır dönem kârı üzerinden şirketlerin esas sözleşmelerinde daha yüksek bir oran belirtilmemişse, her dönem şirketler ödenmiş sermayesinin yüzde 5'ini, ortaklarına birinci temettü olarak dağıtmak zorundadır. Bir anlamda bu kanun maddesiyle, ortakların şirkete yaptıkları yatırımın minimum getirisi, ortaklara ödenmek istenmektedir. Ayrıca KİS (Katılma İntifa Senedi) yatırımcılarına temettü dağıtılması durumunda, katılma intifa senedi yatırımcılarına verilecek kâr payları bu satırdan sonra gelmek üzere başka bir satırda ayrıca gösterilmektedir.

Tüm dünyada sermayenin getiri oranı, son dönemlerde, özellikle ülkelerin vergi ve finansal politikalarındaki ani değişikliklerle hareket etmekle beraber, küresel piyasalardaki reel getiri oranlarından da etkilenmektedir. Sermaye piyasası ne kadar "tam rekabet" piyasası olursa sermayenin getiri oranı, ilgili ülkedeki ekonomik büyüme oranını geçmek için o kadar kolay fırsat bulacaktır (Piketty, 2014: 29). Sermayenin getirisi ile ekonomik büyüme oranı arasındaki bu ters orantının etkisinden korunmak için, "Sermayeden dünya genelinde artan oranlı bir vergi alınması" gibi ek önlemler de alınmaktadır. Zira bazı Avrupa ülkelerinde de, temettü dağıtımları piyasaların reel getiri oranlarına bağlanarak, bu getiriler üzerinden vergilendirme politikası uygulanmaktadır. Piyasaların reel getiri oranları dönemsel olarak değişmekle beraber Türkiye'de "I. Temettü" oranı sabitlenmiş ve sabit bir oran (%5) üzerinden vergilendirme yapılmaktadır. Dolayısıyla piyasalara göre reelde değişmesi gereken getirilerin sabitlenmiş olması, sermayedarların beklentilerinde de farklılıklar yaratmaktadır.

## 4. ARAŞTIRMA

### 4.1. Araştırmanın Kapsamı

Araştırma kapsamında ulusal ve uluslararası ölçekli otomotiv sektöründe faaliyet gösteren ve “Borsa İstanbul”da işlem gören, 5 adet şirketin on yıl geriye dönük mali tabloları, kamuyu aydınlatma platformundan indirilerek, şirketlerin kârlılıkları, kâr dağıtımları ve ortaklar tarafından şirketlere yatırılan sermayelerin minimum getirileri analiz edilmiştir. Araştırma kapsamında, otomotiv sektörünün ve ilgili 5 şirketin seçilmesinin nedeni, sektörün gerek üretim gücünün yüksek oluşundan dolayı mevcut şirketlerin özsermaye toplamlarının, diğer birçok sektöre nazaran daha yüksek oluşu gerekse süreklilik arz eden kârlılık raporlamış olmalarıdır. Ayrıca bu çalışma 2019 Nisan ayında yazarlar tarafından tamamlanmış olup, “6. Uluslararası Muhasebe ve Finans Araştırmaları Kongresi”nde sunulmuş ve özet metin olarak ilgili kongrede yayınlanmıştır. Kongrenin akabinde tam metin makale formatına dönüştürülerek ilgili dergiye yayınlanma amacıyla gönderildiğinden dolayı 2018 yılı araştırma kapsamında işlenememiştir.

### 4.2. Araştırmanın Amacı ve Yöntemi

Araştırmanın amacı, şirketlere yatırılan sermayenin minimum getirisi olan ve şirketlerin ortaklarına dağıtmakla zorunlu olduğu birinci temettünün, günümüz piyasa şartlarında, ortakların minimum getiri beklentisini, karşılayıp karşılamadığının araştırılmasıdır. Bu bağlamda nicel veri analizi yöntemi kullanılarak yapılan bu çalışmada, ödenmiş sermaye üzerinden sabit oranda ödenmek zorunda olan birinci temettü, riski en az olan ve tüm finans piyasalarında minimum getiri oranı olarak kabul gören, “Devlet İç Borçlanma Senedi” faiz oranlarıyla karşılaştırılarak analiz edilmiştir.

### 4.3. Araştırmanın Önemi ve Kısıtlılıkları

Bu çalışma; şirketlere yapılacak sermaye yatırımlarının, getiri durumunu analiz etmek, ilgili yatırımları yönlendirmek ve şirketlerin sermaye kaynaklarına ulaşmasında, borçlanma maliyetlerinin önceden tahmin edilerek bütçelenmesini sağlamak açısından önem arz etmektedir.

Araştırma, gerek bir makalenin kapsamını aşmamak, gerek makalede uyulması gereken şekil şartları gerekse doğru bilgiye ulaşılabilirlik açısından sadece “Borsa İstanbul”da işlem gören, 5 adet otomotiv şirketinin 10 yıl geriye dönük mali tabloları üzerinde gerçekleştirilmiştir.

### 4.4. Araştırma Kapsamındaki Şirketlerin Tanıtımı

Brisa Bridgestone Sabancı Lastik Sanayi ve Ticaret A.Ş.’nin, ana faaliyet alanı her nevi tekerlek lastiği üretimi ve satışlarıdır. 1988 yılında Şirket’in esas kontrolünü müşterek olarak elinde tutan taraflar; H.Ö. Sabancı Holding A.Ş. ve Bridgestone Corporation’dır. Brisa, Sermaye Piyasası Kurulu’na

(“SPK”) kayıtlıdır ve hisseleri 1986 yılından bu yana Borsa İstanbul A.Ş.’de işlem görmektedir ([www.kap.org.tr](http://www.kap.org.tr)).

Türkiye’de faaliyet gösteren Ford Otomotiv Sanayi A.Ş.’nin faaliyet konusu özellikle ticari sınıf araçlar olmak üzere motorlu araçların imalatı, montajı ve satışı, binek araçların ithalatı, satışı ve bu araçların yedek parçalarının üretimi, ithalatı ve satışlarıdır. Şirket, 1959 yılında kurulmuş olup halihazırda Ford Motor Company ve Koç Grubu şirketleri ortaklığı olarak faaliyetine devam etmektedir. Halka açık olan Şirket’in hisselerinin yüzde 17,89’u Borsa İstanbul’da (BIST) işlem görmektedir ([www.kap.org.tr](http://www.kap.org.tr)).

Goodyear Lastikleri T.A.Ş. radyal binek oto, kamyonet, minibüs, kamyon, otobüs dış lastikleri ile sırt kauçuğu üretimi ve bu ürünler ile birlikte radyal ve konvansiyonel iş makineleri dış lastikleri, çeşitli iç lastik ve kolon satışı faaliyetlerini yürütmektedir ([www.kap.org.tr](http://www.kap.org.tr)).

Otokar Otomotiv ve Savunma Sanayi A.Ş. 1963 yılında İstanbul’da kurulmuş olup, Türk Ticaret Kanunu kapsamında faaliyetlerini sürdürmektedir. Şirket, otomotiv sektöründe faaliyet göstermekte olup, üretiminin ağırlığını arazi araçları, zırhlı araçlar, minibüs, midibüs ve otobüs türü araçlar ile treyler, semi-treyler, hafif kamyon, kamyon üstü uygulamaları oluşturmaktadır. Şirketin 31 Aralık 2015 itibarıyla personel sayısı 2105 kişidir ([www.kap.org.tr](http://www.kap.org.tr)).

Türk Traktör ve Ziraat Makineleri A.Ş. 1954 yılında Minneapolis Moline Türk Traktör ve Ziraat Makineleri A.Ş. adıyla kurulmuş olup, fiili faaliyet konusu tarım traktörleri, biçerdöver ve diğer tarım makine ve aletlerinin üretimi ve ticaretidir. Şirketin adı 1968 yılında hisselerinin yüzde 25’inin bir Koç Holding A.Ş. grup şirketi olan Ege Makine ve Ticaret A.Ş. tarafından satın alınmasının ardından Türk Traktör ve Ziraat Makineleri A.Ş. olarak değiştirilmiştir ([www.kap.org.tr](http://www.kap.org.tr)).

#### 4.5. Araştırma

Çalışmada, Türkiye otomotiv sektöründe faaliyet gösteren, Ford A.Ş., Otokar A.Ş., Bridgestone A.Ş., Türk Traktör A.Ş. ve Goodyear A.Ş.’nin, 2008-2017 yılları arasında dağıttığı, “I. Temettü” tutarları, DİBS oranları üzerinden, ilgili şirketlerin ödenmiş sermayelerinin fırsat maliyeti tutarları ile karşılaştırılarak analiz edilmiştir.

Bu bağlamda ilgili yıllardaki DİBS faiz oranları tablosu aşağıda verilmektedir:



**Tablo 1: DİBS Oranları Tablosu**

YILLAR	DİBS FAİZ ORANLARI
2008	% 19,2
2009	% 10,31
2010	% 8,97
2011	% 10,05
2012	% 8,57
2013	% 9,21
2014	% 9,25
2015	% 10,71
2016	% 9,26
2017	% 6,67

**Kaynak:** (www.tuik.gov.tr/PreIstatistikTablo.do?istab\_id=769)

Aşağıdaki tabloda ise şirketlerin geçmiş on yılda ortaklarına dağıttıkları “I. Temettü” tutarları yer almakla birlikte, şirketlerin ödenmiş sermayeleri ile sermaye düzeltme farkları üzerinden hesaplanmış ve sermayedarların şirketlere yatırmış oldukları sermayenin minimum piyasa getirisi (DİBS oranları üzerinden) karşılaştırılmalı olarak verilmektedir.

Aşağıda yer alan tabloda gösterilen, şirketlerin yıllar itibariye ayırdıkları “I. Temettü” tutarları, ilgili şirketlerin ödenmiş sermaye toplamalarının %5’i alınarak hesaplanmıştır. Araştırma kapsamında yıllar itibarıyla “I. Temettü” oranlarının eşit çıkmasının nedeni, araştırma kapsamındaki şirketlerin ilgili yıllarda sermaye artırımına veya azaltımına gitmemesinden dolayı ödenmiş sermaye tutarlarındaki toplamaların değişmemesi ve mevzuat kapsamında “I. Temettü” oranının %5’lik sabit bir oran izlemesinden kaynaklanmaktadır.

“Ödenmiş Sermayenin Fırsat Maliyeti” tutarı ise şirket kurucuları veya ortakları açısından bir yatırım olan, ödenmiş sermaye toplamaları, tüm sektörlerde minimum getiri oranı olarak kabul edilen ilgili yılın “Devlet İç Borçlanma Faiz Oranı” ile çarpılarak hesaplanmış ve tabloya yansıtılmıştır.



**Tablo 2:** Ödenmiş Sermayenin Fırsat Maliyeti ile I. Temettünün Karşılaştırmalı Tablosu

<b>ÖDENMİŞ SERMAYENİN FIRSAT MALİYETİ İLE I.TEMETTÜNÜN KARŞILAŞTIRMALI YATIRIM ANALİZİ TABLOSU</b>										
	<b>BRIDGESTONE A.Ş.</b>		<b>FORD A.Ş.</b>		<b>GOODYEAR A.Ş.</b>		<b>OTOKAR A.Ş.</b>		<b>TÜRK TRAKTÖR A.Ş.</b>	
	<b>I. Temettü</b>	<b>Öd.Ser.Yıl.Fırs.Mal.</b>	<b>I. Temettü</b>	<b>Öd.Ser.Yıl.Fırs.Mal.</b>	<b>I. Temettü</b>	<b>Öd.Ser.Yıl.Fırs.Mal.</b>	<b>I. Temettü</b>	<b>Öd.Ser.Yıl.Fırs.Mal.</b>	<b>I. Temettü</b>	<b>Öd.Ser.Yıl.Fırs.Mal.</b>
<b>2008</b>	15.255.844,00 ₺	69.139.695,00 ₺	17.545.500,00 ₺	72.735.414,00 ₺	595.883,00 ₺	18.437.450,00 ₺	1.200.000,00 ₺	14.734.662,00 ₺	2.668.450,00 ₺	17.737.604,00 ₺
<b>2009</b>	15.255.844,00 ₺	37.126.575,00 ₺	17.545.500,00 ₺	39.057.402,00 ₺	595.883,00 ₺	9.900.526,00 ₺	1.200.000,00 ₺	7.912.206,00 ₺	2.668.450,00 ₺	9.524.724,00 ₺
<b>2010</b>	15.255.844,00 ₺	32.301.201,00 ₺	17.545.500,00 ₺	33.981.076,00 ₺	595.883,00 ₺	8.613.746,00 ₺	1.200.000,00 ₺	6.883.850,00 ₺	2.668.450,00 ₺	8.286.787,00 ₺
<b>2011</b>	15.255.844,00 ₺	36.190.309,00 ₺	17.545.500,00 ₺	38.072.443,00 ₺	595.883,00 ₺	9.650.853,00 ₺	1.200.000,00 ₺	7.712.675,00 ₺	2.668.450,00 ₺	9.284.527,00 ₺
<b>2012</b>	15.255.844,00 ₺	30.860.791,00 ₺	17.545.500,00 ₺	32.465.755,00 ₺	595.883,00 ₺	8.229.633,00 ₺	1.200.000,00 ₺	6.576.878,00 ₺	2.668.450,00 ₺	7.917.253,00 ₺
<b>2013</b>	15.255.844,00 ₺	33.165.447,00 ₺	17.545.500,00 ₺	34.890.269,00 ₺	595.883,00 ₺	8.844.215,00 ₺	1.200.000,00 ₺	7.068.033,00 ₺	2.668.450,00 ₺	8.508.507,00 ₺
<b>2014</b>	15.255.844,00 ₺	33.309.488,00 ₺	17.545.500,00 ₺	35.041.801,00 ₺	595.883,00 ₺	8.882.625,00 ₺	1.200.000,00 ₺	7.098.730,00 ₺	2.668.450,00 ₺	8.545.460,00 ₺
<b>2015</b>	15.255.844,00 ₺	38.566.986,00 ₺	17.545.500,00 ₺	40.572.723,00 ₺	595.883,00 ₺	10.284.640,00 ₺	1.200.000,00 ₺	8.219.178,00 ₺	2.668.450,00 ₺	9.894.257,00 ₺
<b>2016</b>	15.255.844,00 ₺	33.345.498,53 ₺	17.545.500,00 ₺	35.079.658,00 ₺	595.883,00 ₺	25.482.328,60 ₺	1.200.000,00 ₺	7.106.401,80 ₺	2.668.450,00 ₺	8.554.698,76 ₺
<b>2017</b>	15.255.844,00 ₺	24.018.841,82 ₺	17.545.500,00 ₺	25.267.961,00 ₺	595.883,00 ₺	18.354.981,83 ₺	1.200.000,00 ₺	5.118.758,10 ₺	2.668.450,00 ₺	6.161.969,84 ₺

Tablo 2’de sunulan verilerden ve yapılan hesaplamalardan yola çıkılarak şirketlerin temettü dağıtımlarına ilişkin olarak şunlar söylenebilir:

- Bridgestone A.Ş., 2008 yılında 53.883.851 TL, 2009 yılında 21.870.731 TL, 2010 yılında 17.045.357 TL, 2011 yılında 20.934.465 TL, 2012 yılında 15.604.947 TL, 2013 yılında 17.909.603 TL, 2014 yılında 18.053.644 TL, 2015 yılında 23.311.142 TL, 2016 yılında 18.089.655 TL ve 2017 yılında ise 8.762.998 TL piyasaların minimum getirisine nazaran düşük kâr dağıtımını yapmıştır. Toplam olarak incelendiğinde ise şirket ortaklarının bu şirkete yaptığı sermaye yatırımlarının minimum getirisi, 10 yıllık süreçte piyasalardaki minimum getirinin 215.466.393 TL gerisinde kalmıştır.
- Ford A.Ş., 2008 yılında 55.189.914 TL, 2009 yılında 21.511.902 TL, 2010 yılında 16.435.576 TL, 2011 yılında 20.526.943 TL, 2012 yılında 14.920.255 TL, 2013 yılında 17.344.769 TL, 2014 yılında 17.496.301 TL, 2015 yılında 23.027.223 TL, 2016 yılında 17.534.158 TL ve 2017 yılında ise 7.722.461 TL piyasaların minimum getirisine nazaran düşük kâr dağıtımını yapmıştır. Toplam olarak incelendiğinde ise şirket ortaklarının bu şirkete yaptığı sermaye yatırımlarının minimum getirisi, 10 yıllık süreçte piyasalardaki minimum getirinin 211.709.502 TL gerisinde kalmıştır.
- Goodyear A.Ş., 2008 yılında 17.841.567 TL, 2009 yılında 9.304.643 TL, 2010 yılında 8.017.863 TL, 2011 yılında 9.054.970 TL, 2012 yılında 7.633.750 TL, 2013 yılında 8.248.332 TL, 2014 yılında 8.286.742 TL, 2015 yılında 9.688.757 TL, 2016 yılında 24.886.445 TL ve 2017 yılında ise 17.759.098 TL piyasaların minimum getirisine nazaran düşük kâr dağıtımını yapmıştır. Toplam olarak incelendiğinde ise şirket ortaklarının bu şirkete yaptığı sermaye yatırımlarının minimum getirisi, 10 yıllık süreçte piyasalardaki minimum getirinin 120.722.167 TL gerisinde kalmıştır.
- Otokar A.Ş., 2008 yılında 13.534.662 TL, 2009 yılında 6.712.206 TL, 2010 yılında 5.683.850 TL, 2011 yılında 6.512.675 TL, 2012 yılında 5.376.878 TL, 2013 yılında 5.868.033 TL, 2014 yılında 5.898.730 TL, 2015 yılında 7.019.178 TL, 2016 yılında 5.906.401 TL ve 2017 yılında ise 3.918.758 TL piyasaların minimum getirisine nazaran düşük kâr dağıtımını yapmıştır. Toplam olarak incelendiğinde ise şirket ortaklarının bu şirkete yaptığı sermaye yatırımlarının minimum getirisi, 10 yıllık süreçte piyasalardaki minimum getirinin 66.431.371 TL gerisinde kalmıştır.
- Türk Traktör A.Ş. ise 2008 yılında 15.069.154 TL, 2009 yılında 6.856.274 TL, 2010 yılında 5.618.337 TL, 2011 yılında 6.616.077

TL, 2012 yılında 5.248.803 TL, 2013 yılında 5.840.057 TL, 2014 yılında 5.877.010 TL, 2015 yılında 7.255.807 TL, 2016 yılında 5.886.249 TL ve 2017 yılında ise 3.493.520 TL piyasaların minimum getirisine nazaran düşük kâr dağıtımını yapmıştır. Toplam olarak incelendiğinde ise şirket ortaklarının bu şirkete yaptığı sermaye yatırımlarının minimum getirisi, 10 yıllık süreçte piyasalardaki minimum getirinin 67.731.288 TL gerisinde kalmıştır.

## 5. SONUÇ

Kanunlar nezdinde sabitlenen ve dolayısıyla sürekli değişen piyasa koşullarıyla güncellenmeyen şirketlerin “Ödenmiş Sermaye” tutarları, hem paranın zaman değeri açısından hem de cari değer açısından muhasebe sistemlerinde güncelliğini yitirmektedir. Bu durum gerek sermayeyi korumak için ayrılan yasal yedeklerin gerekse ortaklara dağıtılan temettü tutarlarının çok düşük kalmasına neden olmaktadır. Ayrıca muhasebe sistemleri açısından bakıldığında, şirketlerin toplam sermayeleri içerisinde yer alan, yabancı sermayenin maliyetinin dönem kârından düşülerek, özsermaye maliyetinin göz ardı edilmesi; şirketlerin dönem kârlarının fiyfi tutarlara ulaşmasına neden olmaktadır. Bu durum ise, reelde dönem kârına sahip olsun ya da olmasın, kâr etmiş gibi görünen her şirketin, ortaklarına gerçek anlamda kâr payını değil, farkında olmadan özkaynaklarının belirli bir kısmını dağıtmalarına neden olmaktadır.

Makroekonomik göstergelerin seyrinde yıldan yıla izlenen dalgalanmalar, şirketlerin ödenmiş sermayelerini gözle görünmez bir şekilde, zaman içerisinde eritmekte ve bu durum şirketlerin sermaye yapılarını da bozmaktadır. Dolayısıyla bu sorunun çözümü olarak, ödenmiş sermayenin yıllık zaman değerini korumak adına, “Şirketlerin ödenmiş sermayelerinin, ulusal fiyat endeksi oranında, her yıl bedelsiz sermaye artırımını şeklinde arttırılması ve ödenmiş sermayeye eklenmesi” önerilmektedir. Böylelikle şirketin ödenmiş sermayesi koruma altına alınacak ve şirketlerin ödenmiş sermaye tutarları güncelliğini yitirmeyecektir. Ayrıca bu öneri vergi kanunları ve ülke ekonomisi açısından incelendiğinde ise şirketlerin özkaynak bünyesinde bir sermaye yedeği olarak tuttuğu ve ortaklara kaçmasını engellediği “Özsermaye Maliyeti”, kurumlar vergisi oranı kadar da vergilendirilebilir. Zira günümüzde, Almanya ve İngiltere gibi birçok ülkenin muhasebe sisteminde, özsermaye maliyeti olarak kârdan ayrıştırılan bu tutar, dönem kârından düşülmekte ve bu düşülen tutar üzerinden de vergi oranı kadar da ayrıca bir vergilendirme yapılmaktadır. Ülkemizde ise özellikle son yıllarda, sermayeyi korumak adına devlet tarafından çıkarılan “Nakit Sermaye Artırımında Faiz İndirimi” konulu teşvik edici vergi kanunları da, çalışmanın geçerliliğini daha da sağlamlaştırmaktadır.

Çalışmanın bir başka sonucu ise gerek şirketlerin ödenmiş sermayelerinin kayıtlı değerinin muhasebe açısından güncellenememesi gerekse makroekonomik göstergelerdeki dönemsel dalgalanmalardan dolayı, ortaklara dağıtılan birinci temettünün, sermaye piyasalarında kabul gören minimum getiriden, ortalama 3 ile 30 kat arasında daha az olduğu tespit edilmiştir. Bu durum, ortakların minimum getiri beklentisini karşılamamakla beraber şirketlerin sermaye kaynaklarına ulaşmasını zorlaştırmakta aynı zamanda şirketleri borçlanmaya itmektedir. Borçlanma yoluyla finansman kaynağı arayışına giren şirketler de, dalgalanan piyasa göstergeleri karşısında, “Finansal Sıkıntı Maliyetleri”ne katlanmak zorunda kalmaktadır. Bu bağlamda çalışma sonucunda, şirket ortaklarının minimum getiri beklentisini karşılayabilmek ve şirketlerin daha kolay sermaye elde edebilmeleri adına, “Birinci temettü oranının, tüm finans piyasalarında yatırımların minimum risksiz getiri oranı olarak kabul gören, o yılki devlet iç borçlanma senedi faiz oranlarına bağlanması” önerilmektedir.

Sürekli büyüyen ve tek bir pazar haline gelen tüm dünya piyasalarındaki işletmeler ancak gerçek ticari kârlılıklarını sürekli hale getirdikleri, sermayelerini koruyabildikleri ve doğru sermaye yapısı ve kârlılık ile yatırımcıları çekebildikleri takdirde ayakta kalmayı başarabileceklerdir.

## KAYNAKÇA

Akbaş, E. H. (2011). Ekonomik Katma Değer ve Hissedar Değeri. *Mali Çözüm Dergisi*. 21 (4), 115-132.

Bayrakdaroğlu, A. ve Şamiloğlu, F. (2011). Performans Ölçümünde Özsermayenin Ekonomik Katma Değeri: İMKB’de İşlem Gören Bankalar Üzerine Ampirik Bir Uygulama. *Kocaeli Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi*. 1, 19-38.

Curtveli, G. (2005). *Sermaye Yapısı ve Sermaye Maliyeti Arasındaki İlişkinin İncelenmesi: Arçelik A.Ş. Örneği*. Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, Marmara Üniversitesi Bankacılık ve Sigortacılık Enstitüsü.

Demir, S. ve Kaderli, C. Y. (2015). The Effects Of International Integration On Cost Of Equity: Application of Turkey’s Tourism Sector. *Muhasebe Finansman Dergisi*. 66, 193-208.

Ertaş, F.C. ve Karaca, S.S. (2010). Kâr Dağıtımının İlanı ve Gerçekleşmesi Arasında Geçen Sürenin Firma Değerine Etkisi. *Muhasebe Finansman Dergisi*. 47, 58-68.

Kamu Aydınlatma Platformu (KAP) (2019), [www.kap.org.tr](http://www.kap.org.tr) (Erişim Tarihi: 07.07.2019)

Pekkaya, M. (2006). Kâr Payı Dağıtımının Şirket Değeri Üzerine Etkisi: İMKB 30 Hisselerine Bir Analiz. *Zonguldak Karaelmas Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi*. 2(4), 183-209.

Piketty, T. (2014). *Yirmi Birinci Yüzyılda Kapital*. (1. Baskı). İstanbul Türkiye İş Bankası Kültür Yayınları.

Türkiye İstatistik Kurumu (TUİK) (2019), [www.tuik.gov.tr](http://www.tuik.gov.tr) (Erişim Tarihi: 07.07.2019)

Ünal, S. (2008). Sigorta Şirketlerinde Özkaynak Maliyetinin Belirlenmesinde Kullanılan Yöntemlerin Karşılaştırması. *Eskişehir Osmangazi İİBF Dergisi*. 3(2), 129-141.

Yılğör, G.A. ve Yücel E. (2008). Sermaye Bütçelemesi Kararları: Adana ve Mersin İllerinde Bir Uygulama. *Çukurova Üniversitesi Sosyal Bilimler Üniversitesi Dergisi*. 2, 449-464.