

Temettü / Kar Dağıtım politikası (Okumanız için)



Temettü Politikası (Kar Dağıtım Politikası olarak da bilinir)

- Şirketler hissedarlarına şu yollarla fon aktarır:
 - Nakit temettüler
 - Hisse geri satın almaları
- Kar dağıtım Politikası:
 - Para ne şekilde ödeniyor?
 - Para ne sıklıkta ödeniyor?
 - Ne kadar para ödeniyor?
- Temel soru: Şirket ne tür bir kar dağıtım politikası izlemeli?
- Bilmemiz gerekenler:
 - Şirketin değeri temettü politikasına bağlı mı?
 - Eğer bağlıysa neden ve nasıl bağlı?



Kar dağıtım yöntemi 1: Nakit Temettü

- Temettü miktarı sabit değildir (faizin aksine) ve şirket tarafından herhangi bir zamanda değiştirilebilir.
- Temettüler genellikle 3 ayda bir ödenir.
- Şirketler bunları birbirinden ayırt eder:
 - Olağan temettüler: gelecekte de sürdürülmesi beklenir.
 - Özel temettüler: tekrar etmesi daha az olası olanlar.
- Temettüler birbirine eşdeğer 3 şekilde raporlanabilir:
 - Hisse başına temettü (HBT): hisse başına temettü miktarı (dolar)
 - Hisse başına kar (HBK): hisse başına kar
 - Temettü Verim Oranı (TVO): $HBT / \text{hisse fiyatı}$
 - Ödeme oranı: HBT / HBK



Kar dağıtım yöntemi 2: Hisse geri satın alma

- Farklı türde hisse geri satın almaları vardır:
 - Açık piyasa alımları
 - Sabit fiyatlı senetleri devralma teklifi
 - Açık Eksiltme yöntemiyle geri satın alma
- Hisse geri satın alınması yapılıncaya:
 - Geri satın alınan hisseler şirketin kalan hissedarlarına ait sayılır.
 - Genellikle şirketin hazine kısmında tutulurlar.
 - Şirket yeni hisse çıkarmak istediğinde satılabilirler.
- **Birçok ülkede hisse geri satın almalarına izin verilmemektedir.**



M-M Temettü Etkisizliği

- M&M ne diyor?

Mükemmel sermaye piyasalarında şirket değeri kar dağıtım politikasından bağımsızdır.

İspat:

- Temettü ödemek sıfır NBDli bir faaliyettir. Şirketin temettü ödemedenden evvelki değeri, temettü ödedikten sonraki değeri artı temettüye eşit olması gerekir.
- Mükemmel pazarlarda, temettü isteyen yatırımcılar, temettü ödeyen bir şirketi kopyalamak için temettü ödemeyen bir şirketin hisselerinin bir kısmını satabilirler.
- Mükemmel pazarlarda, temettü istemeyen yatırımcılar, temettü ödemeyen bir şirketi kopyalamak için temettü ödeyen bir şirketin temettülerini yeni hisse almak için kullanabilirler.

Q.E.D. İspat tamamlanmıştır...



Örnek: Temettü Etkisizliği

- XYZ sonsuza kadar süren senede 1 milyonUSD elde etmektedir ve istenen getiri oranı %10'dur. Şirketin 100.000 hissesi bulunmaktadır.
- Şu andaki temettü politikası :
 - Tüm kazancı senelik nakit temettü olarak ödemektedir (HBT=\$10)
 - XYZ'nin piyasa fiyatı: $1 \text{ milyonUSD} / \%10 = 10 \text{ milyonUSD}$ ve hisse fiyatı \$100 olur.
- Şimdi alternatif bir temettü politikasını değerlendirelim:
 - Önümüzdeki senenin temettüsünü \$15'e yükseltsin. (sadece o sene!)
 - Gerekli ek \$500.000 yeni hisse çıkararak bulur.
- MM der ki: Hisse senedi fiyatı değişmemeli.



Örnek (devam):

- Faaliyetlerde değişiklik olmadığına göre XYZ senede \$1M kazanmaya devam edecektir.
- Yeni hisseler eskileri ile aynı riske maruz kalacağına göre aynı getiriği isterler (%10).
- \$500.000 elde edebilmek için şirket yeni hissedarlara yıllık \$50.000 ödemek zorundadır ($50000/\%10=500.000$)
- Önümüzdeki seneden sonra eski hissedarlara ait tahakkuk eden temettüler $\$1M-\$50.000=\$950.000$ olacak ve HBT\$9,5 olacak.
- Bu durumda Önümüzdeki sene eski (ve yeni) hisselerin fiyatı \$95 olur.
- **SORU: Alternatif temettü politikasına göre şu andaki fiyat ne olmalı?**



Örnek (devam):

- Bugünkü fiyatı hesaplayalım:

$$P_0 = \frac{E_0[P_1] + E_0[D_1]}{1 + 10\%} = \frac{\$95 + \$15}{1.1} = \$100$$

- E_0 0 zamanında oluşturulan beklenti anlamına gelir.

Sonuç:

- Eski hisselerin değeri politika değişikliğinden etkilenmez.
- Temettü politikasını değiştirmek 0 NBD'li bir işlemdir.
- Bu sonuç sizin için şaşırtıcı **olmamalı**: tamamen finansal bir işlem den ibaret.



Bu sonucu makul şekilde kullanma

- Temettü etkisizliğiyle ilgili MM öngörüsü yaygın yanlışlara ve illüzyonlara kapılmamamıza yardımcı olur.
- Doğru sorulara yöneltir: Kar dağıtma politikasındaki bir değişiklik pastanın büyüklüğünü nasıl değiştiriyor?
 - Çeşitli politikaların farklı vergi etkileri.
 - Farklı politikalar dış yatırımcılara şirket hakkında farklı sinyaller gönderebilir.
 - Bazı politikalar yöneticilerin negatif NBD'li projeler üzerinde kaynak israf etmelerini engelleyebilir.



Yan konu: Eldeki Kuş Yanılgısı

Bu popüler yaygın yanlış kabaca şöyle özetlenebilir:

- Bugün alınan bir temettü gelecekte alınabilecek olası bir temettü vaadinden daha üstündür.
- Yatırımcılar temettü ödeyen şirketler için bir prim ödemeye razıdır.
- Sonuç olarak temettüler şirket değerini arttırır.

Bu iddianın nesi yanlıştır?

- Herşeyi! Temettü politikası değişikliği pastanın büyüklüğünü etkilemez, dolayısıyla değeri etkilemez.
- Bu yanlışın popülerliği yöneticilerin negatif NBD'li projelere para yatıracığına yatırımcıların nakit almak isteyeceği sezgisine dayanır.
- Ancak dikkat edilmesi gereken **herhangi bir değer değişikliğine yol açan temettü politikasındaki değişiklikler değil**, yatırım politikasındaki değişikliklerdir (vazgeçilen negatif NBD'li projeler).
- Bunu görebilmek için yöneticilerin gene temettüyü ödediklerini ama kötü projelerin finansmanı için yeni hisse çıkardıkları takdirde ek değer yaratılmaz.



Temettüler ve Vergiler

- ABD vergi sistemine göre nakit temettülerde çifte vergilendirme bulunmaktadır:
 - Şirket seviyesinde temettüler vergi sonrası kardan ödenmektedir. (yani gelirden kurumlar vergisi ödenir)
 - Kişisel seviyede temettüler tekrar vergiye tabiidir. Kişisel gelir vergisi ödemek gerekir.
 - Not: şirketlerin diğer şirketlerden aldığı temettü ödemelerinde %70'lik bir vergi muafiyeti bulunmaktadır.

Bu karşımıza şu ilginç bulmacalar çıkarıyor:

- Faiz ödemeleri vergiden muafken neden temettü ödenir?
- Fiyat artışından sağlanan getiriler (Sermaye kazancı) daha düşük oranlarda vergilendirilirken neden temettü ödenir?
- Bir şirket hissedarlarına nakit dağıtmak istiyorsa neden hisse geri satın alma yapmak yerine temettü öder.



Bulamaca 1: Temettü ve Borç Faiz ödemeleri:

- Nakit temettüler ve Faiz ödemeleri kişisel seviyede aynı vergi oranına tabidir.
- Ancak, şirket seviyesinde temettüler vergi matrahından düşülemezken faiz ödemeleri düşülebilir.
- Sonuç olarak yatırımcılara nakit ödemesi aracı olarak faiz ödemelerinin temettülere oranla bariz bir avantaja sahip olduğu gözükmemektedir.



Bulmaca 2: Temettüler ve Sermaye Kazancı (Değer artışından ileri gelen kazanç)

- Yatırımcıların sermaye kazançları temettü gelirlerine göre daha düşük vergi oranına tabidir.
- Buna ek olarak, sermaye kazançlarından doğan vergi varlığın satıldığı zaman ödenir, dolayısıyla satışı erteleyerek vergi de ertelenmiş olur. Paranın zaman değerinden dolayı vergilerin daha geç ödenmesi daha “ucuz” olur.
- Sonuç olarak nakit temettüye kıyasla sermaye kazancı üstün gözükmektedir.
- Not: hissedarların nakde ihtiyaçları varsa tek yapmaları gereken ellerinde bulunan hisselerin bir kısmını satmaktır. Bunun nakit temettü ile yapılması zorunlu değildir.

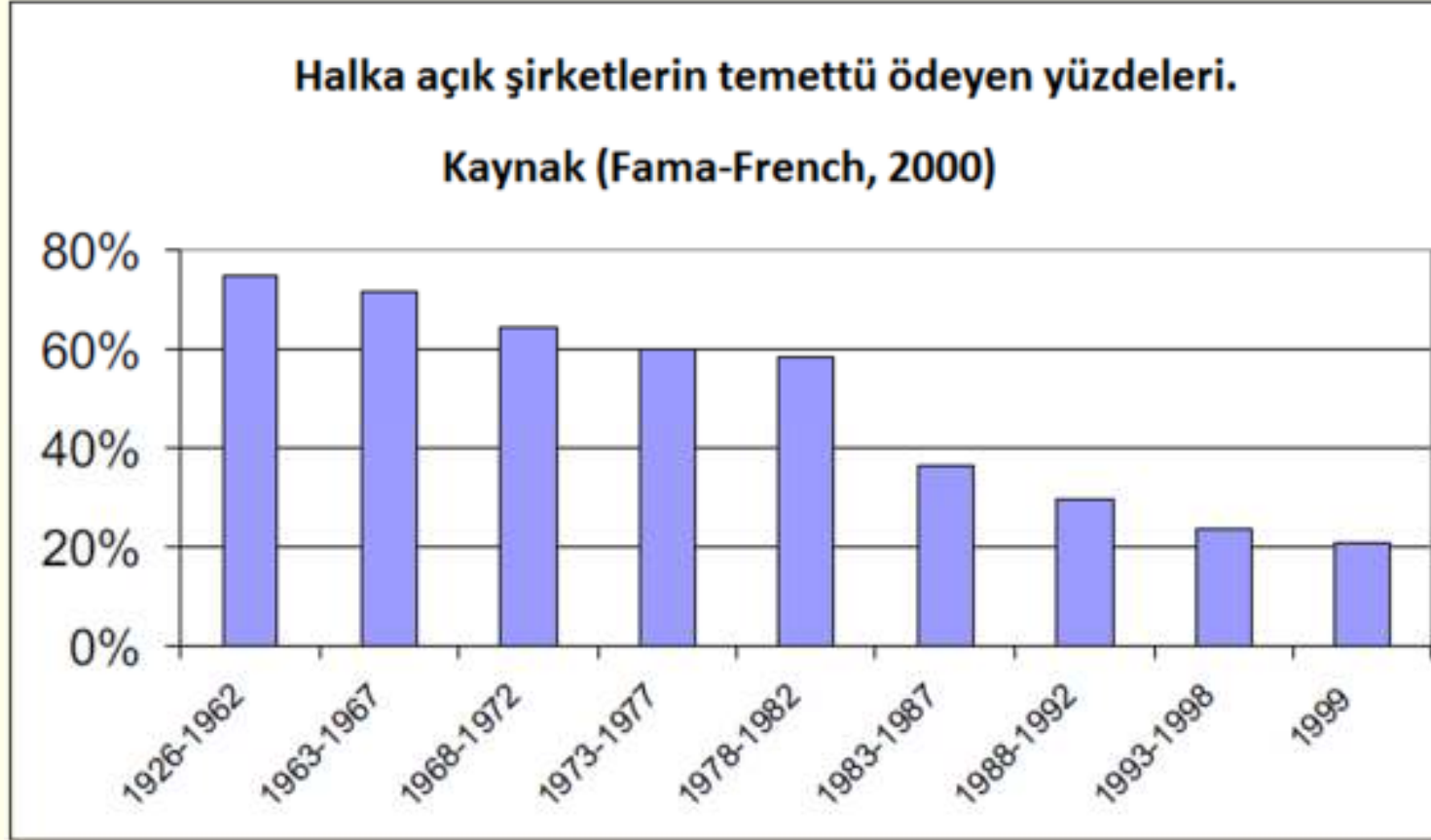


Bulmaca 3: Temettüler ve Hisse geri satın almaları

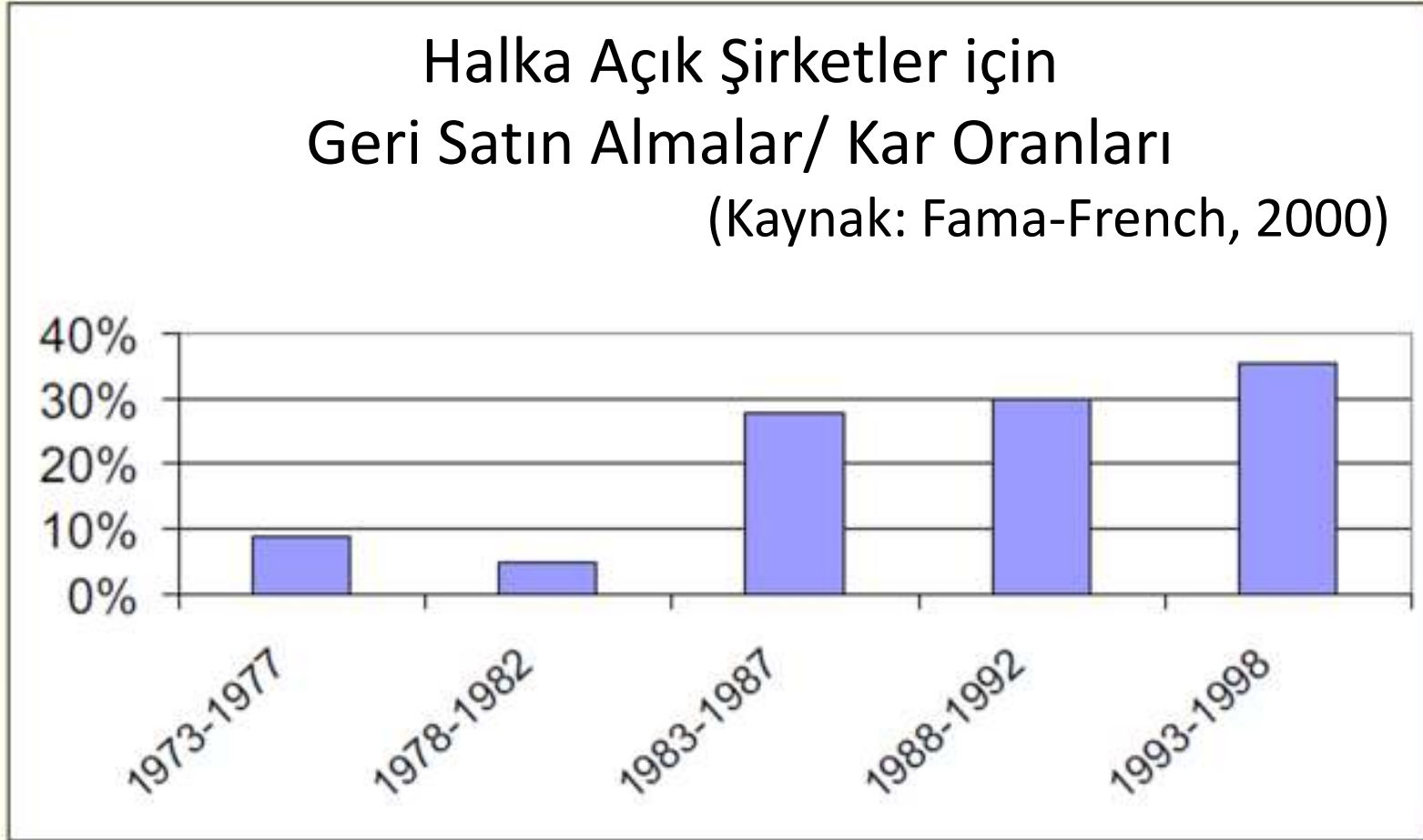
- Kişisel seviyede: hisse geri satın almalarından elde edilen kazanç sermaye kazancı olarak vergilendirilir (sanki yatırımcı elindeki hisseleri bir başka yatırımcıya satmışçasına).
- Sonuç olarak, eğer şirket yatırımcılara nakit ödemek istiyorsa hisse geri satın almaları nakit temettülere üstün gözükmektedir.
- Not: eğer IRS (ABD vergi dairesi) hisse geri satın almalarının düzenli ve değere orantılı olarak yapıldığı kanaatine ulaşırsa bunların normal gelir vergisi oranından vergilendirilmesini isteyebilir. Buna rağmen artan sayıda şirket bu yola başvurmaktadır.



Temettü ödeyen şirketlerin sayısı azalmaktadır



Artan sayıda şirket hisse geri satın alma kullanmaktadır



Son Nokta:

- Nakit temettüer vergi açısından yüksek maliyetlidir.
- Her yöneticinin kendisine sorması gereken sorular:
 - Bu temettüyü neden ödüyorum?
 - Ek vergi yüküne deęiyor mu?
 - Başka bir yöntemle de aynı amaca ulaşabilir miyiz?
- Açıkçası, şirketlerin neden nakit temettü ödediğini açıklamakta zorlanıyoruz.



M-M'in dışında bazı Temettü açıklamaları

Sinyal verme hipotezi:

- Şirketler temettüleri olumlu sinyaller vermek için kullanabilir.
 - Yüksek kaliteli şirketler temettü ödemenin masrafını karşılayabilir.
 - Düşük kaliteli firmalar yüksek kaliteli şirketlerin yaptığını taklit etmenin masrafını karşılayamaz.
 - Sonuç olarak, temettü ödeyerek (veya arttırarak) şirketler yüksek kaliteli olduklarını işaret edebilir.
- Bunun arkasındaki mantık “iyi” şirketlerin bu masraflı (=verimsiz) hareketi yaparak aslında kendi ellerinde bulunan özel bilgiyi sinyal ederek kendilerini “kötü” şirketlerden ayırt edebilmeleri. İyi şirketler bu hareketten daha az zarar gördükleri için yapabiliyorlar.



M-M'in dışında bazı Temettü açıklamaları

Serbest Nakit Akışı hipotezi:

- Şirketlerin temettü ödeyerek aracılık sorunlarını azaltabilme ihtimalleri olabilir.
- Yöneticilerin İmparatorluk kurma hayalleri varsa el altında bulunan fazladan nakit aracılık sorunlarına yol açabilir:
 - Yöneticiler fazladan el altında duran nakdi iade etmeyi sevmezler.
 - İade etmek yerine bu paraları pozitif getiri sağlamayacak ama şirketi daha büyük gösterecek projelere (imparatorluk kurmak) kullanabilir.
 - Dolaylı fayda sağlayan projelere para harcanabilir.
- Fazladan tutulan nakdi yatırımcılara ödemek yöneticileri şirketi daha etkin yönetmeye zorlar.
- Temettüler, fazla parayı yatırımcılara iade ederek yöneticilerin kötü projelere para harcamasını engellemenin yollarından biridir.
- Uyarı: Temettüler ihtiyaridir.
 - Faiz ödemeleri, temettüye oranla daha zorunlu olduğu için daha kuvvetli bir niyet belirtisidir. Faiz ödenmediği takdirde iflas edilir.
 - Buna rağmen yatırımcılar genellikle temettülerin devam edeceği beklentisine sahiptir, bu sebeple hisse geri satınalmalardan daha kuvvetli niyet belirtisidir.



Ek (bilgi için)



Nakit Temettü Takvimi

- **Duyuru tarihi:** Şirket bir sonraki temettünün miktarını, kayıt tarihini ve ödeme tarihini açıklar.
- **Cum-dividend tarihi:** Şirket hisselerini alanların bir sonraki temettü ödemesini de almaya hak sahibi olduğu son tarih.
- **Ex-dividend tarihi:** şirket hisselerini alanların bir sonraki temettüyü artık alamayacakları tarih.
- **Kayıt tarihi:** cum-dividend tarihinde ellerinde hisselerin bulunduğu yatırımcıların kayıtlara geçtiği tarih.
- **Ödeme tarihi:** ödemelerin yapıldığı veya postalandığı tarih.
- **Örnek:** XYZ şirketi 15 Mayıs tarihinde 2. Çeyrek temettüsü olarak hisse başına \$0,20 açıklar. Kayıt tarihi 1 Haziran, ödeme tarihi 15 Haziran, Cum-dividend tarihi 25 Mayıs, ve ex-dividend tarihi 26 Mayıs olsun.



Farklı geri satınalma yöntemleri 1

- **Açık piyasa alımı:** şirket kendi hisselerini piyasadan alır.
- **Sabit fiyatlı hisse satınalma teklifi:** Şirket önceden belirlenmiş sayıda hisseyi, önceden belirlenmiş bir fiyata belli bir süre içinde satınalmayı teklif ediyor.
- **Örnek:** XYZ şirketi toplam 5 milyon hissesinin 200.000 adedine kadar tanesi \$28'den almayı teklif ediyor.
- **Not:** eğer istenenden fazla hisse senedi başvurursa o zaman alımlar teklif edilen miktarlara orantılı olarak yapılır.
- **Örnek:** eğer sadece 100.000 hisse başvurusu olursa hepsi alınır, eğer 400.000 başvuru olursa her başvuranın elindeki hisselerin yarısı alınır.



Farklı geri satınalma yöntemleri 2

- **Açık Eksiltme yöntemi:** Her hissedara davet gönderilerek hisselerini hangi fiyattan d-satmaya razı olacakları sorulur. Şirket önceden belirlenmiş bir sürede kaç hisse almayı istediğini ve hangi aralıktaki teklifleri değerlendireceğini belirtir. Geri satınalma fiyatı istenen sayıyı satın almaya yeterli en düşük fiyat olarak belirlenir.
- **Örnek:** XYZ şirketi toplam 5 milyon hissesinin 200.000 adedine kadar almayı istediğini ve hissedarlara \$28 altında teklif vermeye davet eder. Varsayalım teklifler şöyle olsun:
 - 50.000 hisse \$25
 - 150.000 hisse \$26
 - 80.000 hisse \$27
- XYZ \$26 ve altındaki fiyattan teklif edilen tüm hisseleri \$26'dan alır.



Yan konu: Bedelsiz Sermaye Arttırmaları ve Hisse Bölünmeleri

- **Bedelsiz Sermaye artışı:** Tüm hissedarlara ek hisseler gönderilir.
- **Örnek:** XYZ şirketi size elinizdeki her 100 hisse için ek 5 hisse verir. Bu %5 bedelsiz sermaye arttırımıdır.
- **Hisse bölünmesi:** Mevcut her hisse birden fazla hisseye bölünür.
- Bedelsiz Sermaye artışı hisse bölünmesine benzerdir ama genellikle daha az sayıda hisse ile yapılır.
- **Örnek:** 2'ye 1 hisse bölünmesi %100 bedelsiz sermaye arttırımına denktir (çevirmen notu: tam olarak değil).
- **Bedelsiz sermaye arttırmalarının nakit temettülerden farklıdır:** şirkette nakit çıkışına yol açmazlar, dolayısıyla kar dağıtım politikasına dahil değiller. Benzer isimler sizi aldatmasın (ingilizcede bedelsiz sermaye artışına hisse temettüsü denir).

