**T.C**
**DOKUZ EYLÜL ÜNİVERSİTESİ**
**SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ**
**İŞLETME ANABİLİM DALI**
**FİNANSMAN PROGRAMI**
**YÜKSEK LİSANS TEZİ**

# KAR PAYI DAĞITIM KARARLARININ HİSSE SENEDİ FİYATI ÜZERİNE ETKİSİ: BORSA İSTANBUL'DA BİR UYGULAMA

**Atakan KAYA**

**Danışman**
**Doç. Dr. Mine TÜKENMEZ**

**İZMİR-2014**

**YÜKSEK LİSANS**
**TEZ/ PROJE ONAY SAYFASI**

2011800058

**Üniversite** : Dokuz Eylül Üniversitesi

**Enstitü** : Sosyal Bilimler Enstitüsü

**Adı ve Soyadı** : ATAKAN KAYA

**Tez Başlığı** : Kar Payı Dağıtım Karalarının Hisse Senedi Fiyatı Üzerine Etkisi: Borsa İstanbul'da Bir Uygulama

**Savunma Tarihi** : 06.01.2015

**Danışmanı** : Doç.Dr.Nevser Mine TÜKENMEZ

**JÜRİ ÜYELERİ**

| Ünvanı, Adı, Soyadı | Üniversitesi | İmza |
|---|---|---|
| Doç.Dr.Nevser Mine TÜKENMEZ | DOKUZ EYLÜL ÜNİVERSİTESİ | |
| Prof.Dr.Göktuğ Cenk AKKAYA | DOKUZ EYLÜL ÜNİVERSİTESİ | |
| Yrd.Doç.Dr.Hamdi EMEÇ | DOKUZ EYLÜL ÜNİVERSİTESİ | |

Oybirliği (X)
Oy Çokluğu ( )

ATAKAN KAYA tarafından hazırlanmış ve sunulmuş **"Kar Payı Dağıtım Karalarının Hisse Senedi Fiyatı Üzerine Etkisi: Borsa İstanbul'da Bir Uygulama"** başlıklı Tezi(X) / Projesi( ) kabul edilmiştir.

**Prof.Dr. Utku UTKULU**
**Enstitü Müdürü**

## YEMİN METNİ

Yüksek Lisans Tezi olarak sunduğum "Kar Payı Dağıtım Kararlarının Hisse Senedi Fiyat Üzerine Etkisi: Borsa İstanbul'da Bir Uygulama" adlı çalışmanın, tarafımdan, akademik kurallara ve etik değerlere uygun olarak yazıldığını ve yararlandığım eserlerin kaynakçada gösterilenlerden oluştuğunu, bunlara atıf yapılarak yararlanılmış olduğunu belirtir ve bunu onurumla doğrularım.

Tarih
… /… /…….

Atakan KAYA

İmza

# ÖZET

**Yüksek Lisans Tezi**

**Kar Payı Dağıtım Kararlarının Hisse Senedi Fiyatı Üzerine Etkisi: Borsa İstanbul'da Bir Uygulama**

**Atakan KAYA**

**Dokuz Eylül Üniversitesi**
**Sosyal Bilimleri Enstitüsü**
**İşletme Anabilim Dalı**
**Finansman Programı**

**Gelişen dünyada firma yöneticilerinin amaçlarından biri de firmalarının piyasadaki değerini maksimum hale getirmektir. Birçok yatırımcı yatırım yaptıkları hisselerin değer artışları getirisi yanında yıllık düzenli bir kar payı getirisi olmasını da istemektedirler. Bu nedenle yatırımcılar yıllık düzenli kar payı dağıtımı yapan firmaların hisselerini tercih etmektedirler. Bu çalışmada firmaların piyasadaki hisse değerlerine kar dağıtım oranlarının etki yapıp yapmadığı tespit edilmesi amaçlanmıştır**.

**Borsa İstanbul'da Temettü 25 Endeksinde faaliyet gösteren 23 işletmenin 2005-2013 dönemleri arasındaki verileriyle panel veri analizi yapılmıştır. Bu veri seti ile hisse başına kazancın, öz sermaye karlılığının, temettü veriminin, vergi öncesi karın ve kar payı dağıtım oranının hisse ortalama fiyatı üzerine etkisi incelenmiştir. Ortalama hisse fiyatı, kurulan modelin bağımlı değişkeni olarak kabul edilmiştir.**

**Kar payı dağıtım kararlarının hisse senedi fiyatları üzerindeki etkisini incelemek için kurulan bu model göstermiştir ki iki tane bağımsız değişken ve bağımlı değişken arasında istatistiki olarak anlamlı bir ilişki vardır. Diğer bir deyişle hisse başına kazanç ile hisse senedi fiyatları arasında pozitif korelasyon vardır ancak öz sermaye karlılığı ile hisse senedi fiyatı arasında negatif korelasyon bulunmaktadır.**



**Anahtar Kelimeler: Kar Payı, Kar Payı Dağıtım Politikaları, Panel Veri Analizi, Firma Değeri**

**ABSTRACT**
**Master's Thesis**
**Effect of Dividend Policy on Stock Prices: An Application in Borsa İstanbul**

**Atakan KAYA**

**Dokuz Eylül University**
**Graduate School of Social Sciences**
**Department of Business Administration**
**Finance Program**

**In developing countries one of the main aims of company managers is maximizing company value in the market. Most investors seek regular dividend income when the stock price these companies increase. Because of this reason investors prefer investing on stocks of companies, which regularly make dividend payments. Purpose of this study is to investigate the relationship between dividend payments and stock prices.**

**Panel data analysis was made with the data from annual financial reports of 23 companies in "Borsa İstanbul Dividend 25 Index". With this dataset effects of earning per share, return on equity, yield of dividend, earning before tax and dividend payment ratio on stock prices were investigated. Stock price is the dependent variable of this model.**

**This model, which was established to analyse the effects of dividend policy on stock prices, shows that is a statistically significant relationship between 2 of the dependent variables and independent variable. In other words there is a positive correlation between earning per share and stock prices. However there is a negative correlation between return on equity ratio and stock prices.**

**Keywords: Dividend, Dividend Policy, Panel Data Analyses, Firm Value**

**KAR PAYI DAĞITIM KARARLARININ HİSSE SENEDİ FİYATI ÜZERİNE ETKİSİ: BORSA İSTANBUL'DA BİR UYGULAMA**

## İÇİNDEKİLER


TEZ ONAY SAYFASI ii
YEMİN METNİ iii
ÖZET iv
ABSTRACT v
İÇİNDEKİLER vi
KISALTMALAR ix
TABLOLAR LİSTESİ x
ŞEKİLLER LİSTESİ xi
EKLER LİSTESİ xii

GİRİŞ 1

**BİRİNCİ BÖLÜM**
**KAR DAĞITIM POLİTİKALARI VE FİRMA DEĞERİ AÇISINDAN İNCELENMESİ**

1.1. YATIRIM KARARLARI 3
1.1.1. Yatırımları Değerlendirme Yöntemleri 4
1.2. FİNANSMAN KARARLARI 6
1.3. KAR DAĞITIM KARARLARI 9
1.3.1. Kar Kavramı 9
1.3.2. Kar Payı Kavramı 12
1.3.3. Kar Payı Dağıtım Politikasının Önemi 15
1.3.4. Kar Payı Dağıtım Politikalarını Etkileyen Unsurlar 18
1.3.4.1. İşletmenin Likitide Durumu 19
1.3.4.2. Borçlanma Yeteneği 20
1.3.4.3. Borçların Ödenmesi Gereği 20
1.3.4.4. Kredi Sözleşmelerinde Yer Alan Hükümler 21

1.3.4.5. Pay Sahiplerinin Vergi Durumu 22
1.3.4.6. Karların İstikrarı 22
1.3.4.7. Enflasyon 22
1.3.4.8. Kontrol 23
1.3.4.9. Aktif Varlıklarda Büyüme Hızı 23
1.3.4.10. Muhasebe Sistemi 25
1.3.4.11. Yeni Yatırımlar 25
1.3.5. Kar Payı Dağıtım Politikası Türleri 25
1.3.5.1. Sabit Tutarda Kar Payı Dağıtılması 27
1.3.5.2. Sabit Oranlı Kar Payı Dağıtılması 28
1.3.5.3. Sabit Tutarda Kar Payı Yanında İlave Olarak Kar Payı Dağıtma Politikası 29
1.3.5.4. Kar Payı Avansı Ödemeleri 29
1.3.5.5. Artık Kar Dağıtım Politikası 31
1.3.5.6. Optimal Kar Payı Dağıtım Politikası 31
1.3.6. Kar Payı Politikalarının Oluşumunu Etkileyen Yasal Kurallar 32
1.3.6.1. Yeni Türk Ticaret Kanununa Göre Kar Payı Dağıtımı 34
1.3.6.2. Sermaye Piyasası Kanununa Göre Kar Payı Dağıtımı 37

## İKİNCİ BÖLÜM
## KAR PAYI (TEMETTÜ) ÖDEME ŞEKİLLERİ VE KAR PAYI DAĞITIM TEORİLERİNİN FİRMA DEĞERLEMESİ AÇISINDAN İNCELENMESİ

2.1. KAR PAYI ÖDEME ŞEKİLLERİ 43
2.1.1. Nakit Olarak Yapılan Kar Payı Ödemeleri 44
2.1.2. Hisse Senedi Olarak Yapılan Kar Payı Ödemeleri 45
2.1.2.1. Hisse Senedi Şeklinde Kar Payı Dağıtımının Avantajları 46
2.1.2.2. Hisse Senedi Şeklinde Kar Payı Dağıtımının Dezavantajları 46
2.1.3. Melez Kar Payı Dağıtımı 47
2.1.4. Hisse Senetlerinin Nominal Değerlerinin Azaltılması ve Sayısının Arttırılması Yoluyla Kar Payı Dağıtımı 47
2.1.4.1. Türkiye'de Hisse Bölünmesine İlişkin Yapılan Çalışmalar 49

2.1.5. Şirketlerin Kendi Hisse Senetlerini Almaları 51
2.1.6. Seçmeli Kar Payı Dağıtımı 51
2.1.7. Bono Şeklinde Dağıtılan Kar Payı 52
2.1.8. Ayni Olarak Dağıtılan Kar Payı (Ayni Temettü) 53
2.1.9. Tasfiyeden Temettü 53
2.1.10. İntifa Senedi Temettü 53
2.2. KAR PAYI DAĞITIM TEORİLERİNİN FİRMA DEĞERLEMESİ AÇISINDAN İNCELENMESİ 54
2.2.1. Kar Payı İlişkisizliği Yaklaşımı 55
2.2.2. Gordon-Lintner Kar Payı İlişkisi Yaklaşımı 58
2.2.3. Vergi Tercihi Teorisi 61
2.2.4. Temsil Maliyeti Yaklaşımı 68
2.2.5. Serbest Nakit Akım Hipotezi 70
2.2.6. Sinyalizasyon Teorisi 73
2.2.7. Müşteri Grubu Teorisi 74
2.2.8. Yaşam Süresi Teorisi 76
2.2.9. Artıklar Oranında Kar Payı Dağıtımı Yaklaşımı 77

**ÜÇÜNCÜ BÖLÜM**
**KAR PAYI DAĞITIM KARARLARININ HİSSE SENEDİ FİYATI ÜZERİNE ETKİSİ: BORSA İSTANBUL'DA BİR UYGULAMA**

3.1 LİTERATÜR TARAMASI 78
3.2 ARAŞTIRMANIN AMACI 82
3.3 ARAŞTIRMANIN VERİ SETİ VE YÖNETİMİ 83
3.4 DEĞİŞKENLERİN TANIMLANMASI 84
3.5. MODEL VE HİPOTEZ 89
3.6. SABİT ETKİLER VE PANEL REGRESYON ANALİZİ SONUÇLARI 94

SONUÇ 96
KAYNAKÇA 103
EKLER 114

## KISALTMALAR

| | |
|---|---|
| **BIST** | Borsa İstanbul A.Ş |
| **TTK** | Türk Ticaret Kanunu |
| **TRY** | Türk Lirası |
| **NBD** | Net Bugünkü Değer |
| **KAP** | Kamuyu Aydınlatma Platformu |
| **SPK** | Sermaye Piyasası Kurulu |
| **SPKn** | Sermaye Piyasası Kanunu |
| **YYA** | Yasal Yedek Akçe |
| **ORTFIYAT** | Hisse Senedi Ortalama Fiyatı |
| **HISSEKZNC** | Hisse Başına Kazanç |
| **OZSRMYE** | Öz Sermaye Karlılığı |
| **TEMETTU** | Temettü Verimi |
| **VOK** | Vergi Öncesi Kar |
| **KARPAYI** | Kar Payı Dağıtım Oranı |
| **MM** | Modigliani - Miller |

## TABLOLAR LİSTESİ

**Tablo 1:** TTK' na Tabi Şirketlerde Dağıtılacak Temettü s. 36
**Tablo 2:** SPKn' na Göre Kar Dağıtım Tablosu s. 42
**Tablo 3**: Kar Payları ve Sermaye Kazançlarının Farklı Oranda Vergilendirilmesinin Hisse Senedi Getirileri Üzerindeki Etkileri s. 63
**Tablo 4**: Vergi Tercihi Yaklaşımında Özsermaye Maliyeti ve Hisse Senedi Fiyatındaki Değişim s. 63
**Tablo 5**: Bist' de İşlem Gören ve Araştırmaya Dahil Edilen İşletmeler s. 84
**Tablo 6**: Hipotezlerin Test Edilmesinde Kullanılan Değişkenlere Ait Bilgiler s. 86
**Tablo 7**: Değişkenlere Ait Tanımlayıcı İstatistikler s. 87
**Tablo 8**: Değişkenlere Ait Korelasyon Matrisi s. 87
**Tablo 9**: Değişkenlere Ait Birim Kök Testleri s. 88
**Tablo 10**: Breusch-Pagan Testi Sonuçları s. 90
**Tablo 11**: F (Chow) Testi Sonuçları s. 91
**Tablo 12**: Hausman Test İstatistikleri Sonuçları s. 92
**Tablo 13**: Otokorelasyon Test İstatistikleri Sonuçları s. 93
**Tablo 14**: Değiştirilmiş Wald Testi Sonuçları s. 93
**Tablo 15**: ORTFIYAT Sabit Etkiler Modeli s. 94

## ŞEKİLLER LİSTESİ

**Şekil 1:** Büyüme Aşamaları ile Temettü Arasındaki İlişki s. 24

**Şekil 2**: Kar Payı İlişkisizliği Yaklaşımında Kar Payı Getirisi, Büyüme ve Özsermaye s. 56

**Şekil 3**: Kar Payı İlişkisi Yaklaşımında Kar Payı Getirisi, Büyüme ve Özsermaye Maliyeti Arasındaki İlişki s. 60

## EKLER LİSTESİ

**EK 1:** Model 1 F (Chow) Testi ek s.1
**EK 2:** Model 1 Hausman Testi ek s.2
**EK 3:** Model 1 için Değiştirilmiş Wald Testi ek s.3
**EK 4:** Model 1 Dirençli Hata Tahmincisi Nihai Modeli ek s.4
**EK 5:** Değişkenlere Ait Birim Kök Testleri(Im, Paseran, Shin W-stat) ek s.5
**EK 6:** Değişkenlere Ait Birim Kök Testleri (Lewin, Lin, Chu) ek s.7
**EK 7:** Çalışmada Kullanılan Veriler ek s.9

# GİRİŞ

Firma sahiplerinin günümüzde amaçlarından biri de firmalarının piyasadaki değerini maksimum hale getirmektir. Kar payı dağıtımını firma değeri üzerine olumlu etkisi görüşü dikkate alındığında şirket yöneticilerinin kar payı dağıtım politikalarını iyi belirlemeleri gerekmektedir.

Bir firmanın hisse senedine yatırım yapan yatırımcılar iki türlü getiri elde ederler. Bunlardan ilki, hisse sahiplerinin ellerinde bulundurdukları hisseler oranında kardan aldıkları paylardır. İkincisi de sermaye kazancı denilen hisse sahiplerinin ellerinde bulundurdukları hisselerin piyasa fiyatlarının artması sonucunda bu senetlerin alım satımından doğan kazançlardır. Yatırımcılar genellikle bu iki kazanç arasında bazı faktörleri göz önüne alarak tercih yaparlar. Ancak birçok yatırımcı yatırım yaptıkları hisselerin değer artışları getirisi yanında yıllık düzenli bir kar payı getirisi olmasını da istemektedirler. Bu nedenle yatırımcılar yıllık düzenli kar payı dağıtımı yapan firmaların hisselerini tercih etmektedirler.

Kar payı dağıtımının hisse senetlerinin değeri üzerine etkisi konusunda farklı görüşler ileri sürülmüştür. Bunlardan biri "Kar payı dağıtımının hisse senetlerinin değeri üzerine olumlu etkisi vardır" görüşü diğeri ise "Kar payı dağıtımının hisse senetlerinin değeri üzerine olumsuz etkisi vardır" görüşüdür.

Bu çalışmada, Türkiye'de Borsa İstanbul Temettü 25 Endeksi'nde işlem gören 23 firmanın kar payı dağıtım kararlarının hisse senetlerinin değerine etkisi tespit edilmesi amaçlanmıştır. Şirketlerin kar dağıtımlarının hisse senetleri üzerine etkisin olup olmadığını, bir etki varsa bu etkinin yönünü belirlemek amacıyla yapılan çalışmada "$H_1$ = Kar dağıtım kararları hisse senedi fiyatını etkilemektedir." hipotezi kurulmuştur.

Kar dağıtım kararlarının hisse senedi fiyatına olan etkisinin incelendiği bu çalışmanın birinci bölümünde; kar dağıtım kararları ve bu kararların firma değeri üzerindeki etkisi anlatılmıştır. İkinci bölümde; kar payı ödeme şekilleri ve kar payı dağıtımına ilişkin teoriler incelenmiş ve firma değerine etkisi anlatılmıştır. Üçüncü bölümde ise; Borsa İstanbul'da Temettü 25 Endeksinde faaliyet gösteren 23 işletmenin 2005-2013 dönemleri arasındaki verileriyle panel veri analizi yapılmıştır. Bu amaçla hisse başına kazancın, öz sermaye karlılığının, temettü veriminin, vergi

öncesi karın ve kar payı dağıtım oranının hisse ortalama fiyatı üzerine etkisi incelenmiştir. Ortalama hisse fiyatı, kurulan modelin bağımlı değişkeni olarak kabul edilmiştir.

Modelin tahminlenmesinde sabit etkiler regresyon modeli kullanılmıştır. Uygulamanın gerçekleştirilebilmesi için E-views 7.2 ve Stata 12.1 istatistik paket programlarından yararlanılmıştır. Tezin sonuç bölümünde yapılan istatiksel analizlerin sonuçları yorumlanmış ve değerlendirmeler yapılmıştır.

# BİRİNCİ BÖLÜM
# KAR DAĞITIM POLİTİKALARI VE FİRMA DEĞERİ AÇISINDAN İNCELENMESİ

Finans yöneticisi her zaman firma değerini maksimize etmek isteyecektir. Bunu yaparken finansmanın üç temel politikası olan yatırım, finansman ve temettü (kar payı) politikalarını göz önünde tutmak zorundadır.

Bu üç kararın en uygun bileşimi, sonuçta işletmenin piyasa değerini maksimum kılacaktır. Birbirleriyle yakın ilişkisi olan bu kararlar, işletmenin pazar değeri üzerinde bileşik etki yapmaktadırlar.[1] Çalışmanın bu bölümünde bu kararlar incelenecektir.

## 1.1. YATIRIM KARARLARI

Yatırım kararlarları, finans fonksiyonunun görev ve sorumluluklarından birincisini oluşturmaktadır. Yatırım kararlarının, finans yöneticisinin almak zorunda olduğu en önemli kararlar olduğu konusunda genellikle görüş birliği vardır. Sermaye bütçelemesi, bu kapsamda en büyük payı almakta ve işletme çıkarları, gelecekte gerçekleşecek olan yatırım önerilerine sermayenin tahsis edilmesi anlamına gelmektedir. Yatırım kararları, aynı zamanda bir varlığın kendisine tahsis edilen sermayeyi geri ödeyememesi halinde, yeniden sermaye tahsisi kararını da içermektedir.[2] Hangi iktisadi varlıklara ve ne tutarda yatırım yapılacağına ilişkin kararları kapsar ve bu başlık altında toplanan kararlar firmanın aktif büyüklüğünü ve varlık yapısını belirler.[3] Bir firma için iş riskini ortaya çıkartan karardır.

Yatırım kavramı, farklı kaynaklarda farklı anlamlarda tanımlanmaktadır. Ekonomik terimler hakkındaki bir kaynağa göre yatırım; eldeki parasal fonların taşınır ve taşınmaz gelir getiren varlıklara dönüştürülmesi ve bu değerlerin belirli bir süre elde tutulmasıdır.[4] Yatırım "paranın veya sermayenin kazanç elde etmek için

[1] Öcal Usta, **İşletme Finansı ve Finansal Yönetim**, 3. Baskı, Detay Yayıncılık, Ankara, 2008, s.27.
[2] Usta, s.27.
[3] Öztin Akgüç, **Finansal Yönetim**, 8. Baskı, Avcıol Basım Yayın, İstanbul, 2013, s. 3.
[4] H. Seyidoğlu, **Ekonomik Terimler Ansiklopedik Sözlük**, 4. Baskı, Gizem Yayınları, Ankara, 1992, s. 971.

finansal araçları veya diğer varlıkları satın almak üzere bağlanması" şeklinde tanımlanabilir. Yatırım sonucu elde edilen kazançlar yatırım aracına bağlı olarak faiz, kar payı, değer artışı, gelir gibi isimler alabilir.[5] Aynı kaynağın mali yatırım açıklamasında ise mali yatırım ile fiziki yatırımın aynı olmadığı vurgulanmakta ve fiziki yatırımlar; bina, arsa, arazi, fabrika, tesis gibi maddi alanlara yapılan yatırımlar, mali yatırımlar ise genellikle menkul kıymetler üzerine yapılan yatırımlar olarak açıklanmaktadır.

Finansal yatırımlara konu olan araçlar çok geniş bir yelpazede bulunmaktadır. Bu araçlar işlem gördükleri piyasa açısından, para piyasası araçları ve sermaye piyasası araçları olarak bölümlenmektedir. Para piyasası araçlarının genel özelliği vadesinin 1 yıldan kısa olan borçlanma araçları oluşudur. Sermaye piyasası araçları ise genellikle vadeleri 1 yıl ve daha uzun olan menkul kıymetledir. Sermaye piyasası araçları, borçlanma senetlerinin yanında ortaklık veya belli imtiyaz hakları sağlayan menkul kıymetleri de içermektedir.

Bununla birlikte, işletmenin varlığını ve rekabet gücünü korumak, normal faaliyetlerini sürdürebilmek için, işletmede bulunması zorunlu asgari miktardaki stok miktarı gibi minimum düzeydeki müşteri kredileri, hazır değerler, dönen varlık öğeleri yatırım kapsamına girer.[6]

### 1.1.1. Yatırımları Değerlendirme Yöntemleri

Her yatırım projesinin amacı, ihtiyaç duyulan mal ve hizmetleri üretmektir. Fakat bir yatırım projesinin hayata geçirilebilmesi de bazı kaynakların kullanılmasını gerektirmektedir. Ekonomide kaynaklar sınırlı, buna karşın ihtiyaçlar sonsuz olduğu için, kıt kaynakların en verimli alanlara tahsis edilmesi gerekir. Yatırımları değerlendirmek, bir proje tarafından kullanılan kaynaklar ile üretilen mal ve hizmetin belirlenmesi ve karşılaştırılmasını içeren bir faaliyettir. Bu değerlendirmeyi yapabilmek için, ilk önce, projenin ortaya çıkaracağı maliyet ve faydalar fiziksel olarak ölçülür, daha sonra fiziksel olarak ölçülen girdi ve çıktılar parasal olarak ifade edilir ve projenin ekonomik ömrü boyunca sağlayacağı net nakit girişleri tahmin edilir. Net nakit girişleri ve çıkışları paranın zaman değeri nedeniyle belirli bir zaman

[5]Ahmet Ağca, **Proje Analizi ve Değerlendirme**, Anadolu Üniversitesi Yayını, No:2707, 2010, s.10.
[6] Usta, s. 29.

noktasına, genellikle projenin başlangıç yılına indirgenir ve karşılaştırılır. Projenin sağlayacağı net nakit girişleri, yatırımın maliyetini karşılamıyor ise yatırım projesi "ret" edilecektir. Aksi durumda net nakit girişleri, yatırımın maliyetini karşılıyor ise proje "kabul" edilecektir. Kısaca yatırımı değerlendirmek, projenin fayda ve maliyetlerinin karşılaştırılmasıdır.[7]

Yatırım projelerinin ekonomik yönü, yatırımın hangi sektöre ait olduğuna bakılmaksızın her projeyi ilgilendiren bir konudur. Yatırımın ne kadara mal olacağı, yatırım sonunda kar ve zarar durumunun ne olacağı ile ilgili kısımlar her yatırım projesi için ortak olan hususlardır.[8]

Yatırım projelerinin değerlendirilmesinde ve alternatifler arasında seçim yapılmasında firmalar çeşitli yöntemler kullanmaktadırlar. Bu yöntemler nakit akımlarının değerlendirilmesine ilişkin yöntemlerdir[9] ve yöntemlerin başlıcaları şunlardır:

1. Geri Ödeme Süresi (Payback Period)
2. Net Bugünkü Değer (NPV - Net Present Value)
3. Karlılık indeksi (PI – Profitability Index)
4. İç Getiri oranı (IRR - Internal Rate of Return)

Nakit akımları kullanılan yöntemlerde finansal yöneticiler veya analistler ilk olarak bir yatırım projesine bağlı olarak gerçekleşecek nakit girişleri ve nakit çıkışlarını tahmin ederler. Daha sonra bu nakit akımları, projenin kabul edilip edilmemesi noktasındaki değerlendirmelerde kullanılır.[10]

Karlılık ve geri ödeme süresi yöntemleri genellikle basit veya statik yöntemler olarak bilinir. Çünkü her ikisi de bir projenin yatırım karlılığını ölçerken, projelerin yaşam süresini göz önünde tutmaz ve kısa bir süre (genelde 1 yıl) ya da bazen birkaç yıllık süreler üzerinden hesap edilirler. Diğer taraftan bu yöntemler, projenin yıllık tahmini verileri esas alınarak kullanılır. Başka bir deyişle, projenin bütün nakit giriş ve çıkışları, projenin yaşam süresindeki bilinen her hangi bir noktada ki iskonto edilmemiş nominal değerleri üzerinden analizlere girerler.

---

[7] Adem Anbar ve Değer Alper, **Yatırım Projeleri Analizi**, Ekin Basım Yayın, Bursa, 2011, s. 8.
[8] Yunus Sumae, "Yatırım Projeleri Değerlendirme Kriterleri", **Araştırma Bülteni**, Eylül 2005, http://www.yunus.gov.tr/yunus/uploads/makale_050303.pdf, (13.06.2014), s. 5.
[9] G. Stanley Eakins, **Finance: Investments, Institutions, Management,** Addison Wesley, 2001, s. 240.
[10] Raif Parlakkaya, **Proje Analizi ve Değerlendirme**, Anadolu Üniversitesi Yayını, No:2707, Eskişehir, 2010, s. 30.

Net bugünkü değer ve iç karlılık yöntemleri ise, indirgenmiş ya da dinamik yöntemler olarak tanımlanır. Dinamik özellikleri, bir projenin yatırım karlılığının ölçülmesinde, projenin bütün yaşam süresini ve geleceğe ait tahmini nakit akımlarını, bugünkü değere indirgemek için zaman faktörünü hesaba katmasından ileri gelmektedir.[11]

## 1.2. FİNANSMAN KARARLARI

İşletmenin çağdaş bir firmaya dönüştürülmesinde farklı ekonomik ortam ve şartlara göre değişen gerçek varlıklara gereksinim duyulur. Bu varlıkların büyük bir bölümü makine parkı, fabrika, bürolar vb. fiziksel varlıklardır. Teknik bilgi, marka, patent, lisans ve entelektüel sermaye gibi bazı varlıklar ise fiziksel olmayan varlıklardır.[12] Söz konusu varlıkların tümünü edinebilmek için finans kaynaklarına ihtiyaç duyulmaktadır. İhtiyaç duyulan kaynaklar sağlandığı sürece, yatırım hacminde artışlar olmaktadır. Diğer durumda ise, yatırımlar ya hiç gerçekleşmemekte ya da istenilen düzeyde olmamaktadır.

Günümüzde işletmelerin faaliyetlerini sürdürmeleri, faaliyet alanlarında başarılı olabilmeleri ve tüketicilerin arzu ve isteklerini en iyi şekilde karşılayabilmeleri aynı zamanda da işletmeye fon sunanlara da yeterli düzeyde getiri sağlamaları gerekmektedir.[13]

Dünya ekonomisindeki işletmelerin ihtiyaç veya gereksinimlerini karşılayabilmek için finansmana ihtiyaçları vardır. İşletmelerin yaptıkları ya da yapacakları her türlü faaliyet onların finansmanına bağlıdır. Bu yüzden finansman kavramı bir işletmenin yaşam kaynağı olarak görülmektedir. İşletme ölçeklerinin büyük ya da küçük olmasına bakılmaksın bütün işletmeler faaliyetlerini yerine getirebilmek ve sürdürebilmek adına finansmana ihtiyaç duymaktadırlar.[14]

Finans, finansman ve finansal yönetim kavramları genelde birbirinin yerine kullanılan kavramlar olarak karşımıza çıkmaktadır. Ancak bu kavramlar birbirinden farklı anlamlar içermektedir. Bu kavramları açıklayacak olursak; finans kavramı,

---

[11] Usta, s. 33.
[12] Niyazi Berk, **Finansal Yönetim**, 10. Baskı, Türkmen Kitabevi, İstanbul, 2010, s. 26.
[13] Nurhan Aydın (Ed.), **Finansal Yönetim**, 4.Baskı, Anadolu Üniversitesi Yayını, 2003, s. 3.
[14] C. Paramasivan, T. Subramanian, **Financial Managemet**, New Age International (P) Limited Publishers, New Delhi, 2009, s. 20.

tüzel kişilerin ve bireylerin faydalanabilecekleri para, fon veya sermaye olarak karşımıza çıkmaktadır.[15] Finansman kavramı ise, işletmenin gereksinim duyduğu kaynakları en uygun zaman ve şartlarda, işletmenin dışarıdan üçüncü şahıslara karşı bağımsızlığını koruyacak şekilde temin edilerek, bunları işletmenin diğer fonksiyonlarını da göz önünde bulundurarak işletmeninin ve ülke ekonomisinin çıkarlarına kullanarak yönetmek anlamına gelmektedir.[16] Finansal yönetim ise, ihtiyaç duyulan fon ya da sermayenin uygun şartlarda tedarikini ve tedarik edilen bu fon ve sermayenin etkin olarak yönetilmesi faaliyetlerini kapsayan bir kavramdır.[17]

Geleneksel anlamdaki finans yaklaşımının temellerini yalnızca fonların tedarik edilmesi boyutu oluştururken, günümüzde finans fonksiyonu analitik bir uzmanlık haline gelmiştir. Özellikle de fon tedarikinin sınırlı olduğu bir alandan, varlıkların yönetimi, sermayenin tahsis edilmesi ve bir bütün olarak işletmenin finansal açıdan değerlendirilmesi alanına yönelmiştir.[18]

Finans fonksiyonunda bulunacak fonların işletmenin ihtiyacı olduğu miktarda ve ihtiyaç duyulan zamanda temin edilmesi esastır. Ayrıca kaynak temini ülke ekonomisinin hedef ve çıkarlarına da ters düşmeyecek şekilde gerçekleştirilmeli ve yine işletmenin sahip olduğu diğer fonksiyonlarında göz önünde bulundurularak işletme ve ulusal ekonominin çıkarları doğrultusunda kullanılmalıdır.[19]

Günümüzde işletmelerde finansal yönetimin görev alanı günden güne, sürekli olarak genişlemektedir. Finansal yönetimin görev ve sorumlulukları işletmenin genel gelişmesi yönünde giderek artmakta ve daha hayati önem taşımaktadır. Eskiden görevi sadece finansal kayıtlar tutmak, raporlar hazırlamak ve işletmenin nakit durumunu yönetmek ve işletme borçlarının zamanında ödenmesini sağlamak olan finansal yönetim, günümüzde işletmenin tüm varlığı ile ilgilenmek zorundadır.[20]

Değişen çevre koşullarında işletmelerin başarılı bir şekilde faaliyet göstermesi, finans bölümünün alacağı kararlara bağlıdır. Bu yüzden işletmenin vereceği finansal kararları meydana getiren finans yöneticisine çok büyük işler düşmektedir. Finans yöneticisinin böyle kritik bir durumda olmasının nedeni ise,

---

[15] Osman Okka, **Finansal Yönetim**, 3. Baskı, Nobel Yayın Dağıtım, Adana, Eylül, 2009, s. 6.
[16] Muammer Doğan, **İşletme Ekonomisi ve Yönetimi**, İzmir, 1986, s. 260.
[17] Okka, s. 6.
[18] Usta, s. 20.
[19] Mümin Ertürk, **İşletme Bilimini Temel İlkeleri**, 7. Baskı, Beta Basım Yayın, İstanbul, Ağustos 2009, s. 333.
[20] Muammer Erdoğan, **Finansal Yönetim**, Bizim Büro Basımevi, Ankara, 2009, s. 3.

finansal yapının, yönetimin temel fonksiyonlarından planlama, yürütme ve kontrollerle ilgili olmasından kaynaklanmaktadır. Finans fonksiyonun alacağı kararların işletmenin başarısını etkileyecek olması yatırım ve finansman kararlarının daha etkin alınması zorunluluğunu ortaya çıkarır.

İşletmenin ne kadar hangi varlıklara yatırım yapacağı ile ilgili kararlar sermaye bütçelemesi kararlarıdır. Finansman kararları ise yatırım için gerekli olan fon, kaynak ya da nakdin nasıl, hangi yollarla temin edileceği ise finansman kararlarına girmektedir.[21] Finans fonksiyonun görev ve sorumluluk kapsamına giren en önemli kararlardan birisi de finansman kararlarıdır. Finans yöneticileri en uygun fon kaynakları karışımının yani sermaye yapısının oluşturulması ile görevlidir.[22] Sermaye yapısı; firmanın finansmanında kullandığı yabancı kaynaklar ile öz kaynakların oluşturduğu yapıdır.[23] İşletmenin sermaye yapısı oluşturulurken özellikle ihtiyaç duyulan fonların hangi amaçla kullanılacağının belirlenmesi büyük önem taşımaktadır. Çünkü tedarik edilen sermayenin şekli ve türü, büyük ölçülerde kullanım yeri ve şekline bağlıdır.[24]

Yasal düzenlemeler ve işletmenin kontrolü dışındaki faktörler alınacak kararları sınırlandırır. Finansal kararlar kısa dönemde pay başına kazancı, uzun dönemde ise işletmenin pazar değerini etkiler. Temel hedef, işletme ortaklarının varlıklarının pazar değerini maksimize etmek olduğuna göre, alınan kararlar firmanın pazar değerini maksimum kılmak yönünde olmalıdır.[25]

Tedarik edilecek fonların temini öz kaynak ve yabancı kaynak olmak üzere iki yolla sağlanmaktadır. İşletmenin finansal kaynaklarını sağlamak için seçim yapmak zorunda olan finans yöneticisi, kullanacağı kaynakların maliyetlerini, vergilerini göz önünde bulundurarak finansman kaynağını bu alternatiflere göre belirlemelidir.[26]

---

[21] Brealey, Richard A., C. Myers Stewart, Marcus J. Alan. **İşletme Finansmanın Temelleri,** Çev. Ünal Bozkurt, Türkan Arıkan, Hatice Doğukanlı, 3. Baskı, Literatür Yayıncılık, İstanbul, 2001, s. 8' den aktaran Erhan Genç, **Küresel Finansal Krizin Kobi'lerin Finansman Kararlarına Etkisi: Uşak İli Örneği**, (Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi), Süleyman Demirel Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Isparta, 2010, s. 112.

[22] Usta, s. 27.

[23] Metin Turko, **Finansal Yönetim**, Atatürk Üniversitesi Yayınları, Erzurum, 1994, s. 489.

[24] Usta, s. 27

[25] Berk, s. 29.

[26] Semih Büker, Rıza Aşıkoğlu, Güven Sevil, **Finansal Yönetim**, 3. Baskı, Özkan Matbaacılık, Ankara, Temmuz, 2007, s. 30.

## 1.3. KAR DAĞITIM KARARLARI

### 1.3.1. Kar Kavramı

Mal ve hizmet üreten işletmeler genel olarak kar sağlama ve topluma faydalı olmak amacı ile faaliyette bulunurlar. Bu yüzden, kar sağlamak, işletmelerin en önemli amaçlarından birini oluşturmaktadır. Kar, işletme bilimi açısından belirli bir dönemde yaratılan toplam gelirlerin o dönem içindeki toplam giderlerinden çıkarılması ile elde edilen pozitif farktır. Kar, her işletmenin öncelikli amacı olup, birçok analizde gösterge olarak kabul edilmektedir. Bunun en önemli nedeni, karın işletmeler açısından gelişme ve büyüme, üst yönetim bakımından başarı ve çalışanlar bakımından da özendirme ve teşvik aracı şeklinde nitelendirilmesidir.[27]

İşletme ve ekonomi bilimi açısından kar kavramı farklı tanımlanmaktadır. Söz konusu kar kavramları muhasebe karı, ekonomik kar ve normal kar olarak ifade edilmektedir. Muhasebe karı, ticaret alanında geçerli olup üretim giderlerinin toplam satış hâsılatından çıkarılması ile elde edilmektedir. Muhasebe karının hesaplanmasında kullanılan üretim giderleri, üretime katılan faktörler için yapılan harcamaları belirtmektedir. Kar ekonomi bilimi açısından ise, üretim giderleri ile beraber girişimcinin kaynakları için yapılan harcamaların toplam satış hâsılatından çıkarılması ile elde edilmektedir. Normal kar ise, ekonomik karın muhasebe karından çıkarılması ile bulunur. Ayrıca, işletme sahiplerine ait kaynakların fırsat maliyeti olarak da ifade edilmektedir.

Kar piyasa egemenliğinin geçerli kabul edildiği ekonomilerde, üretim faktörlerinin farklı üretim dallarına dağılımını kolaylaştırmaktadır. Girişimcinin kararları kar sağlamasına göre şekil almaktadır. Üretim kar ile sonuçlanacaksa, üretim faktörü üretime yönlendirilir. Fakat zararın oluşma ihtimalinde de üretim faktörleri kullanılmaz.[28]

Kar, işletmelerin yenilik yapmasını teşvik ederek, yatırımların, üretimin ve istihdamın artmasına yardımcı olmaktadır. Yenilikler ile kar arasındaki ilişki, yatırım, üretim ve istihdam gibi ekonomik göstergeleri yakından ilgilendirmektedir.

---

[27] Rıdvan Karalar, **Genel işletme**, Anadolu Üniversitesi Yayını, No: 1268, Eskişehir, 2002, s. 21.
[28] Zeynel Dinler, **İktisada Giriş**, 7. Basım, Ekim Kitabevi, 2001, ss. 274-275.

Bu çerçevede, karlardaki dalgalanma, söz konusu ekonomik göstergelerin de dalgalanmasına neden olmaktadır.[29]

İşletmelerin önemli bir parçası olan muhasebe de kar ile ilgili iki temel kavram bulunmaktadır. Ticari kar ve mali kar. Ticari kar, Ticaret Kanununda yer alan muhasebe ilkelerine dayanılarak hesaplanır. Mali Kar ise, Vergi Usul Kanununa dayanılarak hesaplanır. Bu şekilde ödeyecekleri verginin matrahını oluştururlar.

Bunlara ilave olarak, karın saptanmasında iki tür yaklaşım bulunmaktadır. Bu yaklaşımlar bilanço ve gelir tablosu yaklaşımıdır. Bilanço yaklaşımına göre, "dönem içinde işletme sahiplerince sermaye eklemeleri ve çekmeleri için gerekli düzeltmeler yapıldıktan sonra öz sermayede meydana gelen artış"[30] olarak tanımlanmaktadır. Bu tanıma göre karın hesaplanması için, dönem başı ve dönem sonu öz sermaye arasındaki farkın belirlenmesi ve firmaya ilave edilen ve firmadan çekilen varlıkların göz önünde bulundurulması gerekmektedir. Firmaya ilave edilen varlıklar, dönem sonu öz sermayenin artmasına, firmadan çekilen varlıklar dönem sonu öz sermayesinin azalmasına neden olur. Bu işlem, işletme faaliyetleri dışında olduğundan karın hesaplanmasına dahil edilir.[31]

Gelir tablosu yaklaşımına göre kar, firmanın hâsılatını oluşturmak için yaptığı giderlerin karşılanması ile elde ettiği bakiye olarak tanımlanır. Bu tanıma göre karın hesaplanmasında işletmenin hâsılat ve giderleri kullanılmaktadır. Hâsılat, varlık veya hizmetlerin satılması ve faiz, kira ve benzeri kalemlerin elde edilmesi sonucu gerçekleşmektedir. İşletmelerin hâsılatları ana faaliyetlerinden veya ana faaliyetleri dışındaki işlemlerinden olmak üzere iki gruptan meydana gelir. Dönem içinde gerçekleşen hâsılatlar, öz sermayenin atmasını sağlar. Giderler ise hâsılatın gerçekleşmesi için kullanılan veya tüketime konu olan varlıklardan oluşur. İşletmelerin giderleri, satışların maliyeti, faaliyet giderleri ve faaliyet dışı giderler olmak üzere üç çeşittir. İşletmelerin dönem içerisinde gerçekleştirdiği giderler, öz sermayelerinin azalmasına neden olur.

---

[29] Halil Seyidoğlu, **İktisat Biliminin Temelleri**, Kurtiş Matbaası, İstanbul, 2006, s. 358.
[30] Sabri Bektöre, Davut Aydın, Yılmaz Benligiray ve Nurten Erdoğan, **Muhasebe Uygulamaları**, Anadolu Üniversitesi Yayınları, No: 891, 8. Baskı, Eskişehir, 2002, s. 12.
[31] Aclan Omağ, **İşletmelerde Kar Dağıtım Politikasının İşletmenin Büyüme ve Pazar Değerine Etkileri: Teorik ve Uygulamalı Yaklaşım**, (Yayınlanmamış Doktora Tezi), T.C. Marmara Üniversitesi Bankacılık ve Sigortacılık Enstitüsü Bankacılık Anabilim Dalı, İstanbul, 2007, s. 4.

İşletmelerin gelir tablosunda beş farklı kar kalemi bulunmaktadır. Bunlar brüt satış karı, faaliyet karı, olağan kar, dönem karı ve dönem net karıdır. Brüt satış karı, firmaların ana faaliyetlerindeki başarı derecesinin bir ölçüsüdür. Brüt satış karının firmanın faaliyet giderleri, olağan giderleri ve olağandışı giderlerinden fazla olması gerekir. Bu sayede, işletmeler uygun bir dönem karına sahip olurlar.[32]

Faaliyet karı, brüt satış karı ile faaliyet giderleri arasındaki fark olup, işletmenin ana faaliyetinden elde ettiği net karı ifade eder. Faaliyet karının gerçekleşmesi brüt satış karının yüksek olması ile ilişkilidir. Ayrıca, dönem karı açısından, faaliyet karının olağan ve olağandışı gider ve zararlardan büyük olması gerekmektedir.

Olağan kar, firmanın ana faaliyetlerinden sağlanan faaliyet karının yan faaliyetlerin gelir ve karları ya da gider ve zararları ile finansman giderlerinin toplanması veya çıkarılması ile gerçekleşmektedir. Olağan kar işletmelerin devamlı faaliyetlerinden olan ana faaliyetler, yan faaliyetler ve finansman faaliyetlerini kapsadığından, firma karlılığının değerlendirilmesinde temel alınması gerekir. Dönem karı, işletmelerin gelir tablosunun önemli bir parçası olup, işletmenin olağan dışı gelir ve karlarının olağan kar ile toplanması ve olağandışı gider ve zararların olağan kardan çıkarılması ile elde edilir. Dönem karı, işletmelerin dönemi karlı veya zararlı kapatmasının önemli bir göstergesi olup, firmalar arası karşılaştırma ve çeşitli analizlerde kullanılmaktadır. Firmalar için önemli olan, dönem karının, faaliyet karından aldığı payın yüksek olmasıdır. Bu sayede, sağlanan karın devamlılığı artacaktır. Buna karşılık, işletmelerin dönemi zararla kapatması olumsuz bir gösterge olarak kabul edilebilir.

Dönem net karı, işletmenin faaliyet dönemi sonundaki gelir ve giderleri arasındaki pozitif farkı ifade eden dönem karından vergi ve yasal yükümlülüklerin çıkarılması ile elde edilir. Bu çerçevede, bir dönem boyunca gerçekleşen gelir ve giderler 690 Dönem Karı veya Zararı hesabına aktarılır. Bu hesabın alacak kalanı, işletmenin vergi öncesi karını ifade eder. Vergi öncesi kardan işletmenin türüne göre

---

[32] Ferruh Çömlekçi, Münevver Yılancı, Nurten Erdoğan, Saime Önce, Seval Kardeş Selimoğlu ve Ergün Kaya, **Muhasebe Denetimi ve Mali Analiz**, Açıkögretim Fakültesi Yayını, No:185, Eskişehir, 2004, s. 142'den aktaran Aclan Omağ, **İşletmelerde Kar Dağıtım Politikasının İşletmenin Büyüme ve Pazar Değerine Etkileri: Teorik ve Uygulamalı Yaklaşım**, (Yayınlanmamış Doktora Tezi), T.C. Marmara Üniversitesi Bankacılık ve Sigortacılık Enstitüsü Bankacılık Anabilim Dalı, İstanbul, 2007, s. 5.

zorunlu vergi ve yasal yükümlülükler çıkarılır ve elde edilen rakam 692 Dönem Net Karı veya Zararı hesabına yazılır. Daha sonra, bu hesap kapatılarak kalan tutar 590 Dönem Net Karına alacak veya 591 Dönem Net Zararı hesabına borç kaydedilir.[33]

### 1.3.2. Kar Payı Kavramı

Ortaklıkların dönem içinde elde ettikleri kardan mevcut ortakların pay alma hakkıdır. İşletmelerin dönem sonundaki faaliyetlerinden sağlanan kardan mevcut ortaklara düşen pay finans biliminde kar payı olarak ifade edilmektedir. İşletmelerin ortakları bu hakkı hisse senedinde yer alan kar payı kuponlarını kullanarak ve hisse senedini göstermeden değerlendirirler. Firmalar kar dağıtımını, dönemin ticari karı başta olmak üzere, bu kardan dağıtmayıp yasaya, ana sözleşmelere ve genel kurul kararlarına uygun olarak işletmede bıraktıkları isteğe bağlı yedeklerden ve diğer öz kaynak unsurlarından yapmaktadırlar.[34]

İşletmelerin kanuna uygun olarak çıkardığı pay senetleri, sahiplerine kar payı imkânı tanımaktadır. Pay sahiplerinin elde ettiği kar payları, hissedarların işletmeye sağladıkları sermaye üzerindeki getirisi olarak da ifade edilmektedir. Kar paylarının önemli özellikleri üç başlık altında toplanabilir. İlk olarak, anonim şirket yönetim kurulunun kar paylarının ödenmesi konusunda bir ilanının bulunmaması, bu ödemeyi bir yükümlülük olmaktan çıkarmaktadır. Diğer bir ifadeyle, ilan edilmeyen kar payları nedeni ile firmaların iflası söz konusu olmamaktadır. İkinci olarak, kar payı ödemeleri işletme harcaması olarak değerlendirilmemektedir. Bu çerçevede, işletmeler kar paylarını vergiden istisna veya indirim konusu yapamamaktadırlar. Özet olarak, işletmeler kar paylarını vergi sonrası karlarından ödemektedirler. Üçüncü olarak, bireysel pay sahiplerinin kar payları vergi kanunları açısından vergiye konu olmaktadır.

Finansal analiz ve planlamada kar payları ile ilgili kullanılan oran kar payı dağıtım rasyosu olarak adlandırılır. Dağıtılan karın net kara bölünmesi ile bulunur.

$$\text{Kar Payı Dağıtım Rasyosu} = \frac{\text{Dağıtılan Kar Payı Tutarı}}{\text{Net Kar}}$$

[33] Bektöre ve Diğerleri, s. 135.

[34] Hüseyin Selimler, **Anonim Şirketlerde Kar Dağıtım Politikaları ve Uygulaması**, Marmara Üniversitesi Bankacılık ve Sigortacılık Enstitüsü, (Yayınlanmamış Doktora Tezi), İstanbul, 2001, s. 4.

Kar payı ödenmesi, işletmelerin faaliyetlerinden sağladıkları karın ortaklara dağıtılmasının daha uygun bir strateji olduğunu göstermektedir. Bunun en önemli nedeni, gelecek dönemlerdeki büyüme için karların alıkonmasının, hissedarlara kar payı dağıtımından daha küçük getiri sağlamasıdır.[35]

Kar paylarının analizinde kullanılan ikinci oran kar payı karşılama rasyosu (KKR) olarak adlandırılır. Bu oran, şirketlerin dağıtılabilir karlardan hissedarlara kar payı ödeme yeteneğinin bir göstergesi olarak ifade edilmektedir. Karlarda meydana gelen düşüşün kar payına etkisini bu oran yardımıyla görebiliriz.

$$\text{KKR} = \frac{\text{Hisse Başına Kar}}{\text{Hisse Başına Kar Payı}}$$

Hisse başına karı, 50 TRY ve hisse başına payı 15 TRY olan bir şirketin kar payı karşılama oranı 50/15= 3,33 olarak bulunur. Bu şirketin, net karının, kar payı ödemesinin 3,33 katı olduğunu ve kar payı ödeme yeteneğinin bulunduğunu göstermektedir. Kar payı dağıtım oranı ile kar payı karşılama rasyosu arasında ters yönlü bir ilişki vardır. Kar payı dağıtım oranındaki artış, kar payı karşılama oranında da azalışa neden olmaktadır. Bu oranın 2 veya 3 olarak gerçekleşmesi normal kabul edilmektedir. Kar payı karşılama rasyosu 1,5'dan az olursa, kar payı ödemesinin riskli olabileceği belirtilmektedir. Buna karşın ilgili oranın 1' den düşük olması, dönem karlarının ödenmesi için geçen dönemdeki alıkonan karların kullanıldığını göstermektedir. Kar payı karşılama oranının normalin üstünde olması ise, ihtiyaç fazlası karların kar payı olarak dağıtılmadığını ifade etmektedir.

Kar paylarının analiz edilmesinde önemli kabul edilen oranlardan biri kar payı verimi kavramıdır. Kar payı verimi, işletmelerin net kardan hissedarlara nakit olarak dağıttığı kısmın yüzdesi olarak tanımlanır. Bu miktar, yatırım ve finansman kararlarından etkilenmektedir. Yatırımcılar açısından, yüksek kar payı verimi, hisse senedinin iyi bir gelir sağladığının göstergesi olarak değerlendirilmektedir. Hisse senetlerinin yüksek kar payı geliri sağlaması, en yüksek değere sahip olmalarını gerektirmemektedir. Bunun nedeni, işletmenin büyümesi, gelecekteki yatırımlar için karların alıkonması gelecek dönemlerde hisse senetlerinin daha yüksek değere

[35] Investopedia, **How Dividends Work For Investors**, http://www.investopedia.com, August 2005, s. 1'den aktaran Aclan Omağ, **İşletmelerde Kar Dağıtım Politikasının İşletmenin Büyüme ve Pazar Değerine Etkileri: Teorik ve Uygulamalı Yaklaşım**, (Yayınlanmamış Doktora Tezi), T.C. Marmara Üniversitesi Bankacılık ve Sigortacılık Enstitüsü Bankacılık Anabilim Dalı, İstanbul, 2007, s. 7.

ulaşmasını sağlamasıdır. Özetle, kar payı verimi rasyosu, hisse başına kar payının hisse senedi fiyatına bölümü ile bulunur.

$$\text{Kar Payı Verimi} = \frac{\text{Hisse Başına Kar Payı}}{\text{Hisse Senedi Fiyatı}}$$

Kar payı veriminin düşük olması iki şekilde yorumlanabilir. Birinci yorum, şirketin gelecek dönemlerde hızlı büyüme oranına sahip olacağı beklentisi ile kar paylarının riskinin azalması ve hisse senedinin fiyatının yükselmesi şeklindedir. İkinci yorum ise, şirketin finansal durumunun kar payı ödemesi için uygun olmamasıdır.

Kar payı veriminin yüksek olması ise, hisse senedi fiyatlarının bastırılmış olabileceği anlamına gelmektedir. Kar payı verimi, büyüyen şirketler açısından önemli bir gösterge kabul edilmemektedir. Bunun sebebi, şirketlerin alıkonan karları yatırımlar için kullanması ile hissedarların gelirlerini sermaye kazancı olarak almalarıdır.

Hisse senetlerinin kar payı veriminin önem kazanması çeşitli unsurlar sonucu olmuştur. Bunlar, Türkiye'de menkul kıymetler borsasına yabancı yatırımcıların yaptıkları yatırımlar, yabancıların borsadaki payında görülen artış ve bireysel emeklilik fonları gibi kurumsal yatırımcıların varlığı şeklinde sıralanmaktadır. Açıklanan unsurlar nedeni ile kar dağıtım politikalarında değişikliklerin meydana geldiği vurgulanmaktadır.[36]

Kar paylarının analiz edilmesinde önemli kabul edilen oranlardan bir diğeri de sermaye kazancı kavramıdır. Sermaye kazancı genel anlamıyla, bir finansal varlığın değerinin artması şeklinde ifade edilir. Hisse senetleri açısından bakıldığında sermaye kazancı, hisse senetleri fiyatlarındaki artış sonucu sağlanan gelir olarak ifade edilir.

Mevcut fiyatı $P_0$, gelecek dönemdeki fiyatı $P_1$ ve sağladığı kar payı $D_1$ olan bir hisse senedinin beklenen getirisi;

$$R = \frac{P_1 - P_0 + D_1}{P_0}$$

Formülü ile hesaplanmaktadır. $(P_1-P_0)/P_0$ kısmı, hisse senedi yatırımcılarının dönem sonundaki sermaye kazancını ifade etmektedir.

[36] Yılmaz Talip, "Hem Kar Payından Hem Yükselişten Kazan", **Ekonomist**, Sayı 4, 2007, s. 16.

Kar payı geliri ve sermaye kazancı şeklinde gelir sağlayan hisse senetlerinin beş önemli ekonomik işlevi bulunmaktadır. İlk olarak, hızlı bir kalkınma için ihtiyaç duyulan sermaye birikimi, hisse senetleri aracılığıyla küçük tasarrufların büyük işletmelerde toplanmasıyla gerçekleşmektedir. İkinci olarak, üretim araçlarının ve iktisadi işletmelerin mülkiyetinin geniş halk topluluklarına dağıtılmasını sağlayarak iktisadi refahın tabana yayılmasına ve gelir dağılımının dengelenmesine yardımcı olur. Üçüncü olarak, işletmelerin ekonomik kararları konusunda yatırımcıya oy hakkı tanıyarak yatırımların verimliliğine katkı sağlamaktadır. Dördüncü olarak, enflasyondan etkilenmemesi nedeniyle tasarruf sahiplerinin yatırımlarının korunmasına yardımcı olur. Beşinci olarak da, işletmelerin aracısız finansman sağlamalarına yardımcı olur.[37]

Yatırım ya da işletme sermayesi kapsamında büyük tutarlı fonlara gereksinim duyulduğunda, bu ihtiyacın hisse senedi çıkarılarak sağlanması aracılık maliyetinin doğmasına engel olur. Hisse senedi ihracı dışındaki alternatifler yüksek aracılık maliyeti içermektedir. Buna örnek olarak banka kredisi gösterilebilir. Bu çerçevede, bankaların, kredi işlemlerinden, mevduat faizini oldukça aşan tutarda faiz aldıkları görülmektedir. Bunun nedeni, bankacılık sektöründe giderlerin yüksek olmasıdır.[38]

### 1.3.3. Kar Payı Dağıtım Politikasının Önemi

Firmaların ortaklara dağıttığı kar payı, temettü gibi farklı kelimelerle ifade edilebilmektedir. Temettü, nakit olarak veya bedelsiz pay senedi çıkarımı şeklinde genellikle periyodik olarak dağıtılır. Temettü yalnızca sağlanan kazançlardan ve alıkonan karlardan dağıtılabilir; sermaye hisseleri ya da nominal değerin üzerindeki değer artış listeleri dağıtılamaz.[39]

Finans fonksiyonunun üçüncü görev ve sorumluluğu, kar dağıtımı kararlarıdır. Özellikle hissedarlara dağıtılacak temettü (kar payını) miktarını, zaman süreci içinde temettü konusundaki istikrar durumunu, hisse senedi şeklindeki temettüleri ve hisse senetlerinin tekrar geri satın alınması işlemini kapsayan kararlar

---

[37] Gürel Konuralp, "Sermaye Piyasaları: Analizler", **Kuramlar ve Portföy Yönetimi**, 1. Baskı, Alfa Yayınları, İstanbul, 2001, s. 17.
[38] İstanbul Menkul Kıymetler Borsası, **Sermaye Piyasası ve Borsa Temel Bilgiler Kılavuzu**, 2005, http://www.imkb.gov.tr/yayinlar/ spkilavuzu.htm, (15.03.2013), s. 174.
[39] Berk, s. 286.

söz konusudur. Yatırımcılar açısından ise, temettü' nün değerlendirilmesi, dağıtılmayan karların fırsat maliyeti ile karşılaştırılması anlamına gelmektedir.[40]

Kar payı dağıtım politikası, işletmede elde edilen net karın ne kadarının ortaklara nakit kar payı olarak dağıtılacağı, ne kadarının işletmede alıkonulacağı konusundaki kararı içerir. İşletmede sermaye yapısı belirlendikten sonra ihtiyaç duyulacak fonların öz kaynaklarla karşılanacak kısmının başlıca kaynağını dağıtılmayan karlar oluşturur. Dolayısıyla kar dağıtımı politikası aynı zamanda işletmenin finansman politikasının ayrılmaz bir parçasını oluşturur.

İşletme yönetimi bir taraftan ortaklara yeterli ve istikrarlı kar payı dağıtımını amaçlarken öte yandan işletmenin büyümesi ve gelişmesi açısından gerekli olan kaynağın oto finansmanla karşılanmasını amaçlayabilir. Birbirleriyle zıt bu iki amacın aynı anda gerçekleştirilmesi optimal bir kar dağıtım politikasını zorunlu kılmaktadır.

İşletmelerin faaliyetleri sonucu elde edilen ve ortaklara dağıtılmayan karlarla uzun vadede büyümeyi ve gelecekteki karlılığın yükseltmeyi böylece de işletmenin öz sermaye tabanını genişlemeyi hedeflemektedir. İşletme dengeli bir sermaye yapısını sürdürdükçe ek fon gereksinmeleri tahvil çıkarma ya da finansman kurumlarından borçlanma yoluyla kolaylıkla sağlanabilir. Borç fonları verimli bir şekilde yatırıldıkları sürece işletmenin uzun süreli büyümesine ve karlılığına katkıda bulunacaktır.

Kar dağıtım politikası bazı hallerde bir yatırım kararı, bazı hallerde de finansman kararı görünümünü alabilir. İşletmenin sermaye piyasalarından kaynak sağlama olanağı yoksa, kar dağıtımı işletmenin yapacağı yatırım tutarını azaltır, bazı yatırımlardan da vazgeçme gereğini doğurur. Burada hiç olmazsa kısa vadede, kar dağıtımı ile işletmenin büyümesi amaçları arasında bir çelişki söz konusudur. İşletmenin sermaye piyasalarından kaynak sağlama olanağı varsa kar dağıtımı, bir finansman kararıdır.[41]

Temettü kararları işletmenin gelecekteki yatırım kararlarında etkili faktörlerden biridir. Temettü politikaları, işletmelerin değerleme süreçlerinde oldukça önemlidir. Çünkü temettü politikaları, işletmenin iç kaynaklarını azaltır ve dış kaynaklara olan ihtiyacı artırmaktadır. Diğer taraftan birçok sermaye sahibi

[40] Usta, s. 27.
[41] Akgüç, s.778.

(hissedar) temettü' yü elinde tutmayı tercih etmektedir. Bunun sonucunda yatırım fırsatları ile sermaye sahibi tercihleri arasında dengeyi tutturmak gereklidir.[42]

Temettü politikaları, karın ortaklara ödenmesi ve işletmede yeniden yatırım yapılması arasındaki bölümü belirler. Alıkonulan kazançlar işletmenin büyümesi için önemli kaynaklarından biridir. Çünkü daha yüksek bir temettü oranı daha az tutulan kazanç daha düşük bir temettü oranı ise; kazanç da ve hisse senetleri fiyatlarında büyümenin yavaşlaması anlamına gelecektir ve alınan kararlar işletmenin değeri üzerinde kritik bir öneme sahip olabilir.[43]

Halka açık işletmelerde hisse senetlerinin piyasa değerlerini artırmaları veya en azından koruyabilmeleri için ortakların beklentileri doğrultusunda belli bir orandaki kar payını dağıtmak zorundadırlar. Bu dağıtımın en genel şekliyle ya nakit olarak ya da yeni hisse senedi ihraç edip eski pay sahiplerine bedelsiz hisse senedi verilmesi şeklinde olabilmektedir. Böyle olmakla birlikte işletmeler bazen de oto finansman amacıyla karın bir kısmını işletmede bırakma yoluna gitmektedirler. İşletmede bırakılan karlar daha sonra belli amaçlar doğrultusunda dağıtılabilmektedir.[44]

Ortakların ellerinde bulunan hisse senetlerinin piyasa değerinin maksimizasyonu açısından kar paylarının önemi büyüktür. Düzenli ve yüksek kar payı ödemesi yapan şirketlerin hisse senetlerinin piyasa fiyatı da yüksek olduğu tartışılmaktadır. Doğal olarak yatırımcılar hem hisse senetlerinin piyasa fiyatlarının yüksek olması hem de yüksek kar payı almaları nedeniyle yüksek kar payı dağıtan işletmelerin hisse senetlerini talep edecekleri ileri sürülmektedir, ellerinde bulunan düşük kar payı ödemeli hisse senetlerini ellerinden çıkartacaklardır. Ortaklardan işletmeden aldıkları kar paylarını şahsi tüketim harcamalarında kullanılabileceği gibi, alternatif yatırım araçlarına yönelerek kullanabilirler. Diğer taraftan ortaklar

---

[42] Reza Raei, Mohammad Moradi, Hoda Eskandar, "Do Dividend Policies Signal Corporate Operating Characteristics?", **Journal of Applied Finance & Banking**, Cilt. 2, Sayı. 4, 2012, s. 14.

[43] J. Fred Weston ve Eugene F. Brigham, **Essentials of Managerial Finance**, The Dryden Dress, 4. Baskı, USA, 1974, s. 463'ten aktaran Derviş Boztosun**, Temettü Dağıtma Kararının farklı Piyasalarda Hisse Senedi Fiyatına Etkisinin Mukayeseli Olarak İncelenmesi**, (Yayınlanmamış Doktora Tezi), T.C. Gazi Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü İşletme Anabilim Dalı, Ankara, 2006, s. 17.

[44] Yusuf Demir, "İşletmelerin Kar Dağıtım Politikaları ve Firma Değerliliğinin Vergi Uygulamaları İle İlişkisine Teorik Bir Yaklaşım", **Süleyman Demirel Üniversitesi İktisadi İdari Bilimler Fakültesi Dergisi**, Cilt:6, Sayı:1, 2001, s. 56.

açısından işletmede alıkonulan kar payları gelecek açısından bir riske sahip olduğundan kar paylarını işletmede bırakmayıp almayı tercih edebilirler.

### 1.3.4. Kar Payı Dağıtım Politikalarını Etkileyen Unsurlar

Temettü politikası firma kazancının ne kadarının ortaklara kar payı olarak dağıtılacağını, ne kadarının ise, ortaklara dağıtılmayıp yatırımlarda kullanmak üzere işletmede alıkonulacağını gösteren kararlar bütünüdür. Dağıtılmayan karlar, işletme için büyümeyi gerçekleştirecek çok önemli bir fon kaynağını oluştururken, dağıtılan karlar da hissedarlara işletmeden vuku bulan bir nakit akımını meydana getirmektedir. Temettü politikasını, firma açısından bu derece önemli olması "bir firmada kar dağıtımını etkileyen faktörlerin neler olduğu" sorusunun cevaplandırılmasını gerekli kılmaktadır.

Firma yönetiminin buradaki görevi, temettü kararlarını etkileyen tüm faktörleri analiz etmek, değerlemek ve neticede temettü ödeme oranını, şeklini, zamanını ve düzenliliğini gerek firma, gerekse ortaklar için optimal düzeyde gerçekleştirilmesini sağlamaktır.[45]

İşletme kar dağıtım politikası ile ilgili karar alırken dikkate alması gereken bir çok faktörle karşı karşıyadır. Aşağıda sıralanan faktörler daha çok uygulamada, bir kar payı kararı verilirken analiz edilmesi gerekli faktörler olarak düşünülmelidir. Ayrıca kar payı ödemelerini etkilemesine rağmen, bu faktörlerle bir firmanın uyguladığı gerçek kar payı politikası arasında bir ilişki olması zorunlu değildir.

#### 1.3.4.1 İşletmenin Likidite Durumu

Firmanın bilançosunda görülen kar firmanın mali yapısının temettü ödemeye uygun olduğunun göstergesi değildir. Bir firmanın likit değerleri, firmanın karında tamamen bağımsızdır ve firma yüksek oranda karlı iken bile likidite sorunu yaşayabilir. Temettü ödemeleri, nakit çıkışı gerektiren bir işlem olduğundan firmaların likidite durumları, temettü dağıtım kararlarını büyük ölçüde etkiler. Likiditesi iyi olan bir firma, temettü dağıtım kararını verirken fazla sıkıntı

[45] Alan C. Shapiro, **Modern Corporate Finance**, Macmillan Publishing Company, New York, 1991, ss. 550-551.

çekmeyecektir. Bir firmanın karının yüksek olması, o firmanın likidite durumunun iyi olduğu ve rahatlıkla temettü dağıtabileceği anlamına gelmez. Çünkü firma elde etmiş olduğu karı, ihtiyaç duyduğu aktif değerlerin temin edilmesinde bir kaynak olarak kullanmış olabilir. Dolayısıyla her ne kadar karlı gözüküyorsa da, bu fonların makine - teçhizat, demirbaş ya da benzeri nitelikteki aktiflere bağlanmış olması nedeniyle firma bir nakit sıkıntısı içerisinde bulunabilir. Böyle bir durumda temettü dağıtım kararı veren bir firma, kendisini güç duruma sokmuş olacaktır. Ancak firma, aktiflerinden yüksek oranda bir kar elde ediyorsa, likidite durumundaki sıkışıklıklar, döner sermayenin temettü dağıtım zamanında nakit bulunduracak şekilde ayarlanmasıyla halledilebilir. Mesela, temettü dağıtımı yaklaştığında stoklar en az düzeye veya alacaklı hesaplar ortalamasının altına indirilebilir.[46]

Özellikle enflasyonist dönemlerde kar oranlarının devamlı yükseliş göstermesine karşın, firmaların çalışma sermayesi ihtiyaçlarının da artma eğiliminde olması, mevcut karların tamamıyla kullanılabilir fonlar olarak düşünülmesini engelleyecektir. Bu nedenle firmalar, çalışma sermayesi ihtiyaçlarını da göz önüne alarak, yüksek oranda temettü dağıtmak suretiyle nakit varlıklarını azaltmak istemeyecekler ve mevcut likidite durumları çerçevesinde temettü dağıtım kararını vereceklerdir.[47]

Temettü dağıtımı nakit çıkış gerektiren bir işlem olduğundan likiditesi iyi olan bir işletme kolaylıkla kar payı dağıtabilir. Hızlı büyüyen işletmeler ve/veya gelecekle ilgili belirsizliğin çok olan dönemlerdeki işletmeler likidite durumlarını yüksek tutmak için yüksek oranda kar payı dağıtmazlar. Ayrıca karlı işletmeler dahi nakit durumundaki elverişsizliklerinden dolayı kar dağıtması söz konusu olmayabilir.[48]

---

[46] Ali Sait Yüksel, **Para Bulma ve Yatırım**, AR Basım Yayın ve Dağıtım, İstanbul, 1982, s. 291.
[47] Ali Ceylan, **İşletmelerde Finansal Yönetim**, Ekin Kitapevi Yayınları, Bursa, 1993, s. 165.
[48] Mehmet Pekkaya, "Kar Payı Dağıtımının Şirket Değeri Üzerine Etkisi: İMKB 30 Endeks Hisselerine Bir Analiz", **Zonguldak Karaelmas Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi**, Cilt:2, Sayı: 4, Zonguldak, 2006, s. 187.

### 1.3.4.2 Borçlanma Yeteneği

Borçlu olan firmalar faaliyetleri sonucu elde edilen kaynakların, temettü ödemesinde kullanmak yerine, varlıklarının devamı için borçlarını ödemek zorunda kalabilirler. Eğer firma, kısa süre içinde kolaylıkla borç alabilme olanaklarına sahipse, temettü dağıtımında daha fazla bir esneklik kazanabilir. Borçlanma, kısa süreli banka kredisi ile olabileceği gibi, tahvil ihracı ya da diğer kredi kuruluşlarından alınan orta veya uzun vadeli borç şeklinde de olabilir. Büyük ve kendini kabul ettirmiş bir firmanın borçlanma olanakları daha fazladır. borçlanma olanaklarının fazlalığı ise temettü dağıtımında daha esnek bir politika takibini mümkün kılar.

### 1.3.4.3 Borçların Ödenmesi Gereği

Bütün işletmeler sermaye piyasalarına erişmede eşit şartlara sahip değildir. Küçük işletmeler büyük işletmelere göre gerekli kaynağı sermaye piyasalarından daha zor temin etmektedirler. Dolayısıyla sınırlı finansal kaynaklarıyla işletmeler kendi içinde oluşturdukları içsel kaynaklara bağlı kalıp dağıtamayabilirler. Borçlu olan işletmeler faaliyetleri sonucunda elde ettikleri kaynakların kar payı olarak dağıtması yerine sahip oldukları borçları ödemede kullanılması işletmelerin gelecekleri açısından önemli olmaktadır. Vadesi gelen borç ödenmek zorunda olduğundan işletme bu borcu öz sermaye artışıyla elde ettiği karı dağıtmayarak veyahut da yeniden borçlanarak ödeme yapmak yoluna gitmek zorundadır.[49]

Firmalar faaliyetlerini sürdürmek için yabancı kaynak kullanımına başvurmakta ve bu borçların ödenmesinde çeşitli alternatiflerle karşı karşıya kalmaktadırlar. Böyle bir durumda, firmalar mevcut borçlarını, ya yeni borçlar alarak karşılama ya da faaliyetleri sonucunda elde ettikleri fonları kullanmak suretiyle ödeme yollarından birini tercih etmekte veya her iki yolu birlikte uygulayabilmektedirler.

Birinci yol tercih edildiğinde, firmanın borç/öz sermaye oranı büyüyecek, bunun sonucu olarak firmanın finansal riski de artmış olacaktır. Finansal risk, hem

[49] Akgüç, s. 787.

ileride meydana gelebilecek borçları ödeyememe durumunu hem de gelecekte pay sahiplerinin elde edeceği temettü gelirlerinin azalacağı sonucunu ifade eder. Bir firma, borç/öz sermaye oranını arttırdıkça ödemek zorunda olduğu sabit masrafları da (faiz gibi) artacak ve bu durum firmanın finansal yapısının zayıflamasına yol açacaktır. Böyle bir sorunla yüz yüze gelmek istemeyen firmaların temettü dağıtımını kısıtlayarak, faaliyetleri sonucu yaratmış oldukları kaynakları borç ödemede kullanmaları daha uygun olabilecektir.[50]

#### 1.3.4.4. Kredi Sözleşmelerinde Yer Alan Hükümler

Finans kurumları, kullandırdıkları kredilerin geri ödenmesini güven altına almak için maddi teminat aramanın yanında, kredi sözleşmelerine özel şartlar koymakta ve bu yolla firmanın mali yönetimine müdahale ederek, firmanın gelecekteki performansını olumsuz yönde etkileyebilecek işlemleri önlemektedirler.[51]

Kredi verenler, düzenledikleri kredi sözleşmelerine, kredi kullanan firmanın borç ödeme gücünün azalmasını engellemek ve daha sağlıklı bir finansal yapıya sahip olmasını sağlamak amacı ile temettü dağıtımını kısıtlayıcı şartlar koyma imkanına sahiptir. Eğer kredi sözleşmesinde böyle bir sınırlama mevcut ise, bunun firmanın temettü politikasını etkileyeceği çok açık bir şekilde bellidir.

#### 1.3.4.5. Pay Sahiplerinin Vergi Durumu

İşletmelerin kar dağıtım politikasını etkileyen en önemli faktörlerden biri de hissedarların vergilendirilme durumudur. İşletmelerin pay sahiplerine dağıttığı kar payları ile işletmede alıkoyduğu karlar farklı oranlarda vergilendirilir. Diğer taraftan hissedarların gelir düzeyine göre içinde bulunduğu vergi dilimi hisse senedi değer

---

[50] J. Fred Weston, Copeland, Thomas E., **Managerial Finance**, The Dryden Press, International Edition, New York, 1992, s. 559'dan aktaran Derviş Boztosun**, Temettü Dağıtma Kararının farklı Piyasalarda Hisse Senedi Fiyatına Etkisinin Mukayeseli Olarak İncelenmesi**, (Yayınlanmamış Doktora Tezi), T.C. Gazi Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü İşletme Anabilim Dalı, Ankara, 2006, s. 16.

[51] Lawrence J. Gıtman, **Principles of Managerial Finance**, Harper Collins, New York, 1991, s. 586' dan aktaran Derviş Boztosun**, Temettü Dağıtma Kararının farklı Piyasalarda Hisse Senedi Fiyatına Etkisinin Mukayeseli Olarak İncelenmesi**, (Yayınlanmamış Doktora Tezi), T.C. Gazi Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü İşletme Anabilim Dalı, Ankara, 2006, s. 16.

artışlarının vergilendirilip vergilendirilmeyeceği kar dağıtımı politikasını etkileyen faktörlerdir. Örneğin dağıtılmayan karlardan alınan vergi, hissedarların kar payı aldığında ödeyeceği vergiden daha düşükse hissedarlar kendilerine kar payı dağıtması yerine kazancın işletmede bırakılmasından yana olurlar.[52]

#### 1.3.4.6. Karların İstikrarı

Geçmiş dönemlerde satış ve karları istikrarlı olan bir işletme gelecek dönemlerde elde edeceği karı daha sağlıklı bir şekilde tahmin etmek olanağına sahiptir. Bu nedenle karları istikrarlı olan işletmeler satış ve karları büyük dalgalanmalar gösteren işletmelere göre karlarının daha büyük bir bölümünü kar payı olarak dağıtabilirler. Karı istikrarsız olan işletmeler, gelecek dönemlerde ümit ettikleri karı sağlayıp sağlayamama konusunda emin olmadıklarından yüksek kar sağladıkları yıllarda karın büyük bir bölümünü yedek akçe olarak ayıracaklar; buna karşılık karın az olduğu dönemlerde bu amaçla ayırmış oldukları yedek akçeler kar dağıtımında kullanabileceklerdir.[53]

#### 1.3.4.7. Enflasyon

Enflasyon dönemlerinde işletmeler elde etmiş oldukları karı yüksek olarak görünmesine rağmen; bu dönemde işletmenin çalışma sermayesine ihtiyacı artığından, kar dağıtım oranlarını azaltabilmektedirler. Dolayısıyla enflasyon kar payı dağıtım politikasını etkileyen en önemli faktörlerden birisidir. Çünkü fiyat artışları işletmelerin çalışma sermayesi gereksinimlerini artırır. Diğer taraftan maliyet bedeli ile bilançoda gösterilen sabit varlıklar için amortisman olarak ayrılan fonlar, sabit varlıkların yenilenmesine yetmez. Bu sebeple işletmelerin kazanç gücünü devam ettirebilmesi için fon gereksinmelerinin bir kaynaktan karşılanması gerekir. Bunun için işletmelerin sermaye yapısını ve kazanç gücünü aynı düzeyde tutabilmesi için, artan fon gereksinmelerinin, dağıtılmayan karlarla karşılanması söz konusu

[52] Metin Türko, **Finansal Yönetim**, Atatürk Üniversitesi Yayınları, Erzurum, 1994, s. 531.
[53] Akgüç, s. 786.

olabilir. Uygulamada birçok işletme dönem sonu karından gelecek dönemlerde gereksinim duyacağı fonları ayırarak dağıtacağı kar tutarını belirlemektedir.[54]

#### 1.3.4.8. Kontrol

Bir firmada yönetimde söz sahibi olmak sahip olunan paya göre değişeceğinden, genellikle firma üzerindeki kontrol yetkisini koruma isteği ağır basmaktadır. Eğer bir firma, elde ettiği karları ihtiyat ayırmaksızın önemli miktarlarda temettü olarak dağıtıyor ise, ileride karşılaşabileceği karlı yatırım fırsatlarının değerlendirilmesinde oto finansman yolunu kullanamayacaktır. Böyle bir durum karşısında firma, ya borçlanacak ya da yeni pay senetleri ihraç etmek suretiyle sermaye artırımına gitmek zorunda kalacaktır.

Yeni hisse senedi çıkarmak da sermaye sahiplerince arzu edilmeyen bir durumdur. Çünkü, fon temin etmek maksadıyla üçüncü kişilere satılan ilave pay senetleri, mevcut ortakların hem kar oranlarının azalması hem de firma yönetimindeki kontrol fonksiyonunun ellerinden çıkması sonucunu doğurur. Firma yönetimindeki egemen durumlarının tehlikeye düşmesini istemeyen ortaklar çoğu zaman, düşük temettü ödemelerini ve böylece yatırım fırsatlarının finansmanında dağıtılmayan karların kullanılmasını tercih ederler.

#### 1.3.4.9. Aktif Varlıklarda Büyüme Hızı

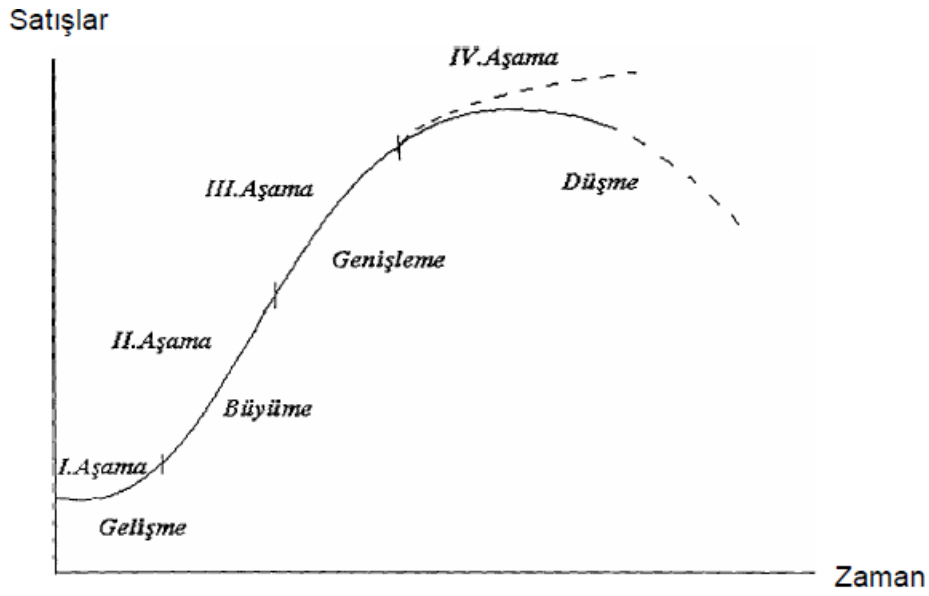
Temettü dağıtım kararını etkileyen kararlardan bir tanesi de aktif varlıklardaki büyüme hızıdır. Bir firmanın büyüme hızı ne kadar yüksek ise, aktiflerin genişletilmesinde kullanılacak fonların miktarı da o kadar yüksek olacaktır. Firmaların büyüme aşamaları ile temettü politikası arasındaki ilişki Şekil 1. üzerinde de gösterebiliriz.[55]

---

[54] Ali Ceylan ve Turhan Korkmaz, **İşletmelerde Finansal Yönetim**, 11. Basım, Ekin Basım Yayım Dağıtım, Bursa, 2010, ss. 219-220.

[55] Stanley B. Black, Hırt Geoffrey A., **Foundation of Financial Management**, lrwin Inc, Homewood, Illinois 1987, s. 574' ten aktaran Derviş Boztosun**, Temettü Dağıtma Kararının farklı Piyasalarda Hisse Senedi Fiyatına Etkisinin Mukayeseli Olarak İncelenmesi**, (Yayınlanmamış Doktora Tezi), T.C. Gazi Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü İşletme Anabilim Dalı, Ankara, 2006, s. 17.

**Şekil 1:** Büyüme Aşamaları ile Temettü Arasındaki İlişki




Kaynak**:** Derviş Boztosun, Temettü Dağıtma Kararının farklı Piyasalarda Hisse Senedi Fiyatına Etkisinin Mukayeseli Olarak İncelenmesi, (Yayınlanmamış Doktora Tezi), T.C. Gazi Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü İşletme Anabilim Dalı, Ankara, 2006, s. 17.

Birinci aşamada, firma daha küçük ve gelişme safhasında olduğundan, yatırımlarını finanse etmek ve aktiflerini genişletmek için finansmana ihtiyaç duyulacaktır. Bu aşamada temettü dağıtımı firmayı finansal sıkıntıya sokacaktır. Bu nedenle, karların firma bünyesinde alıkonması gerekir. Firmanın piyasada başarılı olması ile birlikte, ürünlerine olan talep artacak ve satışların yükseldiği, karların arttığı ve varlıkların genişlediği ikinci aşamaya geçilecektir. Bu aşamada satışlar ve varlıklar üzerinden karlar artan bir oranla büyüdüğünden, hisse senedi şeklinde temettü ödeme yoluna gidilmelidir. Bu aşamanın sonlarına doğru düşük oranda da olsa nakit temettü dağıtımı yoluna gidilebilir. Üçüncü aşamada, satışlardaki büyüme azalan bir oranla devam etmektedir. Yatırımların karlılığı piyasaya yeni firmaların girmesiyle azalmaktadır. Bu aşamada varlıklardaki büyüme hızı düştüğünden ve dış kaynaklarla fon sağlama imkanı arttığından firma oldukça fazla nakit temettü ödeme yeteneğine sahip olup temettü ödeme oranı firmanın durumuna göre değişmekle beraber % 40'lara kadar çıkabilir. Son aşama olan olgunlaşma döneminde ise, firma sabit büyüme oranını sürdürür. Bu dönemde büyümeyi artırıcı yönde farklılaşmaya gidilmez ve yeniliklere başvurulmazsa firmanın karlılığı düşecektir. Firma temettü ödeme oranı, endüstriden endüstriye değişmekle beraber % 40-60 civarında seyreder.

Firmanın bu oranda temettü dağıtması hisse senetlerine talebi artırmaya yönelik bir çaba olarak değerlendirilebilir.

#### 1.3.4.10. Muhasebe Sistemi

Bir ülkede uygulanmakta olan muhasebe sistemi şirketlerin dağıtacakları temettü politikalarını etkilemektedir. Birçok ülkede temettü ödemeleri elde edilen kar ile bağlantılı olup bu karda muhasebe ile ilintilidir. Muhasebe standartları ne kadar tutucu ise kar o kadar düşük ve temettü ödemesi de o kadar az olacaktır.

#### 1.3.4.11. Yeni Yatırımlar

Yeni yatırımlar yapmak firmaların önemli amaçlarından birini oluşturur. İşletmeler, bu yatırımlar için gerekli kaynakları kârlarını dağıtmayarak elde ederler. Kârların dağıtılmamasının temel nedeni, yeni yatırımların gelecekte işletmenin piyasa değerini ve hissedarların kazançlarını olumlu etkilemesi olarak ifade edilmektedir. Ancak, yeni yatırımların olmaması durumunda kâr paylarının dağıtılmaması yatırımcıları olumsuz etkileyebilmektedir.[56]

### 1.3.5. Kar Payı Dağıtım Politikası Türleri

Yatırım kararları ve işletmenin piyasa değeri kar payı dağıtım kararından etkilenmektedir. Dolayısıyla, kar paylarındaki istikrar, hissedarlar açısından önem arz etmektedir. Bu kapsamda, kar paylarında istikrarın sağlanması ve korunması için karların yüksek olduğu dönemde yedek akçe ayrılması ve karların düşük olduğu dönemlerde de geçmiş dönemlerdeki yedek akçelerin kar payı olarak dağıtılmasının faydalı olacağı belirtilmektedir.[57]

Temettü politikaları, işletmenin karlarının hisse sahiplerine dağıtılması veya bu karların dağıtılmayarak işletmede bırakılması ve yeniden yatırıma dönüştürülmesi

---

[56] Nurhan Aydın, Metin Coşkun, Hasan Bakır, Ali Ceylan ve Mehmet Başar, **Finansal Yönetim**, 3. Baskı, Anadolu Üniversitesi Yayınları, Eskişehir, 2005, s. 294.

[57] Ali Ceylan ve Turhan Korkmaz, **İşletmelerde Finansal Yönetim**, 9. Basım, Ekin Basım Yayım Dağıtım, Bursa, 2006, s. 263.

kararını içerir. Temettü politikası kararı verilirken söz konusu işletmelerin yeni kurulmuş bir işletme olması veya gelişmekte olması önem taşımaktadır. Çünkü yeni kurulmuş işletmelerde temettü dağıtımına başlama tarihini ve oranını belirlemek zor bir işlemdir. Bu işletmeler de ilk kuruluş yıllarında diğer kaynaklardan kolay fon bulamadıklarından karlarını dağıtmazlar. Gelişmekte olan işletmelerde ise yatırıma aktarılan fonlar dağıtılan kar paylarından daha fazla verim getirse bile işletme büyük oranda temettü dağıtımı yapabilir.[58]

Bir işletmenin temettü politikalarını belirlemede iki önemli husus vardır; temettü ödeme oranı ve zamanında temettü ödemelerinin istikrarıdır. Bu sebeple, finans yöneticisi, işletme için yatırım fırsatlarının varlığı ve yatırımcıların temettü geliri veya sermaye kazançlarına sahip olduğu seçeneklerini göz önünde bulundurmalıdır.

Temettü politikası kararları, işletmenin dönem sonunda elde ettiği karın ortaklara dağıtılıp veya dağıtılmayıp yatırıma dönüştürülmesi gereken kararları ifade etmektedir. Bilindiği gibi işletme amaçlarından biri işletmenin piyasa değerinin maksimum yapılmasıdır. İşletme ortaklarının amaçları ise hisse senetlerinin piyasa fiyatlarının maksimum olmasıdır. Ortaklar bakımından hisse senetlerinin piyasa fiyatlarının maksimum olabilmesi için temettü politikaları önemli bir araçtır. Başka bir ifadeyle, diğer şartlar sabit varsayıldığında, düzenli temettü dağıtan işletme, temettü dağıtımı değişkenlik gösteren bir işletmeye göre piyasada daha yüksek bir değere sahip olur.[59]

Temettü dağıtımı konusunda işletmelerin tutucu davranarak karların aşırı şekilde alıkonulması yani çok az miktarda temettü dağıtımı, işletmelerin hisse senetleri değeri üzerinde olumsuz etkide bulunarak hisse senedinin piyasa fiyatının dolayısıyla işletmenin piyasa değerinin azalmasına yol açmaktadır. Bu nedenle işletmeler kendi finansal yapıları ve gelecekle ilgili yatırım planlarını da dikkate alarak en azından belli ölçülerde istikrarlı ve sürekli bir şekilde temettü dağıtmayı sürdürmeye çalışmaktadırlar. İşletmeler temettü dağıtım kararlarını kendi gelecekleri açısından bir takım düzenleyici etkenler ve kendi görüşleri doğrultusunda temettü

[58] Ceylan ve Korkmaz, 2009, s. 278.
[59] Ceylan ve Korkmaz, 2009, s. 220.

dağıtım politikalarını belirlemektedirler. Bu nedenle uygulamada temettü dağıtımı konusunda işletmelerin farklı politikalara sahip oldukları görülmektedir.[60]

Şirketlerin piyasa değeri, kar payı dağıtım politikasının türüne göre değişmektedir. Bu çerçevede, kar paylarının her dönem dağıtılması ve devamlı yükseliş göstermesi piyasa değerinin olumlu etkilenmesini sağlar. Kar payı dağıtım politikası gelişmiş ülkelerde ve Türkiye'de genel olarak dört türlüdür. Bunlar, sabit miktarda kar payı dağıtımı, sabit oranda kar payı dağıtımı, uzlaşmaya dayanan kar payı dağıtım politikası ve artıklar oranında kar payı dağıtım politikası olarak sıralanır.

#### 1.3.5.1. Sabit Tutarda Kar Payı Dağıtılması

Sabit tutarda yapılan temettü ödemeleri politikasının uygulandığı işletmelerde, elde edilen net kar değişse bile yapılan temettü ödemesi miktarında nadiren değişiklik yapılmaktadır. Ödenen temettüünün, yatırımcılar tarafından işletmenin elde ettiği ve edeceği kazancın bir göstergesi olarak kabul edilmesi nedeni ile bir işletme tarafından elde edilen kazanç düşmesine rağmen ödenen temettü miktarının değişmeyerek devam etmesi, yatırımcının söz konusu işletmeye olan güveninin sürmesini sağlamaktadır. Bunun sonucunda da yatırımcılar tarafından böyle bir işletmeye, ödediği temettü miktarını elde ettiği kazanç ile doğrudan ilişkilendiren bir temettü politikası uygulayan işletmelere nazaran daha çok değer atfedilmektedir. Sabit tutarda ödenen temettü bu özelliğinin yanı sıra sabit periyodik gelir elde etmeyi arzulayan yatırımcılar tarafından da tercih edilmektedir.[61]

Söz konusu yatırımcılar, her yıl ne kadar miktarda temettü alacaklarını bilerek bir anlamda gelecek belirsizliğinden kurtulmaktadır. Fakat hisse senetleri, sabit getirili yatırım araçlarına dönüşmektedir. Bunu yanı sıra, enflasyon dönemlerinde, temettü reel anlamda azalmakta veya karın yüksek olduğu yıllarda, verilmesi gerekenden daha az temettü verildiği kanısı piyasada yaygınlaşabilmektedir. Sabit

[60] Yusuf Demir, "İşletmelerin Kar Dağıtım Politikaları ve Firma Değerliliğinin Vergi Uygulamaları İle İlişkisine Teorik Bir Yaklaşım", **Süleyman Demirel Üniversitesi İktisadi İdari Bilimler Fakültesi Dergisi**, Cilt: 6, Sayı: 1, 2001, ss. 56-57.

[61] Aynur Korgun, "Bir Temettü Politikası Olarak Temettü Avansı; Teorisi ve Türkiye'ye İlişkin Uygulama Önerileri", **Araştırma Raporu**, Sermaye Piyasası Kurulu Denetleme Dairesi, Rapor Sayısı: 12/6, 1999, ss. 18-19.

miktarda temettü dağıtımı, hisse senetlerinin piyasa değerinin de sabit bir düzeyde ya da oldukça dar bir fiyat aralığında kalmasına yol açabilmekte ve sermaye kazancı bekleyen yatırımcıları çekmemektedir. Düşük kar sağlanan veya zarar edilen dönemlerde ise işletme zor durumda kalabilmektedir. Bu nedenle, enflasyonun yüksek olduğu ülkelerde, sabit miktarda temettü dağıtımı politikası, yerini "sabit büyüme oranı" politikasına bırakmıştır. Bu politikayı benimseyen işletmeler, ödeyecekleri temettü miktarını, her yıl daha önceden tespit ettikleri oranda artırmak suretiyle belirlemektedir. Bir işletmenin bu tür bir politikayı sürdürebilmesi için büyüme hızının da en az ödenecek kar payı tutarlarında yapılacak artışı belirleyen oranda olması gerekmektedir.[62]

#### 1.3.5.2. Sabit Oranlı Kar Payı Dağıtılması

Bu politika işletme dönem sonumda belli bir miktarda kar elde etmişse, dönem karının belirli bir oranında temettü dağıtmaktadır. Böyle bir politika benimsenmesi durumunda, elde edilen kazanç yıldan yıla değişiklik gösterecektir. Sabit oranlı temettü ödemesi daha çok halka açık anonim işletmelerin görülmesine rağmen, kapalı aile işletmelerinde de görülmektedir. Bu politikanın benimsenmesi durumunda, pay başına kazanç yıldan yıla değişmektedir.[63]

Sabit oranda kar payı dağıtım politikasında, ortaklar dönem karının belirli bir yüzdesini kar payı olarak alırlar. Dolayısıyla, ortakların aldığı kar payı, gerçekleşen kar miktarına bağlıdır. Bu çerçevede, çok düşük veya çok yüksek kar payı tutarları söz konusu olmaktadır.

Sabit oranda kar payı dağıtım politikası, işletme karlarının azalış içinde olduğu veya işletmenin zarar ettiği dönemlerde önemli problemler doğurmaktadır. Ayrıca ortakların çoğunluğu dağıtılması gereken karın, şirkette kalmasını istemedikleri için şirket pay senetlerinin pazar değerinin maksimum kılınması mümkün değildir.[64]

---

[62] Nurhan Aydın, Ali Ceylan, Mehmet Başar, Metin Coşkun, Hasan Bakır, **Finansal Yönetim**, Anadolu Üniversitesi Yayını, No: 779, Eskişehir, s. 296.
[63] Ceylan ve Korkmaz, 2010, s. 271.
[64] Berk, s. 291.

### 1.3.5.3. Sabit Tutarda Kar Payı Yanında İlave Olarak Kar Payı Dağıtma Politikası

Bu tür temettü dağıtım politikasında işletme, her yıl sabit bir oran ya da temettü miktarı belirlemekte ve işletmenin gerçeklesen net karı dikkate alınarak, bu sabit oran ya da miktar üzerine belirli eklemeler yaparak kar payı ödemektedir.[65]

Firmalar sabit kar payı dağıtmaları halinde kar payı, yılın performansında bağımsız hale geldiğinden, yatırımcısını hisse senedinden kaçırmamak için bir taraftan sabit miktarda kar payı dağıtırken, aynı zamanda ekstra kar payı dağıtımına gitme zorunda kalmaktadırlar.

Diğer iki politikanın aksayan yönlerini gidermek amacıyla geliştirilmiş bir politikadır. Bu kar dağıtım politikası daha çok elde edilen kar tutarının dönemler itibariyle değiştiği firmalarda tercih edilmektedir. Dağıtılacak kar payının düşük miktarda tutulup, firma kazancının yüksek olduğu durumlarda ilave kar payı dağıtımına gidilmesi düşünülür. Kar payı miktarının düşük tutulması firmayı, kazancın yeterli olmadığı durumlarda kar payı ödeyememe riski ile karşı karşıya kalmaktan kurtarmakla beraber, ortakların düzenli kar payı alabilmelerine imkan sağlar.

### 1.3.5.4. Kar Payı Avansı Ödemeleri

Kar payı avansı dağıtımına ilişkin olarak 6762 sayılı eski Türk Ticaret Kanunu'nda hüküm bulunmamaktadır. Kar payı avansı dağıtımına ilişkin ilk düzenleme, halka açık şirketler için SPK' da yer almaktadır. Yeni TTK ile halka açık olmayan şirketlere de kar payı avansı dağıtma imkanı getirilmiştir.[66]

Halka açık işletmeler, üçer aylık dönemler itibariyle de temettü avansı şeklinde temettü dağıtma imkanına sahiptirler. Halka açık anonim işletmeler, bağımsız denetimden geçmiş üçer aylık mali tablolarında yer alan karlarından, kanunlara ve esas sözleşmeye göre ayırmak zorunda oldukları yedek akçeler ile vergi karşılıkları düşüldükten sonra kalan kısmın yarısını geçmemesi, ana sözleşmelerinde hüküm bulunması ve genel kurul kararıyla ilgili yılla sınırlı olmak üzere yönetim

[65] Usta, s. 51.
[66] Ersin Kaplan, "Kar Payı Avansı Dağıtımı", **Vergi Dünyası**, Sayı 373, Eylül 2012, s. 138.

kuruluna yetki verilmesi koşullarıyla temettü avansı dağıtabilirler. Her ara dönemde verilecek temettü avansı bir önceki yıla ait bilanço karının yarısını aşamaz. Yönetim kuruluna genel kurul tarafından temettü avansı dağıtımı için yetki verildiği takdirde, yönetim kurulunun, ilgili hesap döneminde her 3 aylık dönemi izleyen 6 hafta içerisinde temettü avansı dağıtma veya dağıtmama konusunda bir karar vermesi gerekmektedir. Önceki hesap döneminde ödenen temettü avansları mahsup edilmeden, sonraki hesap dönemlerinde ilave temettü avansı verilemez ve temettü dağıtılamaz.[67]

Dağıtılacak kar payı avansı; varsa geçmiş yıllar zararlarının tamamının, vergi, fon ve mali karşılıkların, kanunlara ve sözleşmeye göre ayrılması gereken yedek akçelerin, varsa imtiyazlı pay sahipleri, intifa senedi sahipleri ve kara katılan diğer kimseler için ayrılacak tutarların, oluşan ara dönem karından indirilmesi suretiyle hesaplanır. Ödenecek kar payı avansı, bu şekilde hesaplanan tutarın yarısını geçemez. Aynı hesap dönemi içinde izleyen ara dönemlerde de kar oluşması halinde dağıtılacak kar payı avansı tutarı önceki ara dönem veya dönemlerde ödenmiş olan kar payı avansı tutarları da indirilerek hesaplanır. Ödenecek kar payı avansı, bu şekilde hesaplanan tutarın yarısını geçemez.

Kar payı avansı, dağıtım tarihleri itibarıyla ortaklara payları oranında ödenir. Kar payı avansı, kardan imtiyazlı paylara imtiyaz dikkate alınmadan ödenir. İntifa senedi sahiplerine, ortak olmayan yönetim organı üyelerine ve ortaklar dışında kara katılan diğer kimselere kar payı avansı ödenemez. Ortakların sermaye taahhüt borçları dışında şirkete borçlu olmaları halinde söz konusu borç ortağa ödenecek kar payı avansından mahsup edilir. Bu düzenleme ile aynı anda şirketten borçlanma ve kar payı avansı dağıtımı engellenmiş olmaktadır.[68]

#### 1.3.5.5. Artık Kar Dağıtım Politikası

Artık kar dağıtım politikasına göre; firmalar faaliyetlerinden elde ettikleri kazançları, daha karlı yatırım fırsatları yoksa hissedarlarına kar payı olarak

[67] Adem Anbar, "Hisse Senetleri İMKB'de İşlem Gören İşletmelerde Kar Payı Dağıtım Politikası", **Mali Çözüm Dergisi**, Sayı: 75, 2006, s. 220.
[68] Kaplan, s. 140.

dağıtılması gerektiği fikrine dayamaktadır. Bir firma için karlı yatırım fırsatları her zaman mevcut olmayabilir.

Eğer firmanın dağıtılmayan karlar yoluyla kazanabildiği karlılık oranı, hissedarın ortalama olarak aynı riske sahip diğer yatırımlardan elde edecekleri karlılık oranını aşmazsa firmanın faaliyetleri sonucunda elde ettiği karları hissedarlarına dağıtması gerekmektedir. Tersi durumda ise firma kazancını yeni yatırımlarda kullanılmasını tercih edecektir.

Firmalarca sürekli olarak artık kar payı politikasına başvurulması ödenen kar payı her yıl değişmesi gibi bir sonuca götürür ki bu da dalgalanan kar, hissedarların rahatsızlık duyması gibi bir sonuç yaratabilir.

Artıklar oranında kar payı dağıtım politikası, yatırımlar için gereken kaynakların, işletmenin elde ettiği karlar tarafından karşılanmasından sonra kalan miktarın kar payı olarak dağıtılmasının uygun olacağını belirtmektedir. Bu politika, işletmelerin yatırım ve finansman politikası ile sermaye yapısından etkilenmektedir. Ayrıca, yatırımcıların elde edeceği kar payları dönemler itibarı ile farklı olabilmektedir. Bu çerçevede, önem kazanan konu, dağıtılmayan karların yeniden yatırıma dönüştürülme şeklidir. Dolayısıyla, karların alıkonarak yeniden yatırıma yönlendirilmesi ile elde edilecek karlılık oranının, hisse senedi sahiplerinin karlılık oranları ile karşılaştırılması gerekmektedir. İşletme yatırımları sonucu yüksek bir getiri elde edilmek isteniyorsa, bu durumda karların dağıtılmaması gerekmektedir.[69]

#### 1.3.5.6. Optimal Kar Payı Dağıtım Politikası

Optimal kar payı politikası, bir firmada hisse senetlerinin piyasa değerini maksimize edecek mevcut kar payı ödemeleri ve gelecekteki büyüme arasındaki dengeyi açıklar.

Deneysel bulguların çoğunluğu kar dağıtımım firma değerini etkilediğini ortaya koymaktadır. Çalışmamızda da aynı sonuçları bulmaya çalışacağız. Gerçekten kar payı politikası hisse senedinin değerini etkiliyorsa o zaman bu politika sadece yatırım fırsatları tarafından belirlenen pasif bir artık olmaktan daha ileri bir anlam ifade edecektir. Bu demektir ki; firma hisse senedinin piyasa değerini dağıtacağı kar

[69] Türko, s. 527.

payı oranını değiştirmek suretiyle artırabilir ve bunun sonucu olarak da optimal kar dağıtım politikasına erişebilir. Dağıtılan karın hisse senetlerinin piyasa değerini etkilemesi dikkate alınırken öte yanda yatırım fırsatları değerlendirilerek hissedarın serveti maksimize edilebilir. Bu nokta ise kar dağıtım politikası veya dağıtım oranının optimal olduğu noktadır.

### 1.3.6. Kar Payı Politikalarının Oluşumunu Etkileyen Yasal Kurallar

Temettü (kar payı) ödemelerini etkileyen unsurlardan biri yasal düzenlemeler ve şirket esas sözleşmelerinde yer alan hükümlerdir. Temettü dağıtımına ilişkin yasal kurallarla ilgili mevzuat, her ülkenin kendi ilgili kanunlarında düzenlenmiş olup, genelde azınlık paylarının kar üzerindeki haklarının korunması ve firmaya fon temin eden üçüncü kişilerin yanlış yönlendirilmelerinin önlenmesi amacındadır.

Kanun hükümleri, temettü dağıtımının, ancak cari dönemde elde edilen karlardan ya da daha önceki dönemlere ait olup da dağıtılmayan karlar varsa, bunlardan yapılabileceği esasını benimsemiştir. Burada amaç, üçüncü kişileri korumaktır. Aksi takdirde firma sahipleri, kar payı dağıtımı adı altında sermayelerini işten çekerek iyi niyet sahibi üçüncü kişileri zarara sokma yoluna gidebilirler.[70]

Genel olarak kar payı dağıtımı ile ilgili mevzuat üç temel ilke üzerinde durmaktadır:

1. Net kar ilkesi,
2. Esas sermayenin zayıflatılmaması ilkesi,
3. Firmanın borçlarını ödeme güçsüzlüğü içerisinde olmaması ilkesi,

Net kar ilkesi, temettülerin ancak cari yıl karından ya da dağıtılmamış karlardan ödenebileceğini ifade etmektedir.

Esas sermayenin zayıflatılmaması ilkesi, temettülerin sermayeden ödenmesini, diğer bir deyişle sermayenin kar olarak dağıtılmasını önlemek suretiyle firmaya fon sağlayanları korumak amacını gütmektedir.

Firmanın borçlarını ödeme güçsüzlüğü içerisinde olmaması ilkesi ise, borç ödeme güçlüğü içinde olan bir firmanın temettü dağıtmamasını öngörmektedir. Böyle bir olay gerçekleştiği takdirde, firma, gerçekte kredi verenlere ait olan fonları

[70] Atilla Gönenli, **İşletmelerde Finansal Yönetim**, 7. Baskı, İstanbul Üniversitesi Yayınları, İstanbul, 1991, s. 384.

ortaklarına aktarmış olacaktır. Burada da firmaya fon temin eden üçüncü kişiler aleyhine bir durum söz konusudur ve bunun engellenmesi amacında olan üçüncü ilke, kısa vadeli yükümlülükleri cari varlıklarından fazla olan firmaların temettü dağıtmasını yasaklamaktadır.

Türkiye de ise, kar dağıtımı, gerek Türk Ticaret Kanununda, gerekse Sermaye Piyasası Kanununda yasal düzenlemeye tabi tutulmuş ve her iki kanunda da, yukarıdaki ilkeler göz önüne alınarak, firmaların belli oranlarda kar payı dağıtmalarının sağlanmasına ilişkin hükümlere yer verilmiştir.[71]

Türk Ticaret Kanunu, Kara Avrupa ticaret hukukunun etkisi altındadır ve genellikle, Kara Avrupa ülkelerinde, küçük yatırımcı haklarını korumada yasal boşluklar bulunmakta ve buna karşılık, Kara Avrupa'sı hukuk sistemlerinde Anglo-Sakson geleneğinin büyük bir ölçüde benimsenmeye başladığını ve Sermaye Piyasası Kurulunun oluşumunun Anglo-Sakson geleneklerinde esinlendiğini ortaya koymaktadır.

Almanya, Belçika, Hollanda ve Danimarka'da kar payları, kural olarak yılda bir kez dağıtılmaktadır.

Temettü politikası karar alma süreci bakımından, Avrupa ve A.B.D temettü politikası yönetim kurulu tarafından belirlenir. Alınan karar yıllık olağan genel kurula sunulur, fakat bu karar hissedarlar tarafından onaylanmaz. Türkiye de ise yönetim kurulunun aldığı temettü politikası kararı yıllık olağan genel kurulda hissedarlar tarafından onaylanır.

Temettü ödemelerinin kaynağı açısından Avrupa ve A.B.D Temettü ödemeleri hesap döneminin net karından ödenir. Türkiye'de, hesap döneminin net karından vergi, geçmiş yılların Zararları, vb düşülmek suretiyle bulunan, dağıtılabilir net kardan ödeme yapılabilmektedir.

Şirketlerin temettü politikalarının oluşturulmasında en önemli etkenlerden bir tanesi yasal düzenlemelerdir. Çünkü şirketler yapacakları temettü ödemelerini tabi oldukları yasal düzenlemeler ile şirket esas sözleşmesinde yer alan hükümler çerçevesinde gerçekleştirmek durumundadır.

Ülkemizde anonim ortaklıklara ilişkin genel hükümler Türk Ticaret Kanunu (TTK) ile düzenlenmiş olup, halka açık anonim ortaklıklara ilişkin özel

[71] Boztosun, s. 23.

düzenlemelere Sermaye Piyasası Kanunu'nda (SPKn) yer verilmiştir. Her iki kanuna göre de kar dağıtılması için önce bilançoda kar oluşması gerekmektedir.

Bilançoda kar varsa, karın dağıtılıp dağıtılmayacağı konusu, Türk Ticaret Kanunu'na tabi anonim ortaklıklar ile Sermaye Piyasası Kanunu'na tabi anonim ortaklıklarda farklılık arz eder.

#### 1.3.6.1. Yeni Türk Ticaret Kanununa Göre Kar Payı Dağıtımı

13 Ocak 2011 tarihli 6102 Sayılı Kanun olarak kabul edilen Yeni Türk Ticaret Kanunu'nda yer alan kar dağıtım ilkeleri, eski kanun ile benzerlik göstermektedir. İlgili madde hükmünde yer alan düzenlemelerde içerik açısından farklılık olmamasına rağmen kısmi olarak ifadelerde değişiklikler bulunmaktadır.[72]

Yeni TTK'nun 519. Maddede yapılan düzenleme çerçevesinde de

1. Ödenmiş sermayenin yüzde yirmisine ulaşıncaya kadar, yıllık karın yüzde beşi, genel kanuni yedek akçe olarak ayrılması gerekmektedir.

2. Söz konusu %20lik üst sınıra ulaştıktan sonra da aşağıdaki işlemlerden kaynaklanan tutarların kanuni yedek olarak değerlendirilmesi istenmiştir.

a) İşletmede hisse senedi ihraç edilmesi sebebi ile elde edilen emisyon priminin, ilgili hisselerin çıkarılma giderleri, itfa karşılıkları ve hayır amaçlı ödemeler için kullanılmamış bulunan kısımları,

b) İptal edilen hisse senetleri için bedeli ödenmiş tutarlardan bunların yerine verilecek yeni senetlerin çıkarılma giderlerinin düşülmesinden sonra kalan kısmı,

c) Pay sahiplerine yüzde beş oranında kar payı ödendikten sonra, kardan pay alacak kişilere dağıtılacak toplam tutarın yüzde onu, genel kanuni yedek akçeye eklenir.

Yukarıda yer alan düzenlemelerde görülebileceği üzere 1. Tertip yasal yedek akçe, 1 temettü ve 2. Tertip yasal yedek akçe hesaplama mantığı eski TTK paralelinde olmasına rağmen 1. ve 2. Tertip yasal yedek akçe ifadesi yerine "genel kanuni yedek" ifadeleri kullanılmıştır.

Yedek akçelerin kullanım amacı sadece zararların kapatılması ve işlerin iyi gitmediği zamanlarda işletmeyi devam ettirmeye veya işsizliğin önüne geçmeye ve

[72] M. Uğur Akdoğan, "Yeni Türk Ticaret Kanunu Sonrasında SPK Düzenlemelerine Tabi İşletmelerde Dağıtılabilir Kar Hesabı", **The Journal of Accounting and Finance**, Ekim 2012, s. 128.

sonuçlarını hafifletmeye elverişli önlemler alınmasıdır. İlgili düzenlemenin yazım ifadesinden yedek akçelerin toplamının, işletmenin sermayenin yarısını aşması durumunda yukarıda ifade edilen hedeflerin dışında da kullanılabileceği anlamı çıkarılabilmektedir. Bu çerçevede eski TTK'da olduğu gibi, yeni TTK'da da yasal yedeklerin toplamı sermayenin yarısını aşması durumunda ortaklara dağıtılabilecektir. Eski TTK'da yer alan holding şirketlerinin ikinci tertip yasal yedek akçe ayırmasına gerek olmadığına ilişkin olan düzenleme yeni TTK'da da benimsenmiştir.[73]

Türk Ticaret Kanunu'na tabi anonim şirketlerde, bilançoda kar var ve genel kurulda kar dağıtımı kararı almışsa ödenmiş sermayenin %5'i müktesap hak olduğundan yeterli kar varsa dağıtılır. Daha fazla kar dağıtılıp dağıtılmayacağı konusunda Genel Kurul dilediği gibi karar alabilir.[74]

Ortaklıkların esas sözleşmelerinde birinci temettü oranının gösterilmesi zorunludur. Ortaklıkların birinci temettü tutarı, hesap dönemi karından kanunlara göre ayrılması gereken yedek akçeler ile vergi, fon ve mali ödemeler ve varsa geçmiş yıl zararları düşüldükten sonra kalan dağıtılabilir karın %20'sinden az olamaz.

TTK' na tabi şirketlerde dağıtılacak temettü aşağıdaki şekilde hesaplanır;

[73] Akdoğan, s. 129.
[74] İstanbul Menkul Kıymetler Borsası, **Sermaye Piyasası ve Borsa Temel Bilgiler Kılavuzu**, İMKB, Temmuz 2002, s. 92.

**Tablo 1:** TTK' na Tabi Şirketlerde Dağıtılacak Temettü

| |
|---|
| **Dönem Ticari Karından** |
| (-) Kurumlar Vergisi ve diğer yasal yükümlülükler karşılığı ayrılır. |
| **Net Dönem Karı(Vergiden Sonraki Kar)** |
| (-) Geçmiş Yıl Zararları |
| (-) I. Tertip Kanuni Yedek Akçe<br>Safi karın yirmide biri (Ödenmiş esas sermayenin beşte birini buluncaya kadar) |
| (-) İşletmede Bırakılması Zorunlu Fonlar |
| **Dağıtılabilir Net Dönem Karı** |
| (-) Ortaklara Birinci Temettü<br>(Pay sahiplerine ödenmiş sermayenin %5'i oranında ödenir.) |
| (-) Ana sözleşme hükümlerince kuruculara, intifa senedi sahiplerine, yönetim kurulu üyelerine personele dağıtılan kar payı |
| (-) Ortakla İkinci Temettü |
| (-) II. Tertip Kanuni Yedek Akçe<br>Birinci temettü ayrıldıktan sonra pay sahipleri ile kara iştirak eden diğer kimselere dağıtılması kararlaştırılan kısmın onda biri (1/10'dir) |
| (-) İhtiyari Yedek Akçeler(Statü Yedekleri, Diğer Yasal Yedekler, Olağanüstü Yedekler) |

Kaynak: İstanbul Menkul Kıymetler Borsası, Sermaye Piyasası ve Borsa Temel Bilgiler Kılavuzu, İMKB, Temmuz 2002, s. 92.

Yeni TTK' da ortaklara dağıtılacak kar payı ile ilgili kavram karmaşıklığına son verilerek, artık "Net Dönem Karı" ortaklara dağıtılabilecek kar olarak esas alınmıştır. Kaldı ki, Türkiye Muhasebe Standartları'na göre, düzenlenen mali tablolarda vergi karşılığı ayrıldıktan sonra gösterilmek zorunda olunan "Net Dönem Karı" ile söz konusu yeni düzenleme bir uyumludur. Öte yandan, yeni TTK' un 508. maddesinde, "Yıllık Kar" bilançoya göre belirlenir, ifadesi kullanılmıştır. Bu düzenleme ile 507. madde de yer alan net dönem karı ifadesi birlikte değerlendirildiğinde, artık ortaklara dağıtabilecek karın "Net Dönem Karı" olduğu, yeni TTK' un da açık olarak ortaya konulmuştur.

Kanuni ve ihtiyari yedek akçelerle kanun ve esas mukavele hükmünce ayrılması gerekli diğer paralar safi kardan ayrılmadıkça kar payı dağıtılamayacağı

ifade edilmiştir. Buna göre kar dağıtımından önce bu yükümlülüklerin yerine getirilmesi gerekmektedir.[75]

### 1.3.6.2. Sermaye Piyasası Kanununa Göre Kar Payı Dağıtımı

Sermaye Piyasası Kurulu Kar Payı Tebliği, 23.01.2014 tarihli Resmi Gazetede yayımlanmış ve 01.02.2014 tarihinde yürürlüğe girmiştir. Kurulun diğer düzenlemelerinde Sermaye Piyasası Kanununa Tabi Olan Halka Açık Anonim Ortaklıkların Temettü ve Temettü Avansı Dağıtımında Uyacakları Esaslar Hakkında Tebliğ (Seri: IV, No: 27)'e yapılan atıflar bu Tebliğe yapılmış sayılır.[76]

Sermaye Piyasası Kanunu'nun (SPKn) 19' uncu madde, 1' inci fıkrasına göre halka açık ortaklıklar, karlarını genel kurulları tarafından belirlenecek kar dağıtım politikaları çerçevesinde ve ilgili mevzuat hükümlerine uygun olarak dağıtırlar. Kurul halka açık ortaklıkların kar dağıtımı politikalarına ilişkin olarak, benzer nitelikteki ortaklıklar bazında farklı esaslar belirleyebilir.

Kanunen ayrılması gereken yedek akçeler ve esas sözleşmede pay sahipleri için belirlenen kar payı ayrılmadıkça başka yedek akçe ayrılmasına, ertesi yıla kar aktarılmasına ve intifa senedi sahiplerine, yönetim kurulu üyelerine ve ortaklık çalışanlarına kardan pay dağıtılmasına karar verilemeyeceği gibi, belirlenen kar payı ödenmedikçe bu kişilere kardan pay dağıtılamaz.

Halka açık ortaklıklarda kar payı, dağıtım tarihi itibarıyla mevcut payların tümüne, bunların ihraç ve iktisap tarihleri dikkate alınmaksızın eşit olarak dağıtılır. Halka açık ortaklıkların sermaye artırımlarında, bedelsiz paylar artırım tarihindeki mevcut paylara dağıtılır. Halka açık ortaklıklar tarafından bağış yapılabilmesi veya pay sahibi dışındaki kişilere kardan pay dağıtılabilmesi için esas sözleşmede hüküm bulunması şarttır. Yapılacak bağışın sınırı halka açık ortaklık genel kurulunca belirlenir. Kurul, bağış tutarına üst sınır getirmeye yetkilidir. Ortaklıkların ilgili mali yıl içinde yapmış olduğu bağışlar, dağıtılabilir kar matrahına eklenir.[77]

Kar payı avansı ile ilgili ise kanunun 20. maddesinde şu ifadelere yer vermişlerdir;

---

[75] İstanbul Menkul Kıymetler Borsası, s. 92.
[76] Sermaye Piyasası Kurulu, **Kar Payı Tebliği,** Seri: 2, No: 19.1, Madde 17
[77] **6362 Sayılı Sermaye Piyasası Kanunu**, Madde 19

Bir hesap döneminde verilecek toplam kar payı avansı bir önceki yıla ait dönem karının yarısını aşamaz. Önceki dönemde ödenen kar payı avansları mahsup edilmeden ilave kar payı avansı verilmesine ve kar payı dağıtılmasına karar verilemez.

Kusurlarına ve durumun gereklerine göre zararlar şahsen kendilerine yükletilebildiği ölçüde yönetim kurulu üyeleri ve hazırladıkları raporlarla sınırlı olarak bağımsız denetimi yapanlar, ara dönem finansal tablolarının gerçeği dürüst bir şekilde yansıtmamasından veya mevzuat ile muhasebe ilke ve kurallarına uygun olarak düzenlenmemiş olması nedeniyle dağıtılan kar payı avansının doğru olmamasından doğan zararlar için ortaklığa, pay sahiplerine, ortaklık alacaklılarına ve ayrıca doğrudan doğruya olmak üzere kar payı avansının kararlaştırıldığı veya ödendiği hesap dönemi içinde pay iktisap etmiş bulunan kişilere karşı sorumludurlar. Kar payı avansının dağıtımına, ara mali tabloları ile temettü avansı dağıtım tablosunun bağımsız sınırlı veya özel denetleme raporu ile birlikte Kurula gönderildiği tarihten asgari 4 hafta azami 6 hafta sonra başlanması zorunludur.[78] Hukuki sorumluluk doğuran hallerin varlığı halinde, pay sahipleri ve yönetim kurulu üyeleri tarafından kararın ilanından itibaren otuz gün içinde, 18 inci maddenin altıncı fıkrasına göre iptal davası açılabilir.

Kar payı, dağıtımına karar verilen genel kurul toplantısında karara bağlanmak şartıyla eşit veya farklı tutarlı taksitlerle ödenebilir. Kar payının taksitle ödenmesinde aşağıdaki hususlara uyulur:

a) Taksit sayısı genel kurul tarafından veya genel kurul tarafından açıkça yetkilendirilmesi şartıyla yönetim kurulu tarafından belirlenir.

b) Taksit ödeme zamanlarının genel kurul kararıyla belirlenmediği durumlarda; yönetim kurulu kararıyla belirlenecek ödeme zamanları, genel kurulu takip eden on beş gün içinde Kurulun özel durumların kamuya açıklanmasına ilişkin düzenlemeleri çerçevesinde ortaklık tarafından kamuya duyurulur.

c) Taksit ödemeleri, ödeme tarihi itibarıyla mevcut payların tümüne, bunların ihraç ve iktisap tarihleri dikkate alınmaksızın payları oranında eşit olarak dağıtılır.

[78] Mehmet Doğan, **Sermaye Piyasası Mevzuatı ve İlgili Mevzuat**, Karacan Akademi Yayınları, Ankara, 2014, s. 127.

d) Genel kurul tarafından pay sahibi dışındaki kişilere dağıtılmasına karar verilen kar payı tutarı, pay sahiplerine yapılacak taksit ödemeleri ile orantılı olarak ve aynı usul ve esaslar çerçevesinde ödenir.[79]

İmtiyazlı pay sahiplerine, intifa senedi sahiplerine, yönetim kurulu üyelerine, ortaklık çalışanlarına ve pay sahibi dışındaki kişilere kardan pay verilebilmesi için ortaklık esas sözleşmesinde hüküm bulunması zorunludur. Esas sözleşmede söz konusu kişilere kar payı dağıtılması hususunda hüküm bulunmasına rağmen, kar payına ilişkin olarak herhangi bir oran belirlenmemişse; bu kişilere dağıtılacak kar payı tutarı, imtiyazdan kaynaklananlar hariç her durumda pay sahiplerine dağıtılan kar payının dörtte birini aşamaz.

Payları (Hisse Senetleri) borsada işlem gören ortaklıkların esas sözleşmelerinde birinci temettü oranının gösterilmesi zorunludur. Ortaklıkların birinci temettü tutarı, hesap dönemi karından kanunlara göre ayrılması gereken yedek akçeler ile vergi, fon ve mali ödemeler ve varsa geçmiş yıl zararları düşüldükten sonra kalan dağıtılabilir karın yüzde yirmisinden az olamaz. Bu ortaklıklar, genel kurullarının alacağı karara bağlı olarak temettüü;

a) Tamamen nakden dağıtma,

b) Tamamen pay (hisse) olarak dağıtma,

c) Belli oranda nakit belli oranda hisse senedi olarak dağıtarak kalanını ortaklık bünyesinde bırakma,

d) Nakit ya da pay olarak dağıtmadan ortaklık bünyesinde bırakma konusunda serbesttir.

Sermaye Piyasası Kurulu, bu ortaklıklara genel kurul ilan edilinceye kadar, bir önceki dönemin karından ayrılacak birinci temettüü nakden dağıtma zorunluluğu getirebilir. Ancak, bir önceki döneme ilişkin temettü dağıtımını gerçekleştirmeden sermaye artırımı yapan ve artırımı temsil eden payları Borsa'da eski ve yeni olarak iki ayrı sırada işlem gören ortaklıklardan, dönem sonunda elde ettikleri kardan temettü dağıtmak isteyenler birinci temettüü nakden dağıtmak zorundadırlar.

Şirket genel kurullarının birinci temettüün dağıtılmamasına karar vermeleri durumunda, bu tutar hesaplanıp ayrıldıktan sonra olağanüstü yedek akçelere eklenir. Payları Borsada işlem gören ortaklıkların temettü ödemeleri ortakların çoğunluğunun

[79] Sermaye Piyasası Kurulu, **Kar Payı Tebliği,** Seri: 2, No: 19.1, Madde 5

kolaylıkla ulaşabileceği, biri ortaklık merkezi olmak üzere en az 3 merkez ve Takas bankta yapılır.[80]

Payları (Hisse Senetleri) borsada işlem görmeyen ortaklıklara ilişkin özel hükümlere bakacak olursak; bu ortaklıklar için kar payı dağıtım oranı, bu tebliğ hükümleri uyarınca belirlenen bağışlar eklenmiş net dağıtılabilir dönem karının yüzde yirmisinden az olamaz. Ortaklıkların kar payını tam ve nakden dağıtmaları zorunludur. Kar payı ödemeleri kar payı kuponunun ortaklığa ibrazı karşılığında yapılır. Bu ortaklıklar, tebliğde düzenlenen taksitle kar dağıtımı uygulamasından yararlanamazlar. Payları borsada işlem görmeyen ortaklıklar, hesaplanan kar payı tutarının genel kurula sunulacak son yıllık finansal tablolara göre sermayenin yüzde beşinden daha düşük olması veya söz konusu finansal tablolara göre net dağıtılabilir dönem karının 100.000 TRY'nin altında olması durumunda, ilgili hesap dönemi için kar payı dağıtmayabilir. Bu durum, dağıtmama nedeni ile birlikte Kurulun özel durumların kamuya açıklanmasına ilişkin düzenlemeleri çerçevesinde kamuya duyurulur.[81]

Birinci tertip kanuni yedek akçenin matrahı, yasal kayıtlarda yer alan dönem net karı (vergi sonrası kar)'ndan, varsa geçmiş yıl zararlarının düşülmesi suretiyle bulunan tutar olduğu ifade edilmiştir. Eski Türk Ticaret Kanunu'nun 466'ncı maddesi düzenlemeleri çerçevesinde birinci tertip kanuni yedek akçenin, bu matrahın %5'i alınarak hesaplanması gerektiği düzenlenmiştir.[82]

1. Tertip Kanuni Yedek Akçe Matrahı = Dönem Net Karı – Geçmiş Yıl Zararları

1. Tertip Kanuni Yedek Akçe = 1. Tertip Kanuni Yedek Akçe Matrahı x %5

Burada, SPK Mevzuatı çerçevesinde işletmelerin dönem net karları hesaplanırken Türkiye Finansal Raporlama Standartları'nın dikkate alınması gerektiği için, SPK düzenlemelerine tabi işletmelerde hesaplanan karın sadece Vergi Kanunları hükümleri dikkate alınarak düzenlenen gelir tablosundaki kar tutarlarından önemli derecede farklılık göstermekte olduğunu vurgulamakta fayda vardır.[83]

---

[80] Mehmet Doğan, **Sermaye Piyasası Mevzuatı ve İlgili Mevzuat**, Karacan Akademi Yayınları, Ankara, 2014, s. 125.
[81] Sermaye Piyasası Kurulu, **Kar Payı Tebliği,** Seri: 2, No: 19.1, Madde 7
[82] **6362 Sayılı Sermaye Piyasası Kanunu**, Madde 20
[83] Akdoğan, s. 124.

Birinci temettü hesaplanırken, dönem net karından, (varsa) geçmiş yıl zararlarının ve birinci tertip kanuni yedek akçenin düşülmesinden sonra kalan tutar, "Net dağıtılabilir dönem karı" olarak adlandırılır. Burada dikkat edilmesi gereken önemli bir husus SPK mevzuatı çerçevesinde Finansal Raporlama Standartları'na uygun olarak hesaplanan dönem net karının, vergi düzenlemeleri paralelinde ve bugüne kadar yasal veya TTK' ya uygun olarak hesaplanan kardan farklı olması durumunda, kar dağıtımı hesabında bundan sonra düşük olan tutarın dikkate alınması gerektiğidir. Diğer taraftan konsolide finansal tablo hazırlayan şirketler için konsolidasyona dahil iştirakin dağıtım kararı alınmamış dağıtılabilir kar tutarının da düşülmesi gerekir.

Bununla birlikte işletmenin Kurumlar Vergisi istisnasından yararlanmak için, 5520 sayılı Kurumlar Vergisi Kanunu'nun 5/e maddesi uyarınca, kurumların en az iki tam yıl süreyle aktiflerinde yer alan taşınmazlar ve iştirak hisseleri ile aynı süreyle sahip oldukları kurucu senetleri, intifa senetleri ve rüçhan haklarının satışından doğan kazançlarının bir kısmının özel bir fon hesabında tutulmasına karar verilmiş bir kısım bulunmakta ise, bu tutarın birinci temettü hesabında bir indirim kalemi olarak dikkate alınmasının doğru olmayacağı düzenlemesi de dikkate alınması gereken önemli bir unsurdur.[84]

Yukarıdaki işlemler sonrasında tespit edilen tutar üzerinden Sermaye Piyasası Kurulu'nca belirlenen oran ve miktarda birinci temettü ayrılması ve dağıtılması gerekmektedir. SPK tarafından bu oran en az yüzde yirmi olarak belirlenmiştir.

Bu durumda 1. Temettü tutarına ilişkin hesaplama formülü aşağıdaki gibi olacaktır:

Birinci Temettü= (Dönem Net Karı - Geçmiş Yıl Zararları - I. Tertip YYA Konsolidasyona dahil İştirakin Dağıtım Kararı Alınmamış Dağıtılabilir Kar Tutarı ) x SPK' ca Belirlenen Kar Dağıtım Oranı

Tablo 2'de Sermaye Piyasası Kanununa göre kar dağıtım tablosunu görebilirsiniz.

[84] Akdoğan, s. 125.

**Tablo 2:** SPKn' na Göre Kar Dağıtım Tablosu

| |
|---|
| **DÖNEM KARI** |
| Geçmiş Yıl Zararları (-) |
| Kurumlar Vergisi (-) |
| Gelir Vergisi Kesintileri (-) |
| Diğer Vergi ve Benzerleri (-) |
| Birinci Tertip Yasal Yedek Akçe (-) |
| **NET DAĞITILABİLİR DÖNEM KARI** |
| Esasa Sözleşmeye Göre Ayrılması Gereken Yedek Akçe (-)(*) |
| İmtiyazlı Pay Sahipleri İçin Ayrılan Tutar (-)(*) |
| İntifa Senedi Sahipleri İçin Ayrılan Tutar (-)(*) |
| Oydan Yosun Hisse Senedi Sahipleri İçin Ayrılan Tutar (-)(**) |
| Diğer Kara katılan kimseler için Ayrılan Tutar (-)(*) |
| **TEMETTÜ AVANSI DAĞITIMINA ESAS TEŞKİL EDEN TUTAR** |
| Dağıtılacak Temettü Avansı Tutarı |
| Daha Önceki Ara Dönemlerde Dağıtılan Temettü Avansı Tutarı (-) |
| İkinci Tertip Yasak Yedek Akçe |
| (-) İndirimleri ifade eder.<br>(*) Şirket esas sözleşmesinde hüküm bulunması durumunda yer verilir.<br>(**) Oydan yoksun hisse senedi sahiplerinin bulunması durumunda yer verilir. |

Kaynak: Mehmet Doğan, Sermaye Piyasası Mevzuatı ve İlgili Mevzuat, Karacan Akademi Yayınları, Ankara, 2014, s. 128.

# İKİNCİ BÖLÜM
# KAR PAYI (TEMETTÜ) ÖDEME ŞEKİLLERİ VE KAR PAYI DAĞITIM TEORİLERİNİN FİRMA DEĞERLEMESİ AÇISINDAN İNCELENMESİ

Çalışmanın bu bölümünün birinci kısmında temettü ödeme şekillerini geniş bir şekilde inceledikten sonra bölümün ikinci kısmında kar payı kararlarının firma değerine olan etkisini inceleyen teoriler anlatılacaktır.

## 2.1. KAR PAYI ÖDEME ŞEKİLLERİ

Firmalar, hisse başına ne kadar temettü dağıtılacağının yanında bu temettülerin nasıl ve ne zaman ödeneceğini de esas sözleşmeye paralel olarak karara bağlamaktadır. Firmalar temettü dağıtım kararlarını Mart ayı içerisinde yaptıkları olağan genel kurullarında belirlemektedirler. Esas sözleşmede temettü ödeme şekli ve zamanı konusunda bir hüküm belirtilmişse genel kurul bu konuda karar alacağı gibi isterse yönetim kurulunu da yetkili kılabilir.[85]

Türkiye'deki yasal düzenlemelere göre hisse senetleri borsada işlem gören anonim ortaklıklar, genel kurulların alacağı karara bağlı olarak kar payını;

a) Tamamen Nakden dağıtma,

b) Tamamen Hisse Senedi olarak dağıtma;

c) Belli oranda nakit belli oranda hisse senedi olarak dağıtarak kalanını ortaklık bünyesinde bırakma,

d) Nakit ya da hisse senedi olarak dağıtmadan ortaklık bünyesinde bırakma, konusunda serbesttir.

Temettü ödemeleri üç aylık, altı aylık veya yıllık periyotlarla yapılabileceği gibi yurtdışı piyasalarda borsalara kote olan firmalar genellikle yılda iki kere temettü dağıtırlar. Birinci temettü ilk altı aylık sonuçlara göre yıl içerisinde dağıtılır ve bu yılsonu verilerine göre dağıtılan temettü izler. Temettü oranı firmaların finansman müdürlerinin tavsiyeleri ile yönetim kurulu tarafından tespit edilip, onaylanmak üzere şirketin genel kuruluna sunulur.[86]

---

[85] Metin Türko, **Finansal Yönetim**, Atatürk Üniversitesi Yayınları, Erzurum, 1994, s. 92.
[86] Pike, Richard, Neale, Bill, **Corporate Finance and Investment**, Second Edition, Printice Hall, 1996, s.494.

### 2.1.1. Nakit Olarak Yapılan Kar Payı Ödemeleri

Kar payı ödemeleri denildiğinde, genel olarak nakit kar payı ödemesi anlaşılmaktadır. Firmalar tarafından ortaklarına yapılan en yaygın temettü ödeme şekli nakit olarak yapılan temettü ödemeleridir. Bu yöntem firmanın nakit çıkışını gerekli kıldığı için şirketin likidite durumu bu yöntemin benimsenmesinde önem kazanmaktadır.

Bir firmanın gelir beyannamesinde önemli tutarda gelirler görüldüğü halde bilançosundaki nakit varlıkları çok olmayabilir. Özellikle fiyatların sürekli olarak yükselme gösterdiği durumlarda bilanço karlarına parasal yönden kullanılabilir miktarlar olarak bakılması imkansızdır. Bu nedenle nakit olarak temettü ödeme düşüncesinde olan ortaklığın o dönem için yeterli paraya sahip olup olmadığının araştırılması gereklidir.[87]

Özellikle yeni kurulmuş ya da gelişme sürecinde olan firmalar, içinde bulundukları nakit sıkıntısı ve yeni yatırımları için gerekli fon ihtiyaçları nedeniyle nakit temettü ödemelerini ileri tarihlere erteleme, bunun yerine alternatif ödeme şekillerinden birini uygulama yönünde bir politika izleme eğilimindedirler.

Dağıtılacak olan kar payları genel olarak, nominal değerin bir yüzdesi(hisse başına kar payı) şeklinde ifade edilebileceği gibi bunun yanında piyasa fiyatının bir yüzdesi (temettü verimi) veya net karın bir yüzdesi (kar dağıtım oranı) şeklinde de ifade edilebilir. Ancak bir hisseye düşen kar payı kolayca görüldüğü için, hisse başına kar payı uygulaması daha yaygındır. Kar payı dağıtımı firma tarafından ilan edildikten sonra kar payları belirli bir tarihte bütün hissedarlara dağıtılır.

Kar dağıtımının işlemi belirli bir süreç gerektirir. Bu süreçler;

a) İlan Tarihi: Şirket yönetiminin yeni kar payı dağıtacağını kamuya bildirdiği tarihtir. Bildiri tarihi olarak da adlandırılan bu tarih de hissedarlar firmanın hisse başına nakten ne kadar kar payı dağıtacağını öğrenmiş olurlar.

b) Kar Paysız Tarih (Ex-dividend day): Hisse senetleri borsada işlem gören şirketlerde hisse senetlerinin kar payları düşülerek işlem gördüğü tarihtir. Kar paylarının doğru hissedarlara gittiğinden emin olmak için borsalar tarafından belirlenen bu tarih iki ile dört iş günü sürebilir. Bu tarihten önce hisse senedi satın

[87]Richard A. Brealey, Sreward Myers, Alan J. , **İşletme Finansının Temelleri**, 1. Basım, Çev. Ünal Bozkurt, Türkan Arıkan, Hatice Doğukanlı, Literatür Yayın, İstanbul, Ekim 1997, s. 445.

alanlar kar payı almaya hak kazanırlar. Hisse senedi bu tarihte veya daha sonra satın alınırsa kar payı önceki sahibine ödenir.

c) Kayıt Tarihi: Şirketin defterinde göründüğü şekliyle kar payı ödeyeceği hissedarları belirlediği tarihtir. Hisse senetleri borsada işlem gören şirketlerde, şirketlerin hissedarları sürekli olarak değiştiği ve bunlar aynı hızda şirketin defterlerine işlenmeyeceği için yanlış ödemede bulunulabilir. Bu sorunu çözmek için yukarıdaki kar paysız tarih belirlenmiştir.

d) Ödeme Tarihi: Kar paylarının kayıt altına alınmış hissedarlara ödendiği tarihtir.

Türkiye'de hisse senetleri borsada işlem gören şirketlerin kar dağıtımı ile ilgili işlemlerini İstanbul Takas ve Saklama Bankası A.Ş yerine getirmektedir. Şirket sadece kar dağıtım ilanın da bulunmakta ve ödeme tarihi belirlenmektedir. Kar paylarının hissedarlara ödenmesi ile ilgili diğer işlemler otomatik olarak Takasbank tarafından yerine getirilmektedir.

### 2.1.2. Hisse Senedi Olarak Yapılan Kar Payı Ödemeleri

Firmalar için temettü dağıtmanın bir başka yolu ise temettüü nakit dağıtmak yerine hisse senedi şeklinde dağıtmaktır. Bu şekilde yapılan temettü ödemelerinde, şirket ortaklarına nakit yerine hisse senedi verilmektedir.

Hisse senedi şeklinde kar payı dağıtımı, hisse senedi sayısının artması nedeniyle hisse senedi piyasa fiyatını ve hisse başına karı düşürmesine rağmen, hissedarların elindeki hisse senedi sayısı artacağında hissedarların toplam kar payı geliri değişmeyecektir.[88]

Hisse senedi şeklinde yapılan temettü ödemesi, firmalarca, dağıtılmamış karların veya ihtiyari yedek akçelerin bir kısmının veya tamamının özsermayeye aktarılması suretiyle sermaye artırımına gidilmesi halinde, sermayeye ilave olunan miktar kadar yeni hisse senedi çıkarılarak ortaklara paylarına karşılık olmak üzere bedelsiz olarak dağıtılmasıdır. Hisse senedi şeklinde yapılan temettü ödemesi, hisse senetlerinin itibari değerinde herhangi bir değişiklik meydana getirmemektedir.[89]

---

[88] S. Curan, **Principles of Corporate Finance**, Harcourt Brace Jovanavish Inc, Florida, 1988, s. 335.
[89] Akgüç, s. 792.

#### 2.1.2.1. Hisse Senedi Şeklinde Kar Payı Dağıtımının Avantajları

Şirketten fon çıkışı olmadan temettü dağıtımı yapılmaktadır. Ortaklar temettülerini hisse senedi şeklinde aldıklarından gereksinim duydukları takdirde hisse senetlerini paraya dönüştürebilmektedirler. Hisse senedi şeklinde temettü bazı ülkelerde ortaklara vergi avantajı sağlamakla birlikte, şirket açısından da mülkiyetin daha geniş kitlelere yayılması ve hisse senetlerinin piyasa fiyatının aşırı derecede yükselmesini önlemesi açısından da üstün yönleri mevcuttur.

Firma yöneticileri tarafından temettü ödemelerinin nakit yerine hisse senedi şeklinde yapılmasının çeşitli nedenleri bulunmaktadır. Bunlar, şirket hisse senetlerinin fiyatlarının yüksek bulunması, piyasadaki şirket hisse senetlerinin ve şirket ortaklarının sayısının artırılması ve şirket hisse senetlerinin nakit hale getirilmesi talebidir.

Ayrıca, temettü ödemesinin hisse senedi şeklinde gerçekleştirilmesi, şirketten fon çıkışı olmadan kar dağıtımını olanaklı kıldığından, elde edilen karı şirket bünyesinde tutmak ile dağıtmak arasındaki çelişkiyi ortadan kaldırmak gibi bir avantaj da sağlamaktadır.

#### 2.1.2.2. Hisse Senedi Şeklinde Kar Payı Dağıtımının Dezavantajları

Hisse senedi Şeklinde temettü dağıtmanın avantajları yanında birçok yazar tarafından bu dağıtım şeklinin sakıncalı olduğu da ileri sürülmektedir. Bedelli ve bedelsiz artırıma piyasanın olumsuz tepki vermesinin, negatif getiri olmasının sebebi;

Bedelsiz artırım, piyasadaki hisse sayısını arttırdığı ve hisse değerini sulandırdığı için tercih edilmez. Bedelsiz artırım, firmaya herhangi bir nakit akışına sebep olmamaktadır. Bedelsiz artırımlar likidite problemine sebep olur.

Yatırımcılar rüçhan hakkını kullanmak için ödeme yaptıkları için tercih etmezler. Yatırımcılar temettü ödemeleri şeklinde nakit akışı beklediklerinde rüçhan haklarını kullanarak firmanın finansmanını tercih etmezler. Yeni hisseler basılıp dağıtılmadan işlem görmezler. Bu durum ise kısa vadeli yatırımcılar ve spekülatörler tarafından, yatırımlarının likiditesi azaldığından tercih edilmez.

Hisse senedi şeklinde temettü dağıtımının, pay senetlerinin piyasa fiyatını düşüreceği savı her zaman için geçerli değildir. Büyüyen, kazanç sağlama kapasitesi artan ve gelecekte nakit olarak dağıtacağı karlar hakkında bekleyişlerin olumlu olduğu bir şirket, hisse senedi olarak temettü dağıtıyorsa, bunun hisse senedi üzerindeki düşürücü etkisi ılımlı ölçüler içinde kalabilir veya hiç olmaz. Daha önce de değindiğimiz üzere, pay başına gelirlerdeki düşüş, eldeki pay senetlerinin sayısının artması nedeniyle ortakların toplam gelirlerinde bir azalmaya yol açmayacaktır. Üstelik bu şekilde dağıtım sonucunda firmada bırakılan fonlar karı yüksek yatırımlarda kullanılırsa, ortakların gelirlerinde uzun vade de artış dahi olabilecektir.

Ancak, firma finansal güçlükler nedeniyle nakit yerine hisse senedi vermek yoluyla temettü dağıtıyorsa, karlı yatırım fırsatlarını değerlendirmeyi düşünüyorsa, şirketin büyüme hızı ve karlılık oranı düşük ise, bu tür temettü dağıtımının pay senetleri üzerindeki etkisi olumsuz olacaktır.[90]

### 2.1.3. Melez Kar Payı Dağıtımı

Melez temettü; nakit ve hisse senedi şeklinde temettü dağıtımının birlikte yapılması durumudur. Son yıllarda ülkemizde de sık görülmeye başlanmıştır. Melez temettüde, temettülerin dağıtım oranları önemli değildir. Yapılan çalışmalarda melez temettüler, nakit temettü dağıtımına verilen tepkilere benzer tepkiler verdiği gözlemlenmiştir.[91]

### 2.1.4. Hisse Senetlerinin Nominal Değerlerinin Azaltılması ve Sayısının Arttırılması Yoluyla Kar Payı Dağıtımı

Bu yöntemde firmanın hisse senetlerinin nominal değerleri belirli bir oranda azaltılarak hisse senedinin sayısı artırılmaktadır. Firmanın ortaklarının ellerindeki hisse senedi sayısı artmasına karşın, bu senetlerin nominal değeri aynı oranda

---

[90] Akgüç, s. 793.

[91] Mehmet Fatih Tatari, **Analysis of Cash vs. Stock Dividend Announcement's Effect on Stock Prices in Istanbul Stock Exchange**, (Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi), Marmara Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü İngilizce İşletme Anabilim Dalı İngilizce Muhasebe Finansman Bilim Dalı, İstanbul, 1999, s. 28.

azaldığından, firma ortaklarının şirketteki toplam payı değişmemektedir. Bu işlemde de, fiyatı yüksek bulunan hisse senedinin fiyatının düşmesi sağlanarak likit hale getirilmesi amaçlanmaktadır.

Hisse senedi bölünmesiyle, her hissenin değerindeki azalma oranında hisse senedinin sayısı artar. Firmalar hisse senetlerinin daha geniş bir kesime yayılmasını sağlamak, sermaye piyasasında alım ve satımı zorlaşan hisse senetlerinin fiyatlarını düşürerek el değiştirmesini kolaylaştırmak için nominal değerlerini azaltarak hisse senetlerin sayısını artırırlar. Nominal değerdeki azalma oranında hisse senedi adeti arttığından her hissedarın firmadaki nispi payı değişmez.

Hisse senetlerin bölünmesiyle bilançoda görülen yedek akçeleri değiştirmemekle beraber öz sermaye hesapları arasında da bir aktarma olamaz.

Hisse senedi bölünmesi, pay senetlerinin yazılı değerinin belli bir oranda azaltılarak sayılarının artırılmasıdır. Bu işlemde de, fiyatı yüksek bulunan hisse senedinin fiyatının düşmesi sağlanarak nakit hale getirilmesi amaçlanmaktadır.

Örneğin, pay senedinin yazılı (nominal) değeri 1/2 oranında azaltılmış ise, ortaklar ellerindeki her bir senedin karşılığında iki senet alırlar. Böylece pay senedinin yazılı değeri düşmüş olsa dahi, aynı oranda senetlerin sayısı arttığından pay sahiplerinin sermaye içindeki ortaklık payları değişmeyecek, dolayısıyla öz sermaye miktarında da herhangi bir değişiklik söz konusu olmayacaktır.[92]

Hisse bölünmelerinin yatırımcı gelirlerinde ya da yatırım değerlerinde genellikle açık bir etkisi olmasa da, bölünme zamanlarındaki beklenmeyen fiyat değişimleri genellikle rasyonel yatırımcıların, bölünmeden ziyade firmaların kazanma gücündeki değişimlere tepkilerinden kaynaklanmaktadır. Etkin bir piyasada, yatırımcılar, hisse bölünmesiyle ilgili bilgiler önceden haber verildiği için ilandan önce, yakında gelecek hisse bölünmeleri için ayarlama yaparlar.

Bulgular, bölünen pay senetlerinin uzun vadede diğer senetlere nazaran daha fazla değer kazandığını göstermektedir. Bunun sebebi muhtemelen, bu tür senetlerin, yüksek oranlarda kazanç ve temettü sağlaması nedeniyle devamlı büyüyen nitelikte olmasıdır.[93] Gerçekten de bölünmeden sonra nakit temettü oranı düşürülse de,

---

[92] Y. Bora Enhoş, **Temettülerin Hisse Senedi Fiyatları Üzerine Etkisi ve İ.M.K.B' sında Bir Uygulama**, (Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi), Gazi Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Ankara, 1991, s. 20.

[93] G. Harry Guthman, Dougall, E. Herbert, **Corporate Financial Policy**, Englewood Cliffs, Prentice-Hall, 1962, s. 612.

ortaklar bölünmeden önceki duruma nazaran daha fazla nakit temettü alabilme imkanına sahip olmaktadırlar.[94]

Firmaların hisse bölünmelerine gitme nedenlerinden birisi, fiyatı yükselen hisse senedinin fiyatını düşürerek potansiyel yatırımcı sayısını artırmaktır. Diğer bir neden ise bölünme yapan firmaların bölünme sonrası belli bir süreçten sonra tekrar hisse senedinin fiyatının artacağı beklentisidir.

Sinyal hipotezine göre hisse bölünmesi yatırımcılar için iyi haberdir. Firmalar gelirlerinin artacağını ve buna bağlı olarak hisse fiyatlarının yükseleceğini düşündüklerinde, hisse bölünmesine giderler. Hisse bölünmesi ilanı, piyasa analistleri tarafından firmanın gelecekteki nakit akışlarını yeniden değerlendirmesini tetiklerler. Bu yaklaşımın ise aşırı değerlenmiş firmalardan ziyade az değerlenmiş firmaları daha çok ilgilendireceği açıktır.[95]

Diğer bir sebep ise enflasyonun etkisiyle yükselen hisse fiyatları zamanla hissenin defter değerinin gerçeği yansıtmamasına neden olur. Bu durumu düzeltmek içinde şirket hisse bölünmesine gidebilir.

#### 2.1.4.1 Türkiye'de Hisse Bölünmesine İlişkin Yapılan Çalışmalar

Tarkan Güyük'ün 1998 yılında yaptığı çalışmasının amacı, Türkiye'de sinyal hipotezine bağlı olarak bilginin bedelsiz hisse bölünmesi yolu ile iletilebildiği varsayımının araştırılmasıdır. Çalışmada, 1995-1997 dönemi içindeki sanayi şirketlerine ait tüm bedelsiz sermaye artırımları incelenmiştir.

Yapılan araştırmalarda genellikle hisse bölünmeleri 3 ayrı hipotezle açıklanmaya çalışılmıştır. Birinci hipotez, hisse bölünmesinin hisse fiyatını optimal bir düzeye getirip, düşük ekonomik koşullardaki yatırımcılar tarafından bile yatırım yapılmasını sağlamaktadır. Diğer hipotez sinyal hipoteziyle bağlantılı olarak, firma yöneticileri olumlu ve sürekli bilinmeyen bilgileri hisse bölünmeleri aracılığıyla piyasaya iletirler. Son teori ise, yöneticiler hisse bölünmelerini yatırımcıları hareketlendirmek ve firma değerini yeniden düzenlemeleri için kullanırlar. İlk

---

[94] Pınar Bakır, **İşletmeler Açısından Temettü Politikası**, (Yayınlanmamış Doktora Tezi), İstanbul İktisadi ve Ticari İlimler Akademisi, İstanbul, 1976, s. 53.

[95] Tarkan Güyük, **The Signaling of Management About Their Companies' Performance Through Bonus Issues**, (Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi), Bilkent Üniversitesi, Ankara, 1998, s. 38.

hipoteze göre, hisse senetlerinin piyasada yaygın olarak işlem görmesini isteyen anonim şirketler, hisse bölünmesini tercih ederler. Hisse bölünmesi yatırımcı grubunun genişlemesini, daha az tutarlarda yatırım yapabilecek yatırımcılarında bu hisseleri tercih etmesini sağlar. Bu durumun ayrıca ters etkileri de olabilir. Profesyonel yatırımcılar olumlu ortamın bulunduğu piyasada çok değerlenmiş hisselerini satıp, kar elde etmek isteyebilir. Ayrıca hisse bölünmeleri aslında geniş bir kaynak oluşturur ve İMKB gibi spekülatif piyasalarda, firma hisselerine ilgiyi azaltan firmanın daha sonra hantal bir performans göstermesine sebep olur. Diğer bir handikap ise, yatırımcılar ellerindeki hisseleri bölünme olmadan daha kolay satabileceklerini düşünürler.

Çalışma sonuçları, bölünme öncesindeki günlerde ortalama normalin üzerindeki pozitif getirileri desteklerken, bu getiriler ile seçilen finansal göstergeler arasında bir ilgi olmadığını göstermektedir. Bu bulgu, sinyal hipotezine bağlı olarak, bilginin bedelsiz hisse bölünmesi yolu ile iletilebildiği varsayımı ile çelişmektedir.[96]

Bölünme dönemlerinde önemli getiri elde eden firmalar satışlardaki büyüme oranında artış ve/veya hisse başına gelirler ve hisse başına fiyat oranlarında kesin pozitif değişimler olmasını beklerler. Fakat yapılan incelemede firmanın finansal performansı ile bölünme dönemindeki normalüstü getiri arasında bir ilişki tespit edilememiştir.

Bu çalışma İMKB' da 36 firmanın 1989-1994 yıllarında 55 hisse bölünmesi işlemi üzerine yapılmıştır. Bölünmeye piyasa etkisinin ölçülmesi için bölünmeden 6 ay önce ve 6 ay sonraki normalüstü hisse fiyatı getirileri kullanılmıştır.

Yapılan çalışma sonucunda hisse bölünmesinin herhangi önemli pozitif veya negatif kümülatif normal üstü getirisi tespit edilmemiştir. Bazı hisseler pozitif getiri elde ederken bazıları negatif getiri elde etmiştir. Bu sonucun çıkmasının sebepleri Türk Sermaye Piyasasının bazı gerçeklerine dayanmaktadır. Bunlar;

a) Sermaye piyasasının derinliğindeki eksiklik
b) Halka açık şirketlerdeki haberleşme ağının eksikliği
c) Yüksek enflasyonist bir ortamda doğru yatırım kararları almanın zorluğu

Ayrıca çalışma göstermiştir ki, daha itibarlı firmaların hisse bölünmelerine piyasa olumlu tepki vermekte, bölünmeden elde edilen gelirin olumlu projelerde

[96] Güyük, s. 38.

değerlendirileceğine inanılmaktadır. Diğer taraftan, piyasa az itibarlı firmaları hisse bölünmesine gittiklerinde cezalandırmakta, firmanın nakit miktarını arttırmak için hisse bölünmesine gitmesini son bir şans olarak algılamaktadır.

### 2.1.5. Şirketlerin Kendi Hisse Senetlerini Almaları

Şirketler tarafından yapılan nakit temettü ödemelerinin bir alternatifi olarak da, kendi hisse senetlerini almaları görülmektedir. Şirketler tarafından kendi hisse senetlerinin satın alınması sonucunda piyasadaki hisse senedi miktarı azaltılmakta ve geri almanın firmanın karlarına ters bir etki yapmayacağı varsayımı altında, piyasada kalan senetlerden elde edilecek pay başına kazanç artmış olacaktır. Pay başına kazançta görülen bu artış pay senedinin pazar fiyatının yükselmesi sonucunu doğuracaktır.[97]

Şirketlerin kendi hisse senetlerini geri almaları yatırımcılara iki ayrı avantaj sağlamaktadır. Bunlardan ilki, yatırımcılar tarafından hisse senetlerinin satılması sonucunda elde edilecek gelirin, sermaye kazancı niteliğinde olması nedeniyle vergilendirilmesinin bu çerçevede yapılmasıdır. Bu da yatırımcıların, sadece senetlerini satmaları durumunda vergi ödemelerini, ayrıca sermaye kazancının kar payı kazancından daha düşük vergilendirilmesi durumunda da, vergi avantajı elde etmelerini sağlamaktadır.

Sağlanan diğer avantaj da, şirketlerin hisse senetlerini geri alma talebi ile yatırımcılara gitmeleri durumunda, yatırımcıların hisse senetlerini satarak geliri hemen elde etme veya hisse senetlerini ellerinde tutarak fiyat artışından yararlanma konusunda bir tercihte bulunabilmeleridir.[98]

### 2.1.6. Seçmeli Kar Payı Dağıtımı

Seçmeli kar payı dağıtımı, ortaklara nakit ya da senet temettü alma hususunda seçme hakkı verilmesidir.

---

[97] Enhoş, s. 25.
[98] Boztosun, s. 98.

Temettü dağıtımı, haberinin alınmasından sonra, belirli bir süre içinde ortaklarca verilecek karar, pay senetlerinin piyasa değeri ile nakit temettü miktarının karşılaştırılması sonucu alınacaktır. Eğer iki alternatiften sağlanacak fayda birbirine eşit ya da yakınsa - ki genellikle böyledir - alınacak yeni senetlerin saklanması ya da satılması zahmetine girmek istemeyen küçük pay sahipleri nakit temettü alternatifini seçeceklerdir.

Nakit temettü almakla elde edilecek getirinin, yeni senet alma alternatifinden sağlanacak getiriden daha düşük olması durumunda ise, ortaklar senet temettü alternatifini tercih edecek, dolayısıyla firma da ihtiyacı olan nakit fonları bünyesinde tutma imkanını korumuş olacaktır.[99]

### 2.1.7. Bono Şeklinde Dağıtılan Kar Payı

Bu tür temettü, belirli zamanlarda ödenecek faizli bonoların ortaklara dağıtımını öngörür.[100]

Firmaların, nakit sıkıntısı çektikleri dönemlerde veya ellerindeki nakit fonları daha önemli ihtiyaçları için kullanmak istedikleri zamanlarda, ortaklarına kar paylarına karşılık olmak üzere, belirli sürelerde ödenecek faizli bonolar vermeleridir.

Bono temettü, firmanın gerçekten kar elde ettiği fakat cari varlıklarım nakle dönüştürebilmek için belirli sürelerin geçmesini beklemek zorunda olduğu durumlarda kullanıldığında olumlu sonuçlar verir. Bunun aksine, bono temettü dağıtımı, kar olmadığı halde sadece ortaktan ödüllendirmek gayesi île yapılıyorsa, bunun etkileri olumsuz olacaktır. Kar olmadığı halde böyle bir işlemin yapılması, belirli bir süre içinde verilen bono bedellerinin ve artı bir yük getiren faizlerin ödenmesi zorunluluğundan dolayı firmanın sermayesinde azalma sonucunu doğuracaktır.[101]

---

[99] Guthmann ve Dougall, s. 546.
[100] Deniz Köroğlu, **Şirketlerin Temettü Dağıtım Politikalarını Belirleyen Faktörler ve Temettü dağıtımının Hisse Senedi Fiyatına Etkisi**, (Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi), İstanbul Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, 1992, s. 70.
[101] Enhoş, s. 21.

### 2.1.8. Ayni Olarak Dağıtılan Kar Payı (Ayni Temettü)

Ayni temettü, firmanın kendi portföyündeki mevcut hazine bonolarını, devlet tahvillerini, diğer şirketlerin pay senetlerini ve tahvillerini ya da kendi ürettiği ürünleri ortaklarına dağıtmasıdır.

Ayni temettü nakit değerler dışındaki varlıkların ortakların kardan alacakları paya karşılık olmak üzere dağıtılmasıdır. Örneğin Du Pond Firması bir zamanlar portföyündeki Generel Motors hisselerini temettü olarak ortaklarına dağıtmıştı.[102]

Bu tür temettü dağıtımının amacı eldeki nakit fonları muhafaza etmek ve daha uygun bir şekilde kullanmaktır. Firmanın portföyünde firmaca ihtiyaç duyulandan daha fazla menkul kıymet mevcut olması halinde bu tür dağıtıma gidilebilmekledir.

### 2.1.9. Tasfiyeden Temettü

Firmanın tasfiyeye gitmesi halinde elindeki mevcut varlıkların pay sahiplerine dağıtılması bir nevi temettü dağıtımı olmaktadır. Örneğin, petrol ve maden firmaları faaliyetleri gereği, bazı varlıklarını tekrar kullanmak üzere harcarlar. Bu tür varlıklar için ayrılan yenileme ya da zararları karşılama fonları ihtiyaç duyulmadığı zamanlarda pay sahiplerine temettü şeklinde dağıtılabilir.

### 2.1.10. İntifa Senedi Temettü

Özellikle kuruculara verilen intifa senetleri, esas sermayeye iştirak söz konusu olmadan, sahiplerine net kara ve tasfiye bakiyesine katılma ya da yeni çıkarılacak pay senetlerini alma hakkı sağlayan kıymetli evrak niteliğinde belgelerdir. Kar dağıtımının ortaklıkça uygun görülmediği veya nakit ya da diğer şekillerde bir temettü ödemesinin yapılmak istenmediği bazı hallerde bu tür senetlerin kardan pay alacak kimselere paylarına karşılık olarak verilmesidir.

[102] Köroğlu, s. 70.

## 2.2. KAR PAYI DAĞITIM TEORİLERİNİN FİRMA DEĞERLEMESİ AÇISINDAN İNCELENMESİ

Kar dağıtım kararlarının işletmenin pazar değerine etkileri kapsamında iki önemli işlevinin bulunduğu söylenebilir. İlk olarak, kar dağıtımı sermaye yapısını değiştiren bir niteliğe sahiptir. Bu çerçevede, karların dağıtılmaması, özsermayenin sermaye yapısı içindeki oranında artışa neden olmaktadır. İkinci olarak da, yeni hisse senedi ihracının yüksek maliyetini engelleyerek sermaye maliyetindeki azalışa yardımcı olmaktadır.[103] Dolayısıyla, kar dağıtım kararları ile şirketler sermaye yapılarını ve sermaye maliyetlerini değiştirerek hisse senedi fiyatlarını etkilemektedirler.

Kar payı dağıtım teorisi ile ilgili ilk akademik çalışmalar, iki farklı gruptan oluşmaktadır. "Birinci gruptaki yaklaşımlar, şirketin değerinin yalnızca gelecek dönemlerdeki kar paylarının belirli bir iskonto oranı ile indirgenmiş değerlerinin toplamına eşit olacağını vurgulamaktadır. İkinci gruptaki yaklaşımlar, kar payı dağıtım politikasının hisse senedinin değerini etkilemediğini açıklamaktadır".[104]

Bu teoriler kar payı dağıtım politikasının en önemli üç yaklaşımını oluşturmaktadır. Bunlar, Miller ve Modigliani'nin kar payı ilişkisizliği yaklaşımı, Myron ve Gordon'un kar payı ilişkisi yaklaşımı ve vergi tercihi yaklaşımıdır.

Kar payı ilişkisizliği yaklaşımı ve kar payı ilişkisi yaklaşımından sonra günümüze kadar yapılan teorik çalışmalar ise iki gruptan meydana gelmektedir. Birinci grubu, simetrik bilgiyi esas alan yaklaşımlar, ikinci grubu da asimetrik bilgiye dayanan yaklaşımlar oluşturmaktadır.

Kar payı dağıtım politikası ile ilgili teorik çalışmalarda, kar payı davranışı matematiksel olarak ifade edilmeye ve kar payı dağıtım politikasının hisse senedi fiyatları ile ilişkisi kanıtlanmaya çalışılmıştır. 1997 yılında yapılan çalışmada, bütün firmalar için matematiksel ve aynı olarak tanımlanan kar payı dağıtım politikasının bulunmadığı görülmüştür. Bunun nedeni, hissedarların ekonomik ve davranışsal karakterlerini içeren şirkete has faktörlere göre oluşturulan kar payı dağıtım

---

[103] Besley Scott ve Eugene F. Brigham. **Principles of Finance**, 3. Baskı, Southwestern College Publishing, USA, 2006, s. 542.
[104] George M Frankfurter, Bob G. Wood ve James Wansley, **Dividend Policy: Theory and Practice**, Academic Press Inc, London, 2003, s. 77.

politikalarıdır. Dolayısıyla, birçok araştırma yapılmasına rağmen, kar payı dağıtım politikası çözülmesi gereken bir bilmece olarak değerlendirilmektedir.[105]

### 2.2.1. Kar Payı İlişkisizliği Yaklaşımı

Kar payı ilişkisizliği yaklaşımının savunucuları iki ünlü Amerikalı ekonomist olan Franco Modigliani ve Merton Miller'dır. Modern işletme finansmanı teorileri açısından son derece önemlidir. Bu teoriye göre, mükemmel piyasalarda, sabit yatırım politikası ile faaliyet gösteren firmaların tüm kabul edilebilir sermaye yapısı ve kar payı dağıtım kararlarının hissedarlar için benzer getiriyi sağladıklarından aralarında herhangi bir farkın bulunmadığını belirtilmektedir. Diğer bir ifade ile mükemmel piyasalarda hissedarların refahı yatırım politikasından etkilenmekte ve finansman ve kar payı dağıtım kararlarının piyasa değeri açısından bir önem arz etmediği ifade edilmektedir.[106] İşletme değerinin varlıklar üzerinden yaratılan kazançların arttırılması yoluyla yükseltilebileceği savunulmuştur.

MM savunmuş oldukları bu teorik görüşü bir takım varsayımlara dayandırmaktadırlar. MM, yatırımcıların yapmış oldukları yatırımlarda, herhangi bir vergi ya da komisyon ücreti ödemeyeceklerini diğer bir anlatımla işlem maliyetlerinin olmadığını, işletmelerin iflas etmeyeceklerini, kar dağıtım politikasının sermaye bütçelemesi kararlarından bağımsız olduğunu, işletmenin büyüme sağlayacağı yatırımlarda, kar payı dağıtmasıyla, elde edilen karların işletme bünyesinde bırakılmasının yatırımcılar açısından herhangi bir fark yaratmayacağı şeklinde varsayımlara dayandırmışlardır.[107]

Yeni bir yatırıma karar vermiş bir şirket, yatırım için gerekli fonları, karı işletme bünyesinde bırakarak, yeni hisse senedi çıkararak veya sabit ödemeli menkul kıymet çıkarmak yoluyla borçlanarak karşılayabilir. Borçlanma veya yeni hisse senedi çıkarma, hisse senedinin fiyatını düşürecek; bu düşüş, kar payı ödemeleri ile karşılanacaktır. Şirket kar payı dağıtır ve dağıttığı kar kadar fonu yeni hisse senedi

---

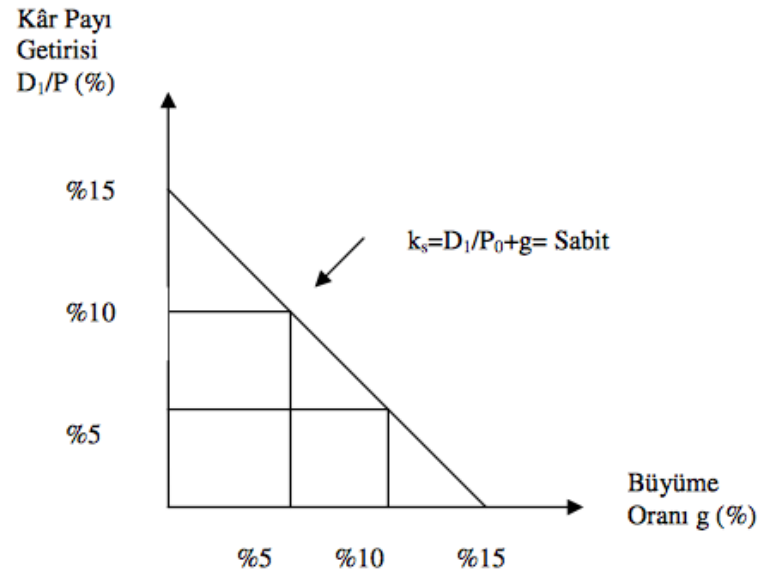
[105] H. Kent Baker & David M. Smith, "In Search of A Residual Dividend Policy", **Review of Financial Economics**, 15, 2006, s. 3'ten aktaran Omağ, s. 113.
[106] Harry De Angelo ve Linda De Angelo, "The Irrelevance of the MM Irrelevance Theorem", **Journal of Financial Economics**, 2006, s. 294.
[107] Nurhan Aydın, Mehmet Başar, Metin Coşkun, **Finansal Yönetim**, Detay Yayıncılık, Ankara, 2010, s. 469.

çıkararak karşılayabilir. Bu yaklaşıma göre, kar paylarının dağıtılmayıp şirket içinde kullanılması veya dağıtıp yeni hisse senedi çıkarmasıyla finanse edilmesi, hisse senedinin gerçek değeri üzerinde hiçbir etkide bulunmaz.[108]

Kar payı dağıtım politikasının seçimi, şirketin varlıklarını, yatırım olanaklarını, sermaye maliyetini, gelecekteki nakit akımlarını etkilemediğinden, şirketin piyasa değeri de değişmemektedir. Dolayısıyla, bu yaklaşımda şirketin değerinin, işletme riski ve gelir yaratma gücü ile bağlantılı olduğu ileri sürülmektedir. Diğer bir ifadeyle, firma varlıklarından elde edilen gelir, şirketin değerinin temel belirleyicisi olmaktadır.[109]

Şekil 2'de kar payı ilişkisizliği yaklaşımında kar payı getirisi, büyüme ve özsermaye maliyeti arasındaki ilişkiyi gösteren grafiği görebilirsiniz.

**Şekil 2**: Kar Payı İlişkisizliği Yaklaşımında Kar Payı Getirisi, Büyüme ve Özsermaye Maliyeti Arasındaki İlişki




Kaynak: Türko, ss. 523-524.

Şekilde 2'de işletmenin özsermaye maliyeti %15 olarak gerçekleşmekte ve kar dağıtımının özsermaye maliyetini etkilemediği görülmektedir. Diğer bir ifade ile elde edilen karın kar payı olarak dağıtılması veya alıkonması özsermaye maliyetini

[108] Aydın ve Diğerleri, s. 470.
[109] Scott ve Diğerleri, ss. 615-616.

değiştirmemektedir. Yatırımcılar, %15 kar payı, %10 kar payı ve %5 sermaye kazancı veya %15 sermaye kazancı elde etmektedir. Bu yaklaşıma göre, yatırımcılar için her üç alternatif de aynı anlamı ifade etmektedir.[110]

Bu varsayımların geçerliliği birçok çalışmada sorgulanmıştır. Kar payları ve sermaye kazançlarının farklı vergi oranlarına sahip olması, kar paylarının hisse senedinin geri toplanarak dağıtılmasına neden olur. Hisse senedi alım satımında vergi ve benzeri yükümlülüklerden oluşan aracılık maliyetleri, işletmelerin finansman gereksinimlerini karşılamak için sermaye piyasasını kullanması ile oluşur. Bu maliyetlerin yüksekliği hisse senedi fiyatını olumsuz etkiler. Bu nedenle, kar payı dağıtım politikasındaki değişmeler, işletmenin pazar değerinin değişmesine neden olur. İkinci olarak, asimetrik bilginin olmaması tam rekabet piyasaları için geçerli olmaktadır. Ancak, piyasalar tam anlamı ile mükemmel olmadığından yöneticiler ve işletme ile ilgilenen diğer gruplar arasında önemli çıkar uyuşmazlıkları olabilmektedir.

Piyasaların tam mükemmel olmamasına neden olan diğer unsurlar, sermaye yapısı ve temini ile ilgili koşullar ve sınırlamalar, temsil problemleri ile hissedarların farklı beklentileri olarak sıralanmaktadır. Bu sebeple, kar paylarını kullanılarak, dışarıdaki grupların asimetrik bilgiden doğan dezavantajları giderilmekte ve piyasanın doğurduğu olumsuz koşullar engellenebilmektedir.[111]

Miller-Modigliani yaklaşımı, yukarıdaki varsayımların kesin sınırlarla çevrelediği bir ekonomide geçerli olacaktır. Gerçek hayatta bu varsayımların gerçekleşmesinin son derece zor olduğu görülebilmekte; ayrıca, verginin ihmal edilmesinden vazgeçip, sermaye kazançları üzerinden alınan verginin gelir vergisinden daha düşük olduğu kabul edildiğinde, kar payı dağıtılmasının hisse senedi değerini azaltacağı sonucuna ulaşılabilmektedir.[112]

---

[110] Türko, ss. 523-524.

[111] Franklin Allen ve Roni Michaely, "Payout Policy", **Wharton Financial Institutions Center**, April, 2002, s. 15-16; Ayrıntılı bilgi için bkz. Alpa Dhanani, "Corporate Dividend Policy: The Views of British Managers", **Journal of Business Finance and Accounting**, 2005, s.1629'dan aktaran Aclan Omağ, **İşletmelerde Kar Dağıtım Politikasının İşletmenin Büyüme ve Pazar Değerine Etkileri: Teorik ve Uygulamalı Yaklaşım**, (Yayınlanmamış Doktora Tezi), T.C. Marmara Üniversitesi Bankacılık ve Sigortacılık Enstitüsü Bankacılık Anabilim Dalı, 2007, s. 118.

[112] Aydın ve Diğerleri, s. 471.

### 2.2.2. Gordon-Lintner Kar Payı İlişkisi Yaklaşımı

John Lintner'ın 1962 yılında yayınlanan "Kar Payı, Kazanç Kaldıracı, Hisse Fiyatları ve İşletmelere Sermaye Sağlama" ve Myron Gordon'un 1963 yılında yayınlanan "Optimum Yatırım ve Finansman Politikası" isimli makalelerinde Miller-Modigliani'nin tam tersine kar payı politikalarının şirket değeri üzerinde bir etkisi olduğunu savunmuşlardır. Gordon ve Lintner kar payı ödemelerindeki artışa bağlı olarak sermaye maliyetinin azaldığını savunmuşlardır. Bu görüşe göre, yatırımcılar kar payı gelirinin sermaye kazancından daha aza riskli bulmalarından dolayı, kar payı getirisini eldeki kuş, sermaye kazancını da daldaki kuşa benzetmektedirler. Bu teoriye göre, firma kar payı dağıtmayıp oto finansman yaparsa, kazancın elde edilmesi için geçen süre uzayacak ve hisse sahiplerinin beklenen getirileri (özsermaye maliyeti) artacaktır. Hissedarların beklenen getirilerinin artması, hisse senedi fiyatlarının düşmesi şeklinde yorumlanmaktadır. Böylece, yüksek oranda kar payı dağıtımı öz sermaye maliyetini düşüreceğinden tavsiye edilmektedir.[113] Yeniden yatırılan fonların getirilerinin gelecek dönemlerde elde edilmesi, yakın gelecekteki nakit akımlarına göre yüksek bir iskonto oranı uygulanmasına neden olmaktadır. Dolayısıyla, yüksek kar payı veren hisse senetlerinin fiyatının diğer hisse senetlerine göre daha fazla yükseldiği ifade edilmektedir.[114]

Buna ilaveten, dağıtılan karlar ve alıkonan karların farklı vergi oranlarına tabi olması da yatırımcının tercihini belirlemektedir. Buna göre, kar payı dağıtımı gerçekleştiğinde, ortakların gelir diliminin yüksek olması, ödenecek gelir vergisini yükseltmektedir. Fakat karın dağıtımı yapılmadığında, yedek akçelerin artması, hisse senetlerinin fiyatında artışa neden olacaktır. Dolayısıyla, piyasa değeri yükselmiş hisse senedinin satılması durumunda, vergi ödenmemesi veya düşük oranda sermaye kazancı vergisinin ödenmesi kar paylarının alıkonmasını gerektirmektedir.[115]

Kar payı ilişkisi yaklaşımının varsayımlarından hareketle, firmanın piyasa değeri veya hisse senedinin piyasa fiyatı, gelecek dönemdeki dağıtacağı kar

---

[113] Mehmet Pekkaya, "Kar Pay Dağıtımının Şirket Değeri Üzerine Etkisi: İMKB 30 Endeks Hisselerine Bir Analiz", **Sosyal Bilimler Dergisi**, Zonguldak Karaelmas Üniversitesi, Cilt:2, Sayı:4, 2006, s.192.
[114] Glen Arnold, **Corporate Financial Management**, Prentice Hall, England, 2005, ss. 1019-1020.
[115] Akgüç, s. 787.

paylarının piyasa iskonto (r) oranı ile bugüne indirgenmesi ile elde edilen değerlerin toplamı olarak tanımlanır.

$$P_0 = \sum_{i=1}^{n} \frac{D_t}{(1+r)^t}$$

$P_0$ = Hisse senedinin piyasa değeri
$D_t$ = Gelecek dönemdeki kar payları
r = İskonto oranı
t = Yatırımın faydalı ömrü

Bu formülde, her yıl dağıtılan kar payının ve kullanılan iskonto oranının değişmeyeceği kabul edilmektedir. Bu da, ilgili isletmenin büyüme hızının 0 olduğunun varsayılmasından kaynaklanmaktadır. Gelecek dönemlerin yatırımcılar açısından belirsiz kabul edilmesi de yakın gelecekte elde edilen kar paylarının daha düşük oranda iskonto edileceğini sonraki dönemlerde ise daha yüksek bir iskonto oranının kullanılacağını gösterir.

2 yıl içinde 1 TRY kar payı ödeyen hisse senedinin 10 yıl içinde 2 TRY kar payı ödeyeceği bekleniyorsa ve beklenen getiri %15 olarak belirlenmişse, 1 TRY'lik kar payının bugünkü değerinin, 2 TRY'lik kar payının bugünkü değerinden yüksek olduğu görülebilir.[116]

1 TL'lik kar payının bugünkü değeri: $\frac{1}{(1+0,15)^2}$ = 75,6 krş

2 TL'lik kar payının bugünkü değeri: $\frac{2}{(1+0,15)^{10}}$ = 49,4 krş

Gelecek dönemlerdeki büyüme oranı 0'dan büyük olursa ve kar payı dağıtımı her yıl artan şekilde yapılırsa yukarıda belirtilen formül;

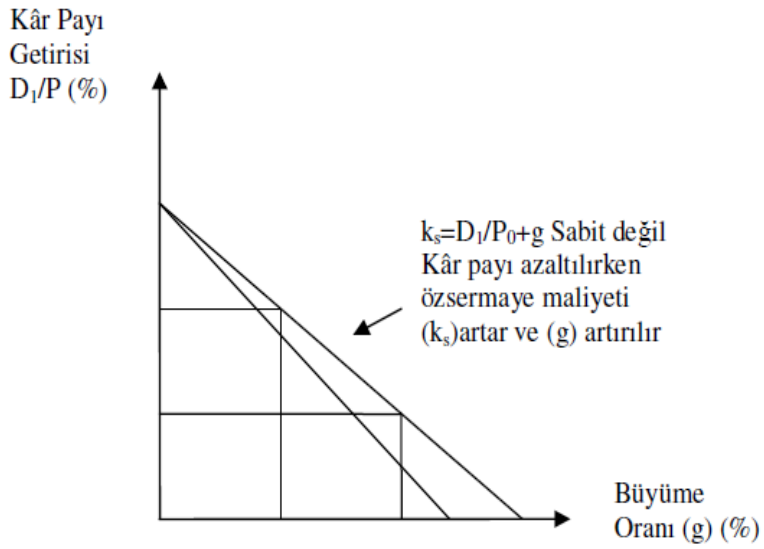
[116] Arnold, s. 1020.

$P_0 = \sum_{i=1}^{n} \frac{D_t}{(1+r)^t} + g$ şeklinde ifade edilmektedir. Formülde, g işletmenin büyüme oranını temsil etmektedir.[117]

Kar payı ilişkisi yaklaşımına göre kar payı dağıtım oranındaki artış özsermayenin getirisinde (sermaye maliyetinin) azalışa neden olur. Bunun en önemli nedeni, alıkonan karlar sonucu elde edilmesi beklenen sermaye kazançlarının, kar paylarına göre daha belirsiz olmasıdır. Dolayısıyla, kar payı geliri, sermaye kazancına göre daha az riskli kabul edilmektedir. Diğer koşullar sabitken, belirsizliği ortadan kaldırdığı sürece, kar payı ödeyen hisse senetlerinin fiyatı, yatırımcıların gösterdiği talep nedeni ile yükselmektedir. Yatırımcıların tabi olduğu vergi oranları da kar payı tercihini etkilemektedir. Sermaye kazançları ve kar paylarının farklı vergi oranlarına sahip olması, bu tercihi doğuran en önemli nedenlerden biridir.[118]

Şekil 3'de kar payı ilişkisi yaklaşımında kar payı getirisi, büyüme ve özsermaye maliyeti arasındaki ilişkiyi gösteren grafiği görebilirsiniz.

**Şekil 3**: Kar Payı İlişkisi Yaklaşımında Kar Payı Getirisi, Büyüme ve Özsermaye Maliyeti Arasındaki İlişki




Kaynak: Türko, s. 524.

[117] Sevil Güven, **İşletme Finansmanı**, Anadolu Üniversitesi Yayınları No:780, Eskişehir, 1996, ss. 145-146.
[118] Omağ, s.121.

Kar paylarının büyüme ile elde edilmesi beklenen sermaye kazancına göre daha avantajlı bir yatırım seçeneği olduğu görülmektedir. Bunun en önemli nedeni, kar paylarının yatırımcılar açısından eldeki bir fırsat olarak görülmesidir. Bu yaklaşım çerçevesinde, kar paylarında %1 oranında bir azalma gerçekleşirse, dengenin sağlanması için ek büyümenin %1'den daha büyük bir oranda gerçekleşmesi gerekmektedir. Elde edilen karın tamamı kar payı olarak dağıtılırsa özsermaye maliyeti (beklenen verim oranı) %15 olarak gerçekleşmektedir. Kar payı ödemelerindeki azalış da özsermaye maliyetinin yükselmesine neden olmaktadır.[119]

"Eldeki Kuş, daldaki üç kuştan daha değerlidir" şeklinde özetlenebilecek bu yaklaşıma göre, kar dağıtım politikası, yatırımcıların tercihlerine bağlı olarak işletme değerini etkiler. Bu yaklaşımda, optimal kar dağıtım politikası, şirketin yeni yatırımlarının karlılığı ile ortakların yatırımlardan bekledikleri karlılık oranı arasındaki ilişkiyle belirlenir.[120]

Genel olarak, kar payı ilişkisi yaklaşımının, kar payı dağıtım politikası ile hisse senedi değeri arasındaki ilişkiyi açıklamada yetersiz kaldığı düşünülmektedir. Rasyonel davranan yatırımcıların faaliyet gösterdiği tam ve mükemmel piyasa koşullarında da bu yaklaşımın geçerli olmadığı görülmektedir.

### 2.2.3. Vergi Tercihi Teorisi

Vergi tercihi yaklaşımı, sermaye kazançlarının kar paylarına göre daha düşük vergi oranına sahip olduğu zaman daha çok tercih edileceğini açıklamaktadır. Bu tercihi geçerli kılan bir diğer unsur da sermaye kazancının hisse senetlerinin satışından sonra vergilendirilmesi ile ortaya çıkan paranın zaman değeri avantajıdır.[121]

Kar payı dağıtım politikasının etkisine vergilendirme oranı açısından bakan üçüncü görüşe göre, yatırımcılar sağlayacağı vergi avantajı nedeniyle düşük kar payı ödemesini tercih edebilirler. Yatırımcı vergi öncesi kardan çok vergi sonrası eline geçecek gelirle ilgilenir. Bazı ülkelerde yürürlükteki vergi yasalarına göre, kar payı

---

[119] Türko, s. 524.
[120] Nurhan Aydın, Mehmet Başar ve Metin Coşkun, **Finansal Yönetim**, 2.Baskı, Anadolu Üniversitesi Yayınları, Eskişehir, 2007, s. 426.
[121] Güven Sayılgan, **Soru ve Yanıtlarla İşletme Finansmanı**, Turhan Kitabevi, Ankara, 2003, s. 248.

ödemelerinden, sermaye gelirine göre yüksek oranda vergi alınabilir. Kişiler kar payı ödemelerinden yüksek oranda vergi vermekten kaçınmak amacı ile, karın işletmede alıkonarak daha düşük vergi oranı uygulanan sermaye gelirleri olarak kendilerine ödenmesini tercih edebilirler. Her iki gelir arasında ödenecek vergi oranı açısından önemli ölçüde fark olmasa da kar payı karşılığında ödenecek vergi kar payı dağıtıldığı an ödenirken, sermaye geliri için vergi ödemesi ancak hisse senetleri satıldığı an gerçekleşir. Bu gerekçe de kişilerin daha düşük oranda kar payı almayı tercih etmelerine neden olabilir.[122]

Bu teoride temettü geliri ve sermaye kazançlarının farklı dönemlerde ortaya çıkması ve farklı oranlardan vergilendirilmesinden dolayı firma değerine olan etkileri ele alınmaktadır. Temettü kazançları genelde dönem sonunda belirlenirken, sermaye kazançları genellikle hisse senetleri elden çıkarıldığında oluşmaktadır. Başka bir ifade ile; bugün hisse senedi olan bir kişi bunu iki yıl elinde tutup, ikinci yılın sonunda satmayı planlıyorsa, iki yıl boyunca elde ettiği temettüler ile ikinci yılın sonunda elde ettiği sermaye kazancı ($P_1$-$P_0$) farklı dönemlerde ortaya çıkmakta ve ilgili dönemin kazancını oluşturmaktadır. Dolayısıyla bu kazançlarla ilgili yıllarda vergilendirilmektedir.[123]

Sermaye kazançlarının vergi avantajı aşağıdaki örnek yardımı ile açıklanabilir:

%40 vergi diliminde bulunan bir yatırımcı tarafından satın alınan iki hisse senedinden A %10 sermaye kazancı, %5 temettü getirisine sahipken, B %5 sermaye kazancı ve %10 temettü getirisi sağlamaktadır. Piyasa fiyatları 10 TRY olan hisse senetlerinin risklerinin aynı ve büyüme oranlarının sabit olduğu biliniyorsa, 1 yıl boyunca elde tutulan hisse senetlerinin vergi sonrası getirileri aşağıdaki gibi ifade edilebilir:

---

[122] Süleyman Yükçü ve ötekiler, **Muhasebe Sistemi Uygulama Genel Tebliğine Göre; Finansal Yönetim**, Vizyon Yayınları, İzmir, 1999, s. 1009.

[123] Metin K.Ercan, Ünsal Ban, **Finansal Yönetim Değere Dayalı İşletme Finansı**, 1. Baskı, Gazi Kitapevi, Ankara, 2005, s. 94.

**Tablo 3**: Kar Payları ve Sermaye Kazançlarının Farklı Oranda Vergilendirilmesinin Hisse Senedi Getirileri Üzerindeki Etkileri

| | **A Hisse Senedi** | **A Hisse Senedinin Vergi Sonrası Getirisi** | **B Hisse Senedi** | **B Hisse Senedinin Vergi Sonrası Getirisi** |
|---|---|---|---|---|
| **Temettü Getirisi** | 5% | %5-(%5 x %40)= % 3 | 10% | %10-(%10 x %40)= % 6 |
| **Sermaye Kazancı** | 10% | %10-(%10 x %28) = % 7.2 | 5% | %5-(%5 x %28) = % 3.6 |
| **Vergi Oranı** | | | | |
| **Toplam Getiri** | 15% | %10.2 | 15% | %9.6 |

Kaynak: Eugene F. Brigham ve Louis C. Gapenski, Financial Management: Theory and Practice, The Dryden Press, 1994, s. 613.

Örnekten anlaşıldığı gibi büyüme potansiyeli bulunan hisse senedi vergi sonrası getiri açısından daha avantajlıdır. Buna ilaveten, elde tutma dönemindeki artısın vergi sonrası getiriler arasındaki farkın daha da açılmasına neden olacağı belirtilmektedir.[124]

**Tablo 4**: Vergi Tercihi Yaklaşımında Özsermaye Maliyeti ve Hisse Senedi Fiyatındaki Değişim

| **Kar payı dagıtımı (%)** | **Alıkonan karlar (%)** | **Hisse başı kar** | **Büyüme oranı (%)** | **$P_0$ (Hisse senedi fiyatı)** | **$D/P_0$ (kar payı geliri) %** | **$k_S$ (Özsermaye maliyeti)(%)** |
|---|---|---|---|---|---|---|
| **0** | 100% | 0 | 15,0% | 30 | 0 | 15,0% |
| **50** | 50% | 2,25 | 7,5% | 25 | 9 | 16,5% |
| **100** | 0 | 4,5 | 0,0% | 20 | 22,5 | 22,5% |

Kaynak: Brigham, Eugene F. ve Joel F. Houston. Fundamentals of Financial Management. 10 th Ed. Thomson Publishing: USA. 2004.Appendix 14a, s. 2

[124] Brigham ve Gapenski, ss. 612-613'den aktaran Omağ, s. 124.

Vergi tercihi yaklaşımında, karları alıkoyan ve düşük vergilendirilmiş sermaye kazancı seklinde getiri sağlayan şirketler tercih edildiğinden, kar payı dağıtım rasyosunun artması, hisse senedi fiyatında azalışa neden olurken, özsermaye maliyetinde de yükselişi beraberinde getirmektedir.

Yatırımcı hisse senetlerini satmayarak sermaye kazançlarının gerçekleşmesini erteleyebilir. Verginin ödenmesi sırasında gelecekte ödenecek 1 lira bugün ödenecek 1 liradan daha az değerde olduğu için vergi ertelenmesi özelliği sermaye kazançlarına başka bir avantaj sağlar.

Vergiyi temel alan yaklaşımlar, kar payı ödeyen hisse senetlerinin yüksek beklenen getiriye sahip olması gerektiğini belirtir. Kar paylarının vergiye tabi olması, hisse senedinin vergi öncesi getirisinin artırılması için brüt kazancın önemini artırmaktadır.

Vergilerin kar payı ödemelerini etkilemesi ile ilgili olarak finans literatüründe iki tür yaklaşım bulunmaktadır. İlk yaklaşım, finansal varlık fiyatlama modelinin farklı bir çeşidini temel alır. Bu yaklaşımda, yüksek kar payı dağıtan hisse senetleri ile düşük kar payı dağıtan hisse senetleri karşılaştırılır. Ayrıca, yüksek kar payı dağıtan hisse senetlerinin yüksek vergi öncesi getiriye sahip olup olmadıkları konusu incelenir. Bunun nedeni, nakit kar payı gelirinin yüksek efektif vergiye tabi olmasıdır. Bu yaklaşım temel alınarak yapılan çalışmalar belirli bir sonuca ulaşamamıştır. Bununla beraber, ampirik çalışmaların varlığına rağmen, nakit kar payı ödemelerinin hisse senetlerinin vergi öncesi beklenen getirisinde artışa neden olduğu halde yöneticilerin tercihlerinin bu yönde oluşması konusunda da yeterli sonuç elde edilememiştir. Bu çerçevede, kar paylarının dağıtılmaması, hisse senetlerinin fiyatlarının yükselmesini ve öz sermaye maliyetinin azalmasını sağlar.[125]

İkinci yaklaşım, hisse senedi fiyatının temettüsüz işlem tarihindeki değişimini konu almaktadır. Temettüsüz işlem tarihinden önce alınan hisse senetleri, sahibine sonraki dönemde ödenecek kar payını almayı sağlar. Hisse senetlerinin temettüsüz işlem tarihinden sonra alınması durumunda, hisse senedinin önceki sahibi kar payını almaktadır. Buna paralel olarak, hisse senetlerinin temettüsüz işlem tarihine yakın bir zamanda satılması durumunda vergilendirme problemi ortaya çıkmaktadır. Bunun nedeni, temettüsüz işlem tarihinden önce satılacak hisse senedinin kar payı ile

[125] Smart Scott B, William L. Megginson ve Lawrence J. Gitman, **Corporate Finance**, 2. Baskı, South Western College Publishing, USA, s. 553'den aktaran Omağ, s. 126.

birlikte sermaye kazancı sağlarken, bu tarihten sonra satılacak hisse senedinin fiyatının düşmesi ile nakit kar payı getirisi sağlamasıdır. Hisse senedi fiyatında, kar payı ödemesi kadar düşüş olduğu takdirde, hisse senedi temettüsüz işlem tarihinden önce satılmaktadır. Böylece, sermaye kazancı elde edilirken, vergi öncesi getiri de artırılmış olmaktadır. Kar payı veya sermaye kazancı tercihi, temettüsüz işlem tarihinde, hisse senedinin fiyatının, kar payı ödemesinden daha az düşmesi durumunda önemini kaybetmektedir. Dolayısıyla, yatırımcıların kar payından elde ettikleri yüksek vergi öncesi getiri, kar paylarının vergilemeden doğan olumsuz etkisini dengeleyen bir unsur olarak ön plana çıkmaktadır. Temettüsüz işlem gününde, hisse senedi fiyatlarındaki düşüşün kar payı miktarından az olması, kar payı değerlemesinde verginin etkili olduğunu göstermektedir.[126]

Bu kapsamda, hissedarların getirisi aşağıdaki değişkenler yardımıyla denklem haline getirilmiştir.

$P_b$= Hisse senedinin temettüsüz işlem gününden önceki fiyatı

$P_a$= Hisse senedinin temettüsüz işlem günündeki fiyatı

$P_c$= Hisse senedinin satın alındığı fiyat.

$T_o$= Nominal gelir üzerindeki vergi oranı

$T_c$= Sermaye kazançları üzerinden alınan vergi oranı

D= Kar payı tutarı

$P_b - T_c(P_b - P_c) = P_a - T_c(P_a - P_c) + D(1 - T_o)$

Denklemin sadeleştirilmiş şekli ise aşağıdaki gibidir.

$$\frac{P_b - P_a}{D} = \frac{1 - T_0}{1 - T_c}$$

Fiyat düşüşünün kar payına oranı olarak tanımlanan (Pb- Pa)/D, hissedarların marjinal vergi oranlarının önemli bir göstergesidir. Buna göre, vergi oranları, fiyat düşüşünün kar payına oranlanması ile açıklanmaktadır.[127]

Vergiyi temel alan yaklaşımlar, yatırımcıların, kar paylarının vergi oranlarına göre gruplar oluşturacağını belirtmektedir. Bu gruplandırmanın sadece portföy oluşumlarındaki nominal değişikliklerden meydana geldiği de ileri sürülmektedir. Kar paylarının nakit olarak ödenmesi ertelenmiş kar payı maliyetinin bir ürünü

[126] Smart ve Megginson, s. 553.
[127] Augusto Castillo, Keith Jakob, "The Chilean Ex-Dividend Day", **Global Finance Journal**, 2006, ss. 108-109.

olarak kabul edilmektedir. Bu kapsamda, farklı vergi oranlarına sahip yatırımcıların yatırım ve kar payı dağıtım politikası yönünden firma tercihlerinde farklılıklar gözlemlenmektedir.

Arbitraj imkanlarının varlığı, sermaye piyasalarının mükemmel olması durumunda göreceli vergi oranlarının önemini etkisiz hale getirir. Düşük veya hiç vergi ödemeyen yatırımcıların tercihi yüksek kar payı ödeyen firmalar olurken, yüksek marjinal vergi ödeyen yatırımcıların tercihi de düşük kar payı ödeyen firmalar olmaktadır. Bu kapsamda, her iki farklı gruptaki yatırımcılar arbitraj imkânlarını kullanarak vergi sonrası getirilerini eşit yapana kadar yatırım yaptıkları hisse senetlerinin fiyatlarının yükselmesini sağlar. Dolayısıyla, şirketlerin tercih ettiği kar dağıtım politikası hisse senetleri için fiyat avantajı sağlamamaktadır. Böylece, yatırımcıların tercihleri nedeniyle farklı gruplara ayrılması, kar payı dağıtım politikasının hisse senedi fiyatı üzerindeki etkisini azalttığı ileri sürülmektedir.[128]

1993 yılı sonunda, belirli sınırı asan menkul sermaye iradı sahiplerinin yıllık beyanname vermeleri benimsenmiştir. Mevcut vergi yasaları, türüne bakılmaksızın hisse senetlerinin kâr paylarını menkul sermaye iradı olarak kabul etmekte ve vergiye tutmaktadır. Bu çerçevede, hisse senetleri ve yatırım fonu katılma belgeleri vergiye tabi yatırım araçlarıdır.[129]

Türkiye ve diğer gelişmiş ülkelerde, gelir temel alınarak hesaplanan vergiler, yıllık net gelirin beyanı sırasında alınır. Ancak, çeşitli mükellef ve gelirler kapsamında toplanan vergilerin, kaynakta kesinti yoluyla elde edildiği belirtilebilir. Finansal araçlar ile ilgili gelirlerin vergilemesi de beyan esasına göre yapılmaktadır. Fakat Gelir Vergisi Kanunu'na 31.12.2004'de dâhil edildikten 2 yıl sonra yürürlüğe giren geçici 67. maddeye göre, finansal araçların bir kısmının gelirlerinin ve mükelleflerin bir bölümünün vergilendirilmesinde stopaj yöntemi ve bununla ilgili %0, %10 ve %15 seklinde üç farklı oran belirlenmiştir. Geçici 67. madenin 31.12.2015'e kadar yürürlükte olması ve kapsamı dışındaki durumlarda Gelir Vergisi Kanunu ve Kurumlar Vergisi Kanunu hükümlerinin uygulanması, Türkiye'de

[128] Omağ, s. 128.
[129] Erkan Aydın, **Menkul Kıymet Gelirlerinin Vergilemesi**, 2007, http://www.imkb.gov.tr/yayinlar/spkilavuzu.htm, (10.01.2013), s. 157.

gelirden hesaplanan vergilerde, yıllık net kazancın beyan esasının dikkate alındığının en önemli göstergesi olarak değerlendirilmektedir.[130]

Gelir vergisi kanunu'nun 22/2 maddesi, gerçek kişilerin bireysel amaçla elde ettikleri kar paylarının yarısını gelir vergisinin istisna konularına dahil etmiştir. Böylece, kar paylarının vergi alacağı yöntemi ile vergilendirilmesine son verilerek kar paylarına kısmi istisna tanınmıştır. Dolayısıyla, yatırımcıların kar paylarının yarısını doğrudan istisna çerçevesinde indirmeleri söz konusu olmaktadır.[131]

Gelir vergisi kanunu m. 86/1-c istisna tutarına dâhil olmayan miktarın beyan sınırından fazla olması halinde bu tutarın beyanını zorunlu tutmaktadır. Ücretlerin toplamı GVK'nda yazılı tarifenin ikinci gelir diliminde yer alan tutarı (2013 yılı için bu tutar 26.000 TRY'dir.) aşmayan mükelleflerin, tamamı kesinti yoluyla vergilendirilmiş ücretleri beyanname kapsamı dışında tutulmuştur. Bu durumda ücretlerin toplamı 26.000 TRY'yi aşması durumunda ücretlerin tamamı yıllık beyannameye dahil edilecektir.[132]

Sermaye Piyasası Kanunu'nda değişiklik yapan 4487 sayılı Kanun da bu kanuna tabi şirketlerin üçer aylık hesap dönemleri sonunda elde ettikleri kardan kar payı avansı dağıtabileceklerini ifade etmektedir. 4487 sayılı kanun kar payı avansı dağıtmanın şartlarını anonim şirketin ana sözleşmesinde hüküm bulunması, dağıtılacak karın kanunlara ve esas sözleşmeye göre ayrılması zorunlu yedek akçeler ve vergi karşılıkları çıkarıldıktan sonraki miktarın yarısını geçmemesi ve temettü avansının önceki yıla ait bilanço karını geçmemesi olarak sıralamıştır. Vergilendirme kapsamında bakıldığında, temettü avansının kar payları ile aynı şekilde vergilendirildiği görülmektedir.[133]

Gelir Vergisi Kanunu'nun 94. maddesinin 6b numaralı bendi karın sermayeye eklenmesini kar dağıtımı olarak kabul etmemektedir. Bu nedenle, karın dağıtılmayıp sermayeye dahil edilmesiyle doğan sermaye artısı bedelsiz hisse senedi verilmesini kolaylaştırmaktadır. Bedelsiz hisse senetlerinden elde edilen kar paylarının beyan zorunluluğu bulunmamaktadır.

---

[130]Türk Sermaye Piyasası Aracı Kuruluşları Birliği, **İlgili Vergi Mevzuatı**, 2007, http://www.tspakb.org.tr/docs/egitim_notlari/vergi_ileri.pdf, (12.03.2014), s. 7.
[131] İbrahim Pınar, **Tüm Vergi Kanunları**, Seçkin Yayıncılık, Ankara, 2007, s. 29.
[132]A. Murat Yıldız, **2013 Yılı Şahsi Gelirlerin Beyanı ve Vergilendirilmesinde Özellikli Konular**, 2014, http://muhasebedr.com/wp-content/uploads/beyanname-rehberi-2014.pdf, (19.09.2014), s. 4.
[133]Adem Anbar, "Hisse Senetleri İMKB'de İşlem Gören İşletmelerde Kar Payı Dağıtım Politikası", **Mali Çözüm**, Sayı:75, 2006, s.220.

Özetle bu teori, Gordon ve Lintner' e tamamıyla karşı çıkarak, kar paylarının sermaye kazançlarından daha yüksek oranda vergilendirildiği için yatırımcıların yüksek kar payı getirili hisseler üzerinden yüksek getiri oranını tercih etmeleri gerektiğini savunmuşlardır. Bu teoriye göre, firma düşük ya da sıfır kar payı politikası uygularsa değerini maksimize etmiş olur. Oysa Gordon ve Lintner, yüksek kar payı ödeme oranını tercih etmektedir.

### 2.2.4. Temsil Maliyeti Yaklaşımı

Modern isletmelerin analiz edilmesinde, yöneticiler ve hakim hissedarlardan oluşan şirket içindekiler ve yatırımcılardan oluşan şirket dışındakilerin çıkarlarının uyuşmaması önemli bir konu olarak ön plana çıkmaktadır. Bu kapsamda, varlıklar, şirket dışındakilerin çıkarları aleyhine kullanılabilir. Bu duruma örnek olarak, varlıkların yöneticilere aktarılması, yöneticilerin hisselerinin artırılarak yatırımcıların gelirlerinin azaltılması, yüksek maaş ödemelerinin yapılması ve holdinglere yapılan varlık aktarımları sayılabilir.[134]

Temsil maliyeti, "fon sahiplerinden kaynak sağlayan isletme sahipleri ve yöneticilerin bu fonları sahiplerinin çıkarlarına aykırı şekilde kullanmalarından oluşan riskle ilgili maliyetler" olarak tanımlanır.

Temsil maliyetlerini doğuran nedenler şu şekilde sıralanabilir. Asimetrik bilginin varlığı, yüksek riski ve getirisi olan projelerin uygulanması, pozitif net bugünkü değerli projelerin dikkate alınmaması, ihtiyatlı yöneticilerin öngördüğü miktardan daha fazla harcama yapılması.

Bu maliyetin en önemli örneğini, şirketin hisse senedinin değerini maksimum yapmak için katlanılan maliyetler oluşturur. Bu çerçevede, temsil maliyeti yaklaşımına göre, şirketin kar payı dağıtım politikasını, hissedarları, yönetimi ve borç verenleri etkilemektedir. Dolayısıyla, yönetim ve hissedarların çıkarları uyuşmazsa, kar payı dağıtım politikası etkilenmektedir. Bu çıkar uyuşmazlığını doğuran nedenler, hissedarların beklentilerini karşılamayan harcamalar ve genişleme stratejileridir. Bu problemin giderilmesi, şirket yönetiminin kontrolündeki nakit

[134] La Porta, Rafael, Lopez De Silanes, Florencio, Shleifer, Andrei ve Robert W. Vishny, "Agency Problems and Dividend Policices Around the World", **Journal of Finance**, Cilt: 55, No. 1, 2000, s. 3.

miktarının azaltılması ile mümkün olmaktadır. Bu kapsamda hissedarlara yapılan kar payı ödemeleri artırılarak isletme bünyelerindeki nakit miktarı azaltılır.[135]

İkinci olarak, kar payı dağıtım politikası, hissedarların ve borç verenlerin çıkarlarının çatışmasına neden olur. Bunun en önemli nedeni borç verenlerin getirisinin, aşırı ve beklenmeyen kar payı ödemelerinden etkilenmesidir. Bu nedenle, yatırımların azaltılarak, kar paylarının artırılması veya borçlanarak taahhüt edilen kar paylarının finanse edilmesi, borçların piyasa değerini olumsuz etkilerken, öz sermayenin pazar değerini olumlu etkilemektedir. Dolayısıyla, isletmeye borç veren kişi ve gruplar açısından kar payı ödemelerinin sınırlandırılması büyük önem taşımaktadır.[136]

Üçüncü olarak, kar payı dağıtım politikası, sermaye piyasası aracılığı ile kontrol mekanizması olu oluşturarak temsil maliyetlerinin azaltılmasını sağlar. Firmaların yüksek miktarda kar payı ödemesi, gerekli yatırımlar için sermaye piyasalarından finansman kaynaklarına başvurulmasına neden olur. Bu sayede, sermaye piyasasının etkin kontrol araçları kullanılarak verimli olmayan yatırımlar ve gereksiz harcamalar önlenirken, temsil maliyetleri de azaltılmış olmaktadır. Sermaye piyasasına alternatif olarak kurumsal yatırımcıların da kontrol görevini üstlendiği görülmektedir. Bu kapsamda, şirketlerin kar paylarını arttırdığı oranda ek finansman bulmaları için sermaye piyasalarını kullanmaları, kurumsal yatırımcıların kontrol görevinin önemli bir göstergesi olarak değerlendirilmektedir.[137]

Sonuç olarak, temsil maliyetlerinin azalmasında, yönetim faaliyetlerinin izlenmesi ve şirketin değerini maksimum yapacak imkanların yönetime verilmesinin öneminin büyük olduğu vurgulanmaktadır. Temsil maliyetlerinin azaltılmasının, hissedar ve yönetici amaçlarının iyi tanımlanması veya yönetici faaliyetlerini denetleyebilen büyük blok hissedarların varlığı ile mümkün olabileceği belirtilmektedir.[138]

---

[135] Allen ve Michaely, ss. 62-65.
[136] Allen ve Michaely, s. 65.
[137] Helen Short, Zhang Hao, Kevin Keasey, "The link between dividend policy and institutional ownership", **Journal of Corporate Finance,** Cilt: 8, 2002, s. 108.
[138] Omağ, s. 134.

### 2.2.5. Serbest Nakit Akım Hipotezi

Berle ve Means (1932) karlı yatırım imkanlarının fazlalığında, yöneticilerin kaynakları etkin olarak kullanamayabileceklerini ilk fark edenlerdir. Berle ve Means'in çalışmaları Jensen ve Meckling'in (1976) ajan paradigması çalışmaları için de temel oluşturmuştur.[139] Modern finansal ajan teorisi (Jensen ve Meckling, 1976) şirket sahipliği ile kontrolünün birbirinden ayrılmasını ve oluşacak maliyetleri minimize etmek için yapılan çalışmaların sonucunda oluşacak şirket sermaye yapısını açıklamaya çalışmaktadır. Ajan problemleri şu şekillerde ortaya çıkabilmektedir; Bilgi asimetrisi, yöneticiler tarafından yüksek riskli ve getirili projelerin kabul edilmesi, borç verenlerden hissedarlara doğru yapılan potansiyel servet transferi, pozitif net bugünkü değeri olan projeleri kabul etmeme ve şirket yöneticilerinin kaynakları fazla tüketmeleri. Temettü politikası bu ilişkileri iki yolla etkilemektedir. Hissedarlara yapılan büyük temettü ödemeleri, pozitif net bugünkü değer projelerinin reddine ve düşük maliyetli sermayenin yanlış kullanımına yol açabilir (Myers, 1977). Temettü ödemelerini minimize edecek borç sözleşmeleri, borç verenlerden hissedarlara doğru yapılacak bir servet transferini önlemek için gereklidir (John ve Kalay, 1982).[140]

Serbest Nakit Akış Teorisi (Jensen, 1986) bu iddiayı, ajan teorisi ve bilgi asimetrisini bir araya getirerek güncellemiştir.[141] Jensen (1986) teorisinde, serbest nakit akışının NBD'si negatif olan projeler için kullanılabileceğini belirtmektedir. Lang ve Litzenberger'in (1989) fazla yatırım hipotezine göre, bir firmanın temettüyü arttırması, serbest nakit akış problemlerinin azalmasını sağlayarak, kötü yatırımları engelleyecek ve firmanın değerinin artacağına dair işaret verecektir. Benzer şekilde temettüyü azaltmak, daha çok negatif NBD'si olan projelerin şirket tarafından yapılacağını göstereceği için firma değerinde bir azalmaya yol açacaktır.[142] Basiretli şirket yöneticileri hissedarların çıkarlarını en iyi şekilde kollayacak şekilde, tüm karlı

---

[139] Frankfurter, M. George, Bob G. Wood ve James Wansley. **Dividend Policy: Theory and Practice**, Academic Press Inc, London, 2003, s. 93.
[140] Frankfurter, Wood, ss. 100-101.
[141] Vekalet maliyetleri teorisi (agency costs theory) olarak da literatürde kullanılabilmektedir.
[142] David J. Denis, Diana K. Denis, Atulya Sarın, "The Information Content of Cash Flow Signaling, Overinvestment, and Dividend Clienteles", **Journal of Financial and Quantitative Analysis**, Cilt: 29, No. 4, Aralık 1994, http://business.scu.edu/asarin/PublishedPapers/Dividends.pdf, (10.09.2014), s. 568.

fırsatları değerlendirerek yatırım yapacaklardır. Ancak yönetimin ve sahipliğin farklı ellerde olması, yöneticileri fazla fonları harcama ya da israf etme yönünde teşvik edecektir. Tüm pozitif net bugünkü değeri olan projelerin finanse edilmesinden sonra kalan fonlar, yöneticiler ve hissedarlar arasında bir çıkar çatışmasına yol açacaktır. Temettü ve borç faizi ödemeleri yöneticilerin kullanabileceği serbest nakit akışlarını azaltacaktır.[143]

Serbest nakit akımı hipotezine göre, kar paylarının yüksek olması, firmalar açısından iyi bir göstergedir. Bunun nedeni, yöneticilerin serbest nakdi dağıtmak zorunda kalmaları ile verimsiz yatırım projelerinin tercih edilmesinin engellenmesidir. Bu çerçevede, kar paylarının yüksek olacağının anlaşılması, yatırımcıların getirilerini ve firma değerini olumlu yönde etkilediği belirtilmektedir.[144]

Serbest nakit akımının kullanımı ile ilgili sorun, yönetim ve hissedarların çıkar uyuşmazlığı olarak tanımlanan temsil probleminin doğal bir sonucudur. Nakit akımlarının yüksek, büyüme imkânlarının kısıtlı ve atıl nakit tutarının fazla olduğu şirketler, bu sorun ile daha sık karşılaşmaktadır. Bu durumda, hisse senedinin fiyatı olumsuz etkilenmektedir.

Şirket varlıklarını kontrol eden içerdekiler, dış yatırımcıların çıkarlarını bozacak bir sürü amaç için bu varlıkları kullanabilir. Daha basit olarak, şirket aktiflerini kendilerine yönlendirebilir, doğrudan doğruya hırsızlık yapabilir, içerdekilere dağıtılan hisse senetleri ile dış yatırımcıların varlıklarını sulandırabilir[145], fazla ücret alabilir, aktiflerini kendine veya kontrol ettikleri şirketlere ucuz fiyatlardan verilmesini sağlayabilirler. Alternatif olarak içerdekiler, sadece kendilerine kişisel fayda sağlayacak yatırım stratejileri izlemek uğruna şirket kaynaklarını kullanabilir.[146]

Ajan modelleri hisse senedi geri satın almalarına göre temettü ödemelerini, zımni olarak daha düşük maliyetli olarak algılamaktadırlar. Çünkü temettüler, serbest

[143]Frankfurter, Wood, s. 102.
[144]N. Bhattacharyya, "Dividend Policy: A Review"**, Managerial Finance**, Cilt: 33, No: 1,2007, s.10'dan aktaran Julio ve Ikenberry, s. 89'dan aktaran Omağ, s. 136.
[145]Sulandırma: Varlıklarda ya da karlılıkta eş bir artma olmadan, şirketin adi hisse senedi sayısını arttırma.
[146] La Porta ve diğerleri, s. 5.

nakit akışlarından kaynaklanan fazla yatırımı önlemeyi amaçlayan daha iyi bir araçtır.[147]

DeAngelo ve DeAngelo (2006) karların alıkonulması ile oluşabilecek serbest nakit akışı kökenli temsilci maliyetleri ve temettü ödendiğinde artabilecek olan yeni arz maliyetleri[148] arasındaki ödünleşme üzerinde durmuştur.[149]

Serbest nakit akımının yöneticiler tarafından isletme amaçlarına uygun olmayan şekilde kullanımının engellenmesi için önerilen diğer yöntemler borçlanma derecesinin artırılması ve firma satın almalarıdır. Borçlanma derecesinin artırılması, faiz ve yeniden finansman giderlerinin artmasını sağlayarak öz sermayenin getirisini olumlu etkileyecektir. Bunun için yatırım ve büyüme politikalarının da göz önünde bulundurulması gerekmektedir. İkinci olarak, firma satın almaları nedeni ile doğacak finansman ihtiyacı, firmaların kar payı dağıtımını engelleyerek, serbest nakit akımını korumaktadır. Ancak, firma satın almaları işletme açısından düşük getiriye sahip olursa, nakit akımlarının yanlış kullanımı söz konusu olabilmektedir. Satın alma seçeneğinin tercih edilmesinde de şirketin bu konu ile ilgili politikalarının değerlendirilmesi gerektiği söylenmektedir.[150]

Serbest nakit akımı hipotezine göre, büyüme imkanları ile borçlanma oranlarının farklı yönde hareket etmesi kaldıraç oranlarının azalmasını sağlamaktadır. Bu görüşten hareketle, çok uluslu şirketlerin borçlanma oranlarının daha düşük olduğu belirtilmektedir. Büyüklük ve endüstriye ilişkin faktörlerin kontrolü ile çok uluslu şirketlerin temsil maliyetlerinin yükseldiği görülmüştür.

---

[147] Meenakshi Sınha, Jayanthi Sunder, Bhaskaran Swamınathan, **"Payout Policy and Cost of Capital"**, Nisan 2006, http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=620382, (09.09.2014), s. 3.

[148] Arz maliyeti (issuance cost): Firmadaki nakdin marjinal değeri, hisse senedi fiyatındaki bir düşüşten sonra artar. Aksine beklenmeyen operasyonel karların artmasından dolayı hisse senedi fiyatının artması, firma içindeki nakdin marjinal değerini azaltır. Yeni menkul değerlerin arz maliyetleri yüksek olduğunda, karlı bir şirketin ayakta kalması likidite problemlerinden dolayı tehlikeye girebilir. Jean-Paul D´ecamps, Thomas Mariotti, Jean-Charles Rochet, St´ephane Villeneuve, **"Free Cash-Flow, Issuance Costs and Stock Price Volatility"**, Eylül 2008, http://www.enseignement.polytechnique.fr/economie/chaire-business-economics/Leverage8.pdf, (09.09.2014), ss. 2 – 4.

[149] Harry De Angelo, Linda De Angelo, **"The irrelevance of the MM dividend irrelevance theorem"**, Mart 2005, http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=680855, (09.09.2014), ss. 1 – 23.

[150] Sophie Nivoix, "Dividend Pay-Outs and Leverage in Japanese Firms", **Asian Business & Management**, Cilt: 4, 2005, ss. 186-187.

### 2.2.6. Sinyalizasyon Teorisi

Kar paylarındaki değişmeler, yatırımcıları, şirket yönetiminin gelecekteki kar tahminlerinin sinyali olarak görmeye yönlendirebilir. Sinyal yaklaşımı, firma yöneticilerinin firmanın gelecekteki başarısı hakkında yatırımcılardan daha fazla bilgiye sahip olduklarına dayanır.[151]

Sinyalizasyon literatüründe iyi firmaların kendilerini kötü firmalardan ayırt etmek için temettü ya da geri satın alma işlemlerini kullandıkları konu edilmiştir. Temettü artışları yatırımcılara gelecek hakkında iyi mesajlar verirken, azalışları yatırımcılara kötü mesajlar vermekte, hiçbir değişiklik olmaması durumunda da gelecekte önemli bir değişiklik olmasının beklenmediği anlamı çıkartılmaktadır.[152]

Sinyalizasyon teorisinde, temettü ödemeye başlama ve ödemeyi kesme önemli olarak kabul edilir. Bir firma temettü ödemeye başlarsa, yatırımcıların sonraki performansı net olarak ölçmelerini sağlayacak bir gösterge olarak vurgulanır.

Bu yaklaşıma göre, eğer firma piyasa tarafından tahmin edilenden daha fazla bir kar dağıtımı yapacağını açıklamışsa, bu firmanın çok kazançlı bir yatırımının olduğunun ve gelecekte de yüksek kar payları dağıtacağının sinyali olabilir. Firmanın gelecekteki başarısı hakkında oluşan bu olumlu sinyal etkisinin sonucunda yatırımcılar daha çok hisse senedi satın alacak ve talepteki artış sonucunda hisse senedi fiyatları yükselecektir. Tam tersi durumda, firma kar paylarını beklenenden daha az dağıtacağını açıklamışsa bu durumda olumsuz sinyal etkisi ortaya çıkacak ve hisse senetlerinin fiyatının düşebileceğine işaret edebilecektir. Bir anlamda, kar payı ilanlarındaki bu bilgi içeriği, şirket yöneticilerinin tahminlerinin, yatırımcılar için açık hale geldiği şeklinde yorumlanabilir. Bunun farkında olan yöneticiler, yüksek kar payı yoluyla, hisse senetlerine talebi arttırıp, firmanın piyasa değerini yükseltebilirler.[153]

Bu yaklaşıma göre, kar payı ilanları, firmaların gelecekteki beklentileri hakkında önemli bilgiler verir. Çünkü kâr paylarının artması veya azalması ile ilgili

---

[151]Nurhan Aydın, Mehmet Başar, Metin Coşkun, **Finansal Yönetim**, Detay Yayıncılık, 2010, Ankara, s. 474.

[152]Kenneth Khang, Tao-Hsien Dolly Kıng, **"Is Dividend Policy related to Information Asymmetry? Evidence from Insider Trading Gains"**, Kasım 2002, http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=342621&rec=1&srcabs=440380, (25.09.2014), ss. 1-2.

[153]Aydın ve diğerleri, s. 474.

bilgiler, yöneticilerle yatırımcılar arasındaki asimetrik bilgiyi ortadan kaldırarak hisse senedi fiyatının analiz edilmesine yardımcı olurken, firmanın geleceği ve nakit akımları açısından olumlu/olumsuz işaretler olarak kabul edilmektedir.

Aivazian, Booth ve Cleary (2003) gelişmiş sermaye piyasalarına sahip ülkelerde temettü ödemelerinin göreceli olarak istikrarlı bir durum gösterdiğini, ancak Türkiye'nin de dahil olduğu sekiz adet gelişmekte olan ülkede, temettü ödemelerinin nispeten daha istikrarsız bir yapıda olduğunu tespit etmiştir. Dolayısıyla yazarlar, finansal kurumların göreceli olarak daha az gelişmiş olduğu ülkelerdeki temettü ödemelerinin, sinyalleme gücünün de nispeten daha zayıf olduğu kanısındadır. Glen, Karmokolias, Miller ve Shah (1995) ise Türkiye'nin de dahil olduğu yedi adet gelişmekte olan ülke için yaptıkları çalışmada, firmaların temettü dağıtım oranından ziyade temettü dağıtım tutarına önem verdiklerini, dolayısıyla temettü dağıtımının gelişmekte olan ülkelerde daha fazla istikrarsızlık göstermekte olduğunu ortaya koymuştur. Adaoğlu'nun (2000) İMKB firmaları üzerine yapmış olduğu çalışmasında, firmaların temettü politikalarını etkileyen en önemli etmenin o yıl içerisinde elde edilen gelir olduğu, dolayısıyla temettü ödemelerinin istikrarsızlık gösterdiği ve bu durumun da İMKB firmaları için temettü ödemelerinin sinyalleme gücünü azaltmakta olduğu belirtilmiştir.[154]

Öte yandan Chay ve Suh (2005) Türkiye'nin de dahil olduğu 24 adet ülkede, temettü ödemeleri ile nakit akımlarının belirsizliği arasında negatif yönlü ve anlamlı bir ilişki olduğunu tespit etmiştir. Yılmaz ve Gülay (2006) ise, İMKB firmalarının nakit temettü ödemelerinin, hisse senedi piyasası üzerinde fiyat ve işlem hacmi açısından anlamlı bir etkisinin bulunduğu sonucuna varmıştır.

### 2.2.7. Müşteri Grubu Teorisi

MM'nin (1961) geliştirdiği vergi müşterileri teorisine göre yatırımcılar portföylerini, temettülerin marjinal vergi oranlarına bakarak oluştururlar.

[154] Özgür Arslan, "Firma Yöneticilerinin Temettü Dağıtımlarına Dair Algıları", **H.Ü. İİBF Dergisi**, Cilt: 26, Sayı 1, 2008, http://uvt.ulakbim.gov.tr/uvt/index.php , (20.09.2014), s. 87.

Temettülerdeki bir değişiklik yatırımcıların vergi pozisyonlarını değiştireceğinden, yatırımcıların portföylerini tekrar ayarlamalarını gerektirir.[155]

Fisher Black ve Myron Scholes, MM görüşünün mükemmel olmayan piyasalarda da geçerli olduğunu savunan görüşlerini Clientele Effect olarak tanımlamışlardır. Üst vergi grubundaki yatırımcılar, düşük kar payı ödeyen hisseleri tercih ederlerken, alt vergi diliminde olan yatırımcılar yüksek kar payı getirisi sağlayan hisse senetlerini tercih etmektedirler. Ancak bu durumun geçerli olabilmesi için, kar payı dağıtım politikasının uzun süreli olarak değişmediği varsayılmaktadır. Eğer sık sık kar payı dağıtım politikasında değişiklik yapan bir işletme söz konusu ise yatırımcılar, bu duruma kayıtsız kalmayarak tercihlerini değiştirebileceklerdir.[156]

Allen, Bernardo ve Welch (2000) göstermiştir ki, yüksek temettüler kurumsal yatırımcıları çekerek temsilci sorunlarını azaltmaktadır. Allen, Bernardo ve Welch'in bu konudaki çalışmalarında, kurumsal yatırımcıların bireysel yatırımcılardan daha etkin olarak firma yönetimini izleyebildiklerini, yapılan yatırımların büyüklüğü ve tahsis edilen kaynaklar göz önüne alındığında, kurumsal yatırımcıların yatırımlar hakkında bilgi toplama, analiz etme vs. konularındaki çalışmalarının, yatırımların yapıldığı firmaların yönetimlerini disipline ettiği, düşük performans gösterildiğinde yatırım yaptıkları firmalara istedikleri değişiklikleri yaptırtabildiklerini, kurumsal yatımcıların temel olarak vergi etkisinden dolayı bireysel yatırımcılara göre daha yüksek temettüyü tercih ettiklerini tespit etmişlerdir.[157]

Ancak bu teori, temettülerin farklı piyasalardaki davranışlarını açıklayamadığı gibi yatırımcıların kendi kendilerine neden bazı şirketleri tercih ettiklerini de açıklayamamaktadır. Kaldı ki çoğu kurumsal yatırımcı vergiden muaftır, dahası düşük temettü ödeyen holding yatırımlarına yönelmelerini önleyici çok sayıda kısıtlamaya da sahiptirler.[158]

---

[155] Nalinaksha Bhattacharyya, Amin Mawani, Cameron Morrill, "Dividend Payout and Executive Compensation: Theory and Evidence", Mayıs 2003, http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=326801, (10.09.2014), s. 1.

[156] Mehmet Pekkaya, "Kar payı dağıtımının şirket değeri üzerine etkisi: İMKB 30 endeks hisselerine bir analiz", **ZKÜ Sosyal Bilimler Dergisi**, Cilt: 2, Sayı 4, 2006, http://iibf.karaelmas.edu.tr/sbd/makaleler/1303-9245/200602004183209.pdf, (15.02.2014), s. 191.

[157] Yaniv Grinstein, Roni Michaely, **Institutional Holdings and Payout Policy**, Nisan 2002, http://www.afajof.org:443/pdfs/2003program/articles/grinstein_michaely.pdf, (15.02.2014), ss. 1 - 28.

[158] Alon Brav, J. B. Heaton, "Did ERISA's (The Employee Retirement Income Security Act of 1974) prudent man rule change the pricing of dividend omitting firms?", 1998, http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=98568, (21.12.2013), ss. 1 – 6.

### 2.2.8. Yaşam Süresi Teorisi

Yaşam süresi teorisine göre, kar dağıtım politikası firmaların hayat döngüsü ile uyumlu kabul edilmektedir. Ayrıca, piyasaların mükemmelliğini olumsuz etkileyen hissedarların vergi yükü, temsil maliyeti, asimetrik bilgi, işlem ve ihraç giderleri gibi unsurların önemini dikkate aldığı belirtilmektedir.[159]

Temettü ödemeye başlayan firmalar göreli olarak yüksek karlılık ve düşük büyüme oranları olan, büyük ve istikrarlı firmalardır. Hayatlarının olgunluk aşamasında bu firmalar çok fazla nakit üretmekte, ancak çok fazla karlı yatırım fırsatları bulamamaktadırlar.[160]

Firma yaşlandıkça başlangıç sermayesinin getirisi, üretilen nakit ve yeni yatırımlar önemli bir şekilde azalır. Bu durumda hissedarlar, yeni yatırım fırsatları sunan firmaları tercih edeceklerdir. Firmanın büyüme oranı azaldıkça, içeridekilerin çıkarları ile hissedarların çıkarları farklılaşmaya başlamaktadır. Bunun yanında hissedarlar bir bilgi sorunu ile de karşı karşıyadırlar. İçeridekiler firma büyümesinin yavaşladığını ilk öğrenenlerdir. Bu temsilci ve bilgi sorunları karşısında hissedarların yapacakları/uygulayabilecekleri şu alternatifler bulunmaktadır; i. Hiçbir şey yapmamak ki bu ajan sorununu kabul etmek demektir. ii. daha önce belirlenen bir program çerçevesinde firmayı temettü ödemeye zorlamak. Bu durumda ise firma yatırımlarının azalmasından dolayı, firma getirilerinin düşmesi söz konusu olabilecektir.[161]

İşletmeler kar payı dağıtım kararlarını faaliyetlerinden sağladıkları karlar çerçevesinde oluştururlar. Elde edilen kar, gelecekteki yatırımlar için kullanılacaksa, dağıtılmamaktadır. Gelecekte karlı yatırım imkanlarının bulunmaması durumunda, şirketler, hissedarların sağladıkları sermayenin karşılığı olan kar payını dağıtırlar. Bu kapsamda, büyük ve olgun firmalardaki yatırımcıların kar payı ödemeleri

---

[159] H. Kent Baker, Samir Gadi, Shantunu Dutta ve Devinder Gandhi, "The Perceptionof Dividends by Canadian Managers: New Survey Evidence", **International Journal of Managerial Finance**, Cilt: 3, No.1, 2007, s. 73'ten aktaran Omağ, s. 150.

[160] Laarni Bulan, Narayanan Subramanian, Loyd Tanlu, "On the Timing of Dividend Initiations", Ekim 2006, http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=962109, (08.08.2014), s. 5.

[161] Jacob Oded, "Payout Policy, Financial Flexibility, and Agency Costs of Free Cash Flow", 13 Mart 2008, http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1096146, (20.09.2014), s. 5.

konusundaki beklentileri yüksek olurken, küçük firmalardaki yatırımcıların büyüme nedeni ile alıkonan karlar sonucu beklentileri düşük olduğu belirlenmiştir.[162]

### 2.2.9. Artıklar Oranında Kar Payı Dağıtımı Yaklaşımı

Artıklar oranında kar payı dağıtım yaklaşımı, firma tarafından yaratılan karın optimal kullanımına odaklanmaktadır. Bu teoriye uygun şekilde kar dağıtımı, bazılarına göre cazip gelmekle birlikte, hissedarların kar dağıtımına ilişkin tercihlerini göz ardı etmektedir. Diğer bir anlatımla, bu yaklaşımda hissedarlar açısından kar payı ödemeleri belirsiz ve kar payı tutarları tahmin edilemez durumdadır. Artıklar oranında kar payı dağıtım yaklaşımına göre elde edilen karlar fazla ise ve kabul edilebilir yatırımlar az ise dağıtılacak kar payları yüksek, buna karşılık elde edilen kar payları düşük ve finanse edilecek projeler büyük tutarlı ise kar payları düşük olacak ya da hiç dağıtılmayacaktır.

Yatırım tutarı : 10.000 TRY
Optimal Sermaye Yapısı : %30 Borç-%70 Öz sermaye
İhtiyaç Olunan Öz sermaye Tutarı :%70 * 10.000
Kullanılabilir Kar : 12.000 TRY
Arta Kalan Kar : 12.000 – 7.000
Dağıtılabilecek Kar : 5.000 TRY

Yukarıdaki örnekte eğer işletmenin kullanılabilir karı 12.000 TRY değil de 20.000 TRY olsaydı, bu durumda kar payı ödemeleri 13.000 TRY olacaktı. Bu karşılık kullanılabilir kar 6.000 TRY olsaydı bu durumda hissedarlara kar payı ödemesi yapılmayacaktı. Ayrıca proje için gerekli olan öz sermayenin karşılanması amacıyla da 1.000 TRY'lik yeni hisse senedi ihracı da gerekecektir. Örneğe dikkat edilecek olursa bu teoride en önemli karar dağıtılmayacak karların tutarını belirlemektir.[163]

[162] Omağ, s. 152.
[163] Aydın ve diğerleri, s. 473.

# ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

# KAR PAYI DAĞITIM KARARLARININ HİSSE SENEDİ FİYATI ÜZERİNE ETKİSİ: BORSA İSTANBUL'DA BİR UYGULAMA

Çalışmanın bu bölümünde ilk olarak literatürde hangi çalışmaların yapıldığı ve ne gibi sonuçların çıktığı incelenmiş, daha sonra çalışmanın amacı, veri seti ve yöntemden bahsedilmiştir. Son olarak da analiz sonucunda elde edilen bulgular değerlendirilmiştir.

## 3.1 LİTERATÜR TARAMASI

Kar dağıtım politikasının firma değerini etkileyip etkilemediği tartışmasının başlıca nedenlerinden biri ekonometrik deneyler düzenlemenin güçlüğüdür. Hisse fiyatları ile temettü ve dağıtılmayan karlarla ilgili olarak yapılan deneyleri topluca ve öz bir şekilde incelemekte fayda vardır. Bir hissenin fiyatı, yatırımcıların gelecekteki kazanç ve temettü umutlarına bağlı olacaktır.

Dünyada, dağıtılan kar miktarının hisse senedi üzerinde etkisi konusunda yapılan ampirik çalışmalardan Friend Pucket ve MM'nin çalışması ilgi çekicidir. Friend ve Pucket, önce dağıtılan kar payının etkisi olduğu sonucuna varan kantitatif modellerin istatistiksel olarak hatalı sonuçlar verdiklerini ileri sürerek bu hataları belirtmişlerdir. Hataların en önemli nedenleri, risk ve büyüme faktörünün doğru bir şekilde formüle edilememesi ve değişkenlerle ilişkili ölçme hatalarıdır. Friend ve Pucket, ortalama hisse senedi fiyatları ile kar payı ödemeleri ve dağıtılmayan karlar arasındaki ilişkiyi açıklamak amacıyla 5 endüstri dalından seçilmiş 110 işletme üzerinde 1956-1958 yıllarını kapsayan basit doğrusal regresyon analizi yapmıştır. Analiz sonuçlarına göre, büyüme özelliğine sahip kimya, elektronik ve elektrik endüstrilerinde dağıtılmayan karların hisse senetlerinin fiyatları üzerindeki yükseltici etkisi kar paylarının etkisinden daha yüksek çıkmıştır. Öte yandan, gıda ve çelik endüstrilerinde daha güçlü bir kar payı etkisi bulunmuştur.[164]

[164] Suphi Aslanoğlu, **Temettü Politikasının Firma Değerine Etkisi**, (Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi), Kırıkkale Üniversitesi, Kırıkkale, 1996, s. 63.

MM, normalize edilmiş karlardan yola çıkarak yaptıkları testler sonucunda hisse senedi değeri ile kar dağıtım oranı arasında tersine bir ilişki bulmuşlardır. MM yaptıkları araştırmada, hisse başına düşen net kar doğru ölçüldüğünde, dağıtılan karın bir etkisi olmadığı sonucuna varmışlardır.[165]

Gordon, 4 endüstri dalında (Kimya, Gıda, Çelik, Makine) aldığı örnekler üzerinde farklı yollara ilişkin olarak yaptığı regresyon analizlerinde hisse senetlerinin piyasa fiyatının, kar payı, büyüme oranı, işletme büyüklüğü ve belirsizlik etmeni gibi değişkenlerden etkilendiğini göstermiştir. ABD'de hisse senetlerine yatırım yapanlar üzerinde yapılan çeşitli kantitatif çalışmalarda bu kişilerin kar payı ve menkul değer kazancı arasında kayıtsız olup olmadıkları araştırılmıştır. Bu çalışmalarda, diğer faktörler aynı kaldığında, hisse senedi alanların cari kar paylarını sermaye kazançlarına tercih ettikleri sonucu ortaya çıkmıştır. Böylece, matematiksel kanıtlar temettü dağıtımının değerleme ile ilgili olduğu yönündeki görüşleri destekler durumdadır.

Niederhaffer ve Regan ABD'de 1966-1970 dönemini temel alarak yaptıkları çalışmada, ilgili dönemde en yüksek değer artışı sağlayan 50 şirketin hisse başına kazançlarında önemli artışlar olduğu gözlenmiştir. Benzer şekilde fiyatlarında büyük düşüşler gözlenen hisse senetleri için hisse basına kazançlarda önemli düşüşler olduğu ortaya konulmuştur.

Aharony ve Swary ABD'de 1963-1976 yıllarını temel alarak 140 firma ile yaptıkları çalışma sonucu şöyledir: Temettü dağıtımlarının ilan edileceği tarihlerde, hisse senedini etkilemesi muhtemel diğer değişkenler kontrol altına alındıktan sonra, örnek iki alt gruba bölünmüştür. Birinci grup, temettünün azalacağını, ikinci grup temettünün artacağını ilan eden firmalardan oluşmuştur. Birinci grubun hisse senetleri değeri, duyurunun yapılmasından önceki tarihlerde ve duyuru tarihinde önemli ölçüde düşerken, diğer grubun hisse senetleri yükselmiştir.

Blume, 1041 bireysel yatırımcıyı temel alarak yaptığı çalışmada, alıkonulan karlarda azalış olsa dahi kar dağıtımının tercih edildiği sonucunu elde edilmiştir. Dağıtılan kar payı arttırıldığında anketörlerden %41,8'i o hisse senedine olan talebi artıracaklarını, sadece %10,5'i azaltacağını ifade etmiştir.

[165] Akgüç, s. 781.

Kar payı dağıtımının pay senedi fiyatı üzerindeki etkileri konusunda deneysel çalışmalar önemli yer tutmakla birlikte, Türkiye'de hisse senedi piyasasının yeterince gelişmemiş olması nedeniyle, hisse senedi fiyatları üzerinde firmaların temettü politikalarının etkisi konusundaki çalışmalar sınırlı kalmıştır. 1978 yılında Ünal Bozkurt tarafından yapılan bir çalışmada pay senedi fiyatlarının bağımlı, dağıtılmayan ve dağıtılan kar paylarının bağımsız olduğu bir değerleme modeli kurularak, 1972-1977 dönemi için 23 şirkete ait verilerle çoklu kesit analizi yapılmış, temettünün etkisi test edilmiş ve dağıtılan kar paylarının hisse senetleri üzerinde daha etkili olduğu sonucuna ulaşılmıştır.[166]

Sadun Abaç tarafından çalışmada ise, 35 şirkete ait veriler üzerinde çoklu kesit analiz yapılarak 1976-1983 yılları test edilmiş ve temettünün hisse senedi fiyatları üzerinde önemli bir etkiye sahip olduğu sonucuna ulaşmıştır.

Crowder ve Wohar (1998) çalışmalarında, hisse senedi fiyatı ve kar payı dağıtımı arasındaki uzun dönem ilişkisini bugünkü değer modeli ile incelemişlerdir. Çalışmalarında çeyrek dönemlik hisse senedi fiyatı ile kar payı dağıtımı arasındaki ilişkiyi 1919-1926 dönemleri itibariyle incelemişlerdir. Hisse senedi fiyatı ile kar payı dağıtımı arasında kuvvetli bir ilişki olduğu sonucuna ulaşmışlardır.

Lewellen (2002) çalışmasında, finansal oranların hisse senedi getirisini tahmin etme yeteneği üzerine yeni bir test geliştirmiştir. Çalışmada, 1946-2000 yılları arası veriler kullanılmış olup, 1946-2000 döneminde Kar Payı piyasa getirisini tahmin etmiş, buna karşılık Piyasa Değeri/Defter Değeri ve Fiyat/Kazanç Oranı daha kısa dönemde (1963- 2000), getirileri tahmin edebilmektedir. Canbaş, Düzakın ve Kılıç (2002) çalışmalarında 1993-1997 döneminde İMKB'de işlem gören 173 endüstri şirket işletmesinin hisse senedi getiri tahmininde kullanılan önemli finansal oranların; fiyat/kazanç oranı (F/K), piyasa değeri/defter değeri oranı (PD/DD) ile likidite, karlılık ve sermaye yapısı oranları olduğunu tespit etmişlerdir. Ayrıca çalışmada, yatırımcı açısından yararlı bilgi sağlayan oranların; likidite, finansal yapı ve karlılık oranları olduğunu tespit etmişlerdir.

Batchelor ve Orakcıoğlu (2003) ise 1990-1994 döneminde temel olarak hisse ve nakit temettünün hisse fiyatına etkisini araştırmıştır. Bu çalışmada, temettü ödeme

[166]Arzu Hacışabanoğlu, **Temettü Politikaları**, (Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi), Marmara Üniversitesi Bankacılık ve Sigortacılık Enstitüsü Sermaye Piyasası ve Borsa Anabilim Dalı, 1998, İstanbul, s. 134.

günü olay günü olarak alınmış, açıklama günü 4-6 hafta geri gidilerek tahmin edilmiş ve fiyat etkisinin tespitinde olay bağlantılı sabit terimli GARCH süreci yöntemi kullanılmıştır. Çalışmanın sonucunda nakit temettünün açıklanmasının fiyat üzerine etkisi olduğu bulgularına ulaşılamamıştır.

Şamiloğlu (2005) İstanbul Menkul Kıymetler Borsası'nda işlem gören deri ve gıda sektöründeki 58 firmanın hisse başına getirileri ile kazançlar, nakit akımları, hisse başına kar ve hisse başına defter değeri arasındaki ilişkiyi 1999-2002 dönemi için çoklu regresyon modeli aracılığı ile incelemiştir. Ayrıca hisse fiyatları ile kazançlar, nakit akımları, hisse başına kar ve hisse başına defter değeri arasındaki ilişkileri yine çoklu regresyon modeli aracılığıyla incelemiştir. Çalışmada kurulan çoklu regresyon modelleri her yıl ve bütün yılların toplamı için ayrı ayrı oluşturulmuş olup, hisse fiyatları ile hisse başına kazanç ve hisse başına defter değeri arasında anlamlı bir ilişki olduğu sonucuna ulaşılmıştır. Hisse senedi getirileri ile nakit akımları, faaliyet kazançları ve yıllık büyüme arasında ise anlamlı bir ilişki olmadığı gözlenmiştir.

Dehuan ve Jin (2008) çalışmalarında, firmaları seçerken bunların yıllık getiriler açısından piyasada en yüksek %10'luk performansa sahip olanları analize dahil etmişlerdir. Çalışmalarında, basit ve çoklu regresyon analizi yapılmış olup, yıllık hisse senedi getirileri bağımlı değişken olarak kullanılmış ve toplam varlık devir hızı, hisse başına kardaki değişim, kar marjı, aktif karlılığı, özsermaye karlılığı ve satışlardaki karlılık ise kullandıkları bağımsız değişkenlerdir. Çalışmalarının sonucu, yukarıda sayılan bağımsız değişkenlerin hisse senedi getirisinde, inceleme döneminin ilk iki yılında anlamlı bir etkiye sahip olduğunu ortaya koymuştur. Bu değişkenler, genellikle hisse senedi fiyatları artarken, açıklama gücünün azaldığı sonucunu göstermektedir.[167]

Günalp vd. (2010) çalışmalarında, Türkiye'de nakit temettü kararının hisse senedi getirisini etkileyebilecek nitelikte önemli bir bilgi olduğunu belirtmişlerdir. Çalışma sonucunda ise, nakit temettünün açıklanması sonrasında hisse başına nakit temettü oranı ile kümülatif normalüstü getiri arasında istatistiksel olarak anlamlı bir ilişkinin varlığını ortaya koymuş ve bu ilişkinin negatif yönlü olduğunu tespit

[167] Özge Korkmaz, Süleyman Serdar Karaca, "Firma Performansını Etkileyen Faktörler ve Türkiye Örneği", **Ege Akademik Bakış**, Cilt:13, Sayı:2, Nisan 2013, ss. 170-172.

etmişlerdir. Buna göre, nakit temettü kararının kamuya açıklanması piyasada olumsuz bir sinyal olarak algılanmakta ve bu nedenle hisse senedi fiyatı düşmektedir. Hisse başına yüksek nakit temettü açıklayan hissenin normalüstü değer kaybı, hisse başına düşük nakit temettü açıklayan hissenin fiyatına göre daha fazladır.

Okafor vd. (2011) çalışmalarında, Nijerya borsasında kar payı dağıtım politikası ile hisse senedi fiyat değişimleri arasındaki ilişkiyi incelemişlerdir. Çalışmalarında, hisse senedi fiyat değişimleri ile temettü verimi ve kar payı dağıtım oranı arasındaki ilişkiyi çoklu regresyon analizi ile incelemişlerdir. Sonuçta, temettü veriminin hisse senedi fiyatı üzerine negatif bir etkiye, kar payı dağıtım oranının ise bazı yıllarda negatif bazı yıllarda ise pozitif bir etkiye sahip olduğunu görmüşlerdir. Kar dağıtım politikasının hisse senedinin fiyatı ile ilgili olduğu sonucuna ulaşmışlardır.

Khan vd. (2011) kar dağıtım politikasının hisse senedi fiyatını etkileyip etkilemeyeceğini inceledikleri çalışmalarında, temettü verimi, hisse başına kar, öz sermaye karlılığı, vergi sonrası kar gibi değişkenlerin hisse senedi fiyatı ile pozitif olarak ilişkili olduğunu, dağıtılmayan karlar oranı ile negatif bir ilişki içinde olduğunu görmüşlerdir.

Habib vd. (2012) çalışmalarında kar payı dağıtım politikası ile hisse senedi fiyatı oynaklığı arasındaki ilişkiyi analiz etmişlerdir. Temettü verimi ve kar payı dağıtım oranıyla hisse senedi fiyatı arasındaki ilişkiyi analiz etmek için yatay kesit regresyon modeli kullanmışlardır. Çalışmalarında, hisse senedi fiyatı ile temettü verimi arasında pozitif bir ilişki, kar payı ödeme oranıyla negatif bir ilişki bulmuşlardır.[168]

## 3.2 ARAŞTIRMANIN AMACI

Firma sahipleri günümüzde amaçlarından biri de firmalarının piyasadaki değerini maksimum hale getirmektir. Bu amaca ulaşmakta kar dağıtımının etkisi olduğu görüşü ileri sürüldüğü gibi tersi görüşlerde ileri sürülmektedir. Her ne kadar kar dağıtımının firma değeri üzerine etkisi olmadığı görüşü ileri sürülse de şu da bir gerçektir ki hisse senedi yatırımcılarının hisse senetlerinin değer artışlarından kazanç

[168] Korkmaz ve Karaca, s.171.

elde etmek amacı yanında sahip olduğu hisselerin kar payı kazancı sağlama amacı da vardır. Bir çok yatırımcı yatırım yaptıkları hisselerin değer artışları getirisi yanında yıllık düzenli bir kar payı getirisi olmasını da istemektedirler. Bu nedenle yatırımcılar yıllık düzenli kar payı dağıtımı yapan firmaların hisselerini tercih etmektedirler. Bu firmanın hisselerinin piyasada aranan hisse durumuna getirmektedir.

Bu çalışmanın amacı, Türkiye'de Borsa İstanbul Temettü 25 Endeksi'nde işlem gören 23 firmanın kar payı dağıtım kararlarının hisse senetlerinin değerine etkisinin tespit edilmesidir. Bu amaçla, finans literatüründe yer alan çalışmaların incelenmesi sonucu belirlenen değişkenler uygun hipotezler aracılığıyla test edilmiştir.

## 3.3 ARAŞTIRMANIN VERİ SETİ VE YÖNETİMİ

Araştırmada kullanılan panel veri seti, işletmelerin 2005-2013 yılları arasındaki yıllık finansal tabloları Borsa İstanbul'a gönderilen bir dilekçeyle ve Kamuyu Aydınlatma Platformu'nun resmi internet sitesinden elde edilmiştir. Araştırma kapsamına alınan işletmeler, BİST Temettü 25 Endeksinde olup, en az 4 yıldır arka arkaya kar payı dağıtmaları koşulu ile araştırmaya alınmıştır. BIST Temettü Endeksi, son 4 yılda sürekli nakit temettü dağıtmış şirketleri kapsarken; BIST Temettü 25 Endeksi hem temettü verimi yüksek, hem de şirketin halka açık kısımlarının piyasa değeri yüksek olan 25 şirketi kapsamaktadır. Dolayısıyla BIST Temettü 25 Endeksi kapsamında olan hisse senetleri, BIST Temettü Endeksi kapsamındaki hisse senetlerinden daha likit bir portföy oluşturmaktadır. Dolayısıyla BIST Temettü 25 Endeksi, hem kar payına hem de likiditeye önem veren hisse senedi yatırımcılarına yol göstermesi açısından önemli bir fonksiyonu yerine getirebilme potansiyeline sahiptir. Temettü 25 Endeksinde 25 şirket vardır. Fakat bahsedilen 4 yıl koşulundan dolayı ve kuruluş yıllarının günümüze yakın olması sebebiyle iki işletmemiz araştırma kapsamına alınmamıştır. Modellerin test edilmesinde; Eviews 7.2 ve Stata 12.1 programları kullanılmıştır. Araştırma kapsamına dahil edilen işletmelerin BİST işlem kodları ve isimleri aşağıdaki Tablo 5'de verilmiştir.

**Tablo 5**: Bist' de İşlem Gören ve Araştırmaya Dahil Edilen İşletmeler

| Bist İşlem Kodu | İsim | Bist İşlem Kodu | İsim |
|---|---|---|---|
| **AKCNS** | Akçansa Çimento | **KOZAL** | Koza Altın |
| **AKSA** | Aksa Akrilik Kimya Sanayi | **OTKAR** | Otokar Otomotiv ve Savunma Sanayi |
| **ARCLK** | Arçelik | **PNSUT** | Pınar Süt Mamülleri |
| **AYGAZ** | Aygaz | **SARKY** | Sarkuysan Elektrolitik Bakır Sanayi |
| **CIMSA** | Çimsa Çimento | **TKFEN** | Tekfen Holding |
| **ECILC** | Eczacı İlaç | **TOASO** | Tofaş Türk Otomobil Fabrikası |
| **EREGL** | Ereğli Demir Çelik | **TSKB** | Türkiye Sınayi Kalkınma Bankası |
| **FROTO** | Ford Otomotiv Sanayi | **TTKOM** | Türk Telekominikosyon |
| **HALKB** | Halk Bank | **TTRAK** | Türk Traktör ve Ziraat Makineleri |
| **ISCTR** | İş Bankası ( c ) | **TUPRS** | Tüpraş-Türkiye Petrol Rafineleri |
| **ISGYO** | İş Bankası Gayri Menkul Yatırım Ortaklığı | **ULKER** | Ülker Bisküvi Sanayi |
| **KONYA** | Konya Çimento | | |

## 3.4 DEĞİŞKENLERİN TANIMLANMASI

Bu çalışmada BİST' de işlem gören, çalışmamıza dahil olan hisse senetlerinin ortalama yılık fiyatları (ORTFIYAT) hesaplanıp, bağımlı değişken olarak kullanılmıştır.

Performans, amaçların gerçekleştirilmesi için gösterilen planlı tüm çabaların ve sonuçlarının nitel ya da nicel olarak değerlendirilmesidir.[169] İşletme performansı; işletme yapısı, finansal yapı ve sermaye yapısıyla ilgili geniş bir boyut içindeki sorulara yanıt veren analiz, ölçüm, değerlendirme ve yorumlarla amacına ulaşan nitel ve nicel bir araçtır. Performans ölçümü bir işletme için olmazsa olmazı ifade eder. Çünkü bir işletmede nelerin nerelere kadar geliştirilebileceği, karlılık düzeyindeki artış ve düşüşleri, maliyet düşürme çabalarındaki olumlu gelişmelerin durumu performans ölçüm ve değerlendirmeleriyle anlaşılabilir.[170] Temettü dağıtım

[169] Oya Erdil ve Adnan Kalkan. "KOBİ'lere Sağlanan Desteklerin KOBİ'lerin Performanslarına Etkisi", **İstanbul Ticaret Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi**, Yıl:4, Sayı:7, 2005, s.105.
[170] Kabakçı, Yurdagül. "Sermaye Yapısı ile İşletme Performansı Arasındaki İlişki: Gıda Sektöründe Bir Uygulama", **Ege Akademik Bakış Dergisi**, Cilt: 8, Sayı:1, 2008, s.168.

kararlarının bu performans ölçüm ve değerlendirmelerini nasıl etkilediği çalışmanın amacını oluşturmaktadır.

Çalışmada bağımsız değişkenler olarak, Hisse Başına Kazanç (HISSEKZNC), Öz Sermaye Karlılığı (OZSRMYE), Temettü Verimi (TEMETTU), Kar Dağıtım Oranı (KARPAYI) rasyoları ile Vergi Öncesi Kar (VÖK) tutarları alınmıştır.

Net karın ödenmiş sermayeye bölünmesi (Ner Kar/ Ödenmiş Sermaye) şeklinde bulunan hisse başına kazanç, bir şirketin piyasa değerini belirleyen en önemli etmenlerden biridir. Bir yatırımcı bu oran sayesinde sahip olduğu hisse başına, şirketin karından ne kadarlık pay düştüğünü hesaplayabilir ve ona göre BİST işlem pozisyonunu alabilir. Çalışmamızda tüm hisse senetlerinin hisse başına kazançları, yıl bazında 12 aylık bilanço değerlerine göre hesaplanmıştır.

Öz sermaye karlılığı, öz kaynaklar üzerinden kazanılan karı göstermektedir. Diğer bir ifadeyle öz kaynakların verimli kullanılıp kullanılmadığını ifade eder ve ortakların koydukları sermayenin bir birimine isabet eden kar oranını göstermektedir. Öz sermaye karlılığı, dönem net karının öz kaynaklara bölünmesi (Net Kar/ Toplam Öz kaynaklar) ile elde edilmiştir.[171]

Temettü verimi, temettü hisselerine yatırım yapan yatırımcılar için en önemli göstergelerden biridir. Basit anlamda temettü verimi yatırımcının bir hisse için ödediği fiyatın ne kadarının kendisine geri döneceğini gösterir. Temettü verimi bulunurken (Hisse Başına Dağıtılan Brüt Temettü/ Hisse Fiyatı) formülü uygulanır. Hisse başına dağıtılan brüt temettü ise (Dağıtılan Temettü Tutarı/Ödenmiş Sermaye) formülü ile hesaplanır. Her yatırımcının temettü verimi farklıdır. Aracı kurumlar hisselerin temettü verimliliğini kıyaslarken genellikle hissenin yılbaşı fiyatını ya da senelik ağırlıklı ortalama fiyatını kullanır. Çalışmada kullanılan değerler senelik ortalama fiyat üzerinden hesaplanmıştır. Küçük yatırımcı için ise önemli olan hisse başına birim maliyettir. Bu yatırımcının kendi temettü verimini yansıtır. Örneğin bir X hissesi Haziran ayında hiçbir beklenti yokken 2 TRY'den alınmış olsun. Hisse iyi karlar açıklamış ve ocak ayının ilk iş günü 3 TRY'den işlem görmüştür. Mart ayında hisse başına 0,5 TRY temettü dağıtılacağı açıklanmıştır. Bu durumda temettü verimi 0,5 / 2 = %25 olur. Yılbaşında yani Ocak ayının ilk iş günü hisseyi alan birinin

[171] Ali Bayraktaroğlu. "Mülkiyet Yapısı ve Finansal Performans: İMKB Örneği", **Ekonomi Bilimleri Dergisi**, Cilt:2, Sayı:2, 2010, s.14.

verimi ise 0,5 / 3 = %16 olur. Temettü verimi ne kadar yüksek olursa yatırımcının kazancı o kadar yüksek olur.[172] Bu sebeple temettü yatırımı stratejisinde en önemli göstergelerden biri temettü verimidir. Bu nedenle, hisse senetlerinin fiyatlarında oynaklık yaratacağı düşüncesi ile temettü verimi rasyosu çalışmaya dahil edilmiştir.

Diğer bir bağımsız değişken ise, kar dağıtım oranıdır. Bu rasyo elde edilen net karın yüzde kaçının nakit temettü olarak dağıtıldığını gösterir. Temettü Ödeme Tutarı/ Net Kar formülü ile hesaplanır.

Karlılık şirketlerin en önemli finansal değerlendirme kriteri iken, Vergi öncesi kar (VÖK) da bunu ölçen değerlerin en önemlilerindendir. Yıllık kardan herhangi bir vergi indirimi yapılmadan hesaplanan tutardır.

Kullanılan bağımsız değişkenler (VÖK hariç), oran olarak ifade edildiklerinden, panel veri analiz yönteminde logaritmaları alınarak analize dahil edilmişlerdir.

Modele dahil edilen bağımlı ve bağımsız değişkenler yapılan literatür taraması sonucunda yukarıdaki şekilde belirlenmiştir. Araştırmada kullanılan değişkenler sermaye yapısı ile ilgili literatür çalışmalarından derlenmiştir. Araştırmada kullanılan bağımlı ve bağımsız değişkenler ile ilgili bilgiler Tablo 6'te gösterilmiştir.

**Tablo 6**: Hipotezlerin Test Edilmesinde Kullanılan Değişkenlere Ait Bilgiler

| **DEĞİŞKENLER** | **DEĞİŞKEN TANIMI** | **SEMBOL** |
|---|---|---|
| **BAĞIMLI DEĞİŞKEN** | | |
| Hisse Senedi Ortalama Fiyatı | Yıllık Ortalama Fiyat | ORTFIYAT |
| **BAĞIMSIZ DEĞİŞKENLER** | | |
| Hisse Başına Kazanç | Net Kar/ Ödenmiş Sermaye | HISSEKZNC |
| Öz Sermaye Karlılığı | Net Kar/ Öz Sermaye | OZSRMYE |
| Temettü Verimi | Hisse Baş. Dağ. Brüt Tem./ Hisse Fiyatı | TEMETTU |
| Vergi Öncesi Kar | | VÖK |
| Kar Dağıtım oranı | Dağıtılan Kar/ Net Kar | KARPAYI |

[172] Güney Yıldızı, **Temettü Verimi**, http://www.guneyyildizi.com/temettu-verim-orani-nedir, 19.06.2014

**Tablo 7**: Değişkenlere Ait Tanımlayıcı İstatistikler

| | ORTFIYAT | HISSEKZNC | OZSRMYE | TEMETTU | VÖK | KARPAYI |
|---|---|---|---|---|---|---|
| Ortalama | 16,0763077 | 1,364886674 | 0,16949957 | 0,05257487 | 235.698.980 | 0,62583795 |
| Medyan | 6,89 | 0,719093556 | 0,14445041 | 0,04472828 | 121.728.000 | 0,46029437 |
| Std. Sapma | 39,8737582 | 1,897462817 | 0,11061584 | 0,04171224 | 305350585,9 | 1,23639302 |
| Maksimum | 325,5 | 12,64950158 | 0,59878934 | 0,21679688 | 1.612.320.000 | 15,6966664 |
| Minimum | 0,99 | -0,173678378 | -0,03343102 | 0 | -223.475.119 | -2,1517717 |
| Basıklık | 44,0908076 | 10,21763876 | 1,41044445 | 1,8865964 | 4,880549303 | 114,849721 |
| Çarpıklık | 6,38723235 | 2,945505789 | 1,03765582 | 1,26490498 | 2,087026351 | 9,49654054 |
| Gözlem sayısı | 195 | 195 | 195 | 195 | 195 | 195 |

**Tablo 8**: Değişkenlere Ait Korelasyon Matrisi

| | ORTFIYAT | HISSEKZNC | OZSERMAYE | TEMETTU | VÖK | KARPAYI |
|---|---|---|---|---|---|---|
| ORTFIYAT | 1.000.000 | 0.486677 | 0.052222 | -0.100969 | -0.010810 | 0.107850 |
| HISSEKZNC | 0.486677 | 1.000.000 | 0.708454 | -0.050683 | 0.287056 | -0.043035 |
| OZSERMAYE | 0.052222 | 0.708454 | 1.000.000 | -0.050299 | 0.246091 | -0.090747 |
| TEMETTU | -0.100969 | -0.050683 | -0.050299 | 1.000.000 | 0.055987 | 0.640540 |
| VOK | -0.010810 | 0.287056 | 0.246091 | 0.055987 | 1.000.000 | -0.006216 |
| KARPAYI | 0.107850 | -0.043035 | -0.090747 | 0.640540 | -0.006216 | 1.000.000 |

Yukarıdaki Tablo 7 incelendiğinde; bağımlı değişken olarak kullanılan ORTFIYAT, 16,07 olarak gerçekleşmiştir. Kar Payı Dağıtım Oranı (KARPAYI) ise ortalaması 0,625 görülmektedir. Yani karlarının yarısından fazlasını kar payı olarak dağıtmaktadırlar. Tüm değişkenler incelendiğinde, basıklık ve çarpıklık değerleri normal dağılımın çarpıklık derecesi 0 değerinden ve basıklık derecesinin 3'den çok yüksek değerler aldığı görülmektedir. Sadece Öz Sermaye Karlılığının ve Temettü veriminin basıklık değerleri beklenen değerinin altındadır. Normal dağılımın eğiklik değeri 0 ve basıklık değeri 3'tür. Normal dağılımdan ayrılmayı ölçmek için kullanılan Jarque-Bera testi, basıklık ve çarpıklık ölçütlerinin dönüşümlerinden elde edilmiş olup, değerler incelendiğinde olasılık değeri 0.0000<0,05 olduğu için verilerin normal dağıldığı varsayımı red edilir. Tablo 8'de ise bağımlı değişkenlerle bağımsız değişkenler arasındaki ilişkinin derecesini yönünü gösteren korelasyon matrisi incelenmiştir. Çıkan sonuçlara bakıldığı zaman bağımlı değişken ile TEMETTU ve VÖK bağımsız değişkenleri arasında ters yönlü bir ilişki vardır.

Bir zaman serisinin istatiksel analizi yapılmadan önce, o seriyi yaratan sürecin zaman içerisinde sabit olup olmadığının incelenmesi gerekmektedir. Panel veri analizinde değişkenler arasında sahte ilişkilerin ortaya çıkmaması ve sonuçların sağlıklı olması için değişkenlerin durağan olması gerekir. Durağan olmayan serilerin analizinde çok yüksek t istatistik değerleri, yüksek determinasyon katsayısı ($R^2$) ve düşük Durbin-Watson değerleri gibi sapmalı sonuçlar verebilmektedir.[173] Başka bir deyişle, zaman serisi verilerinin sabit bir ortalama etrafında dalgalandığı ve dalgalanmanın varyansının özellikle zaman boyunca sabit kaldığı şeklinde tanımlanır. Zaman serisinin durağan olmaması serinin belli bir ortalama (veya sıfır ortalama) etrafında dağılım göstermediği ve sabit bir varyansa sahip olmadığı anlamına gelmektedir.[174] Analiz edilen verilerin durağan olmaması incelenen değişkenler arasında sahte ilişkiler ortaya çıkmasına neden olmakta ve sonuçların güvenilir olmamasına neden olmamaktadır.[175]

Panel veri birim kök testi yapan çalışmalar arasında en yaygın olarak kullanılan testler LLCt ve IPSw testleridir. Modelde kullanılan bağımlı ve bağımsız değişkenler, panel regresyon analizinde kullanılan Im, Pesaran ve Shin W-Stat ve Levin, Lin & Chu t* birim kök test sınamasına tabi tutularak durağan olup olmadıkları araştırılmıştır.

**Tablo 9**: Değişkenlere Ait Birim Kök Testleri

| Yöntem | Levin,Lin&Chu testi | | lm Pesaran and Shin W-stat | |
|---|---|---|---|---|
| Değişkenler | Statistic | Prob. | Statistic | Prob. |
| ORTFIYAT | 6.56907 | 0.0000 | 4.87542 | 0.0000 |
| HISSEKZNC | 4.68615 | 0.0000 | 6.18432 | 0.0000 |
| OZSRMYE | 7.87753 | 0.0000 | 3.43173 | 0.0003 |
| TEMETTU | 11.8713 | 0.0000 | 4.58795 | 0.0000 |
| VÖK | 5.53361 | 0.0000 | 5.37543 | 0.0000 |
| KARPAYI | 7.45966 | 0.0000 | 4.94743 | 0.0000 |

[173] Ferda Yerdelen Tatoğlu, **İleri Panel Veri Analizi Stata Uygulamalı**, Beta Basım, İstanbul, 2012, s. 199.
[174] Mustafa Sevüktekin ve Mehmet Nargeleçekenler, **Ekonometrik Zaman Serileri Analizi**, 3. Baskı, Nobel Yayın Dağıtım, Ankara, 2010, s. 231.
[175] Aziz Kutlar, **Ekonometriye Giriş**, Nobel Yayın Dağıtım, Ankara, 2007, s. 284.

Birim kök test sınamasında hipotezler aşağıdaki gibi kurulmuştur:

$H_0$= Seride birim kök vardır.

$H_1$= Seride birim kök yoktur.

Analizin sonuçları incelendiğinde testlerin serilerde birim kök olmadığına dair sonuçlar verdiği görülmektedir. Tüm değişkenler için hesaplanan p değerleri 0.05 kritik değerinden daha küçük olduğundan, serilerin birim kök içerdiğini ifade eden $H_0$ hipotezleri ret edilmiştir. Diğer bir ifadeyle; LLCt ve IPSw testi sonuçlarına göre seriler durağandır. Sonuç olarak yapılan birim kök testleriyle kar dağıtım kararları ile hisse senedi fiyatı arasındaki ilişkiyi modellemede kullanılan değişkenlere ait serilerin durağan olduğu ve bu değişkenlerin modelleme ve tahminleme için uygun bir yapıda oldukları kabul edilmiştir.

## 3.5. MODEL VE HİPOTEZ

Araştırmanın temel hipotezi aşağıdaki gibidir.

$H_1$ = Kar dağıtım kararları hisse senedi fiyatını etkilemektedir.

Panel veri analizinde bağımlı değişken olarak ortalama fiyat (ORTFIYAT) alınmıştır. Fiyata etki eden değişkenlere ilişkin model aşağıdaki gibi kurulmuştur.

$$ORTFIYAT_{i,t} = c + \beta_1(HISSEKZNC)_{i,t} + \beta_2(OZSRMYE)_{i,t} + \beta_3(TEMETTU)_{i,t} + \beta_4(VÖK)_{i,t} + \beta_5(KARPAYI)_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

ORTFIYAT: Yıllık hisse senetlerinin ortalama fiyatını,

HISSEKZNC: Net karın ödenmiş sermayeye oranını,

OZSRMYE: Net karın öz sermayeye oranını,

TEMETTU: Hisse başına dağıtılan brüt temettünün hisse fiyatına oranını,

VÖK: Vergiden önceki kar,

KARPAYI: Ödenen temettü miktarının net kara oranını,

ε: Hata terimini,

i: Yatay kesit üyeliğini,

t: Zaman serisi üyeliğini ifade etmektedir.

- **Temel Hipotez 1:**

Kar dağıtım kararları, hisse senedi fiyatlarını (ORTFIYAT) etkilemektedir.

- **Destekleyici Hipotezler:**

a) Hisse başına kazanç oranı hisse senedi fiyatını etkilemektedir.
b) Öz sermayenin karlılığı oranı hisse senedi fiyatını etkilemektedir.
c) Temettü verimi oranı hisse senedi fiyatını etkilemektedir.
d) Vergi öncesi net kar tutarı hisse senedi fiyatını etkilemektedir.
e) Kar payı dağıtım oranı hisse senedi fiyatını etkilemektedir.

Panel veri analizinde, N tane birim ve her birime karşılık gelen T adet gözlemden oluşmaktadır.[176] Başka bir ifadeyle panel veri analizi, zaman boyutuna sahip ve yatay kesit serileri kullanarak değişkenler arasındaki ilişkilerin tahmin edilmesinde kullanılan bir yöntemdir. İki boyutun bir arada kullanılması daha fazla bilgi ve serbestlik derecesi artışı sağlar.[177] Panel veri analizinde kullanılacak olan modelin seçiminde aşağıdaki söz konusu testler yapılmıştır.

Havuz modeli ile rastsal etkiler modeli arasında seçim yapılabilmesini sağlayan Breusch-Pagan testi, kurulmuş olan denklemlerin hangi model çerçevesinde tahmin edilebileceğini belirlemek için yapılmıştır. Bu test ile birim etkilerin varyansının sıfır olması durumunda rastsal etkiler modelinin havuz modeline dönüşeceği sıfır hipotezi sınanmaktadır. Dolayısıyla hipotezler aşağıda gösterilmiştir.[178]

$H_0$ = Havuz Modeli; $\sigma_\alpha^2 = 0$

$H_1$ = Rastsal Etkiler Modeli; $\sigma_\alpha^2 > 0$

**Tablo 10**: Breusch-Pagan Testi Sonuçları

| Model | Bağımlı Değişken | Ki-Kare İstatistiği | Prob>chi2 |
|---|---|---|---|
| Model 1 | ORTFIYAT | 75,70 | 0.0000 |

Yukarıdaki Tablo 10 incelendiğinde, 0.05 hata payı ile sıfır hipotezi ret edilir. Yani Breusch-Pagan testi ile veri setinin havuzlanamayacağını gösterir.

[176] C. Hsioa, **Analysis of Panel Data**, 2. Baskı, Cambridge University Press, Cambridge, 2006, s. 7.
[177] William H. Greene, **Econometric Analysis**, 5. Baskı, Prentice Hall, New Jersey, 2003, s. 283.
[178] Turhan Korkmaz, Hasan Uygurtürk, Rasim İlker Gökbulut Gülay Güğerçin. "İMKB 'de İşlem Gören Çimento Şirketlerinin Varlık Performansına Etki Eden Finansal Faktörlerin Belirlenmesi Üzerine Bir Araştırma", **Marmara Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi**, Cilt:26, Sayı:2, 2008, ss. 582-583.

Breusch-Pagan testinin yanı sıra F testi, klasik modelin geçerliliğini test etmek için kullanılmaktadır. Bu test genel anlamda, verinin birimlere göre farklılık gösterip göstermediğini test etmektedir ve veri birimlere göre farklılık göstermiyorsa klasik model uygun olmaktadır. Klasik model için Havuzlanmış En Küçük Kareler Yöntemi ile çözüm yapılmaktadır.[179] Dolayısıyla sabit etkiler modeli ile havuz modeli arasında tercih yapılabilmesi için F (Chow) testi uygulanmıştır. F (Chow) testi sonuçları aşağıdaki Tablo 11' de verilmiştir.

**Tablo 11**: F (Chow) Testi Sonuçları

| Model | Bağımlı Değişken | F-Test | Prob>chi2 |
|---|---|---|---|
| Model 1 | ORTFIYAT | 4,67 | 0.0005 |

F test sonuçları incelendiğinde, Probability>F test istatistiği 0.05'den küçük olduğu için modellerde havuz modelinin uygulanamayacağı sonucuna varılmıştır ve $H_0$ (sıfır hipotezi) red edilmiştir.

Hausman testi, zaman serisinin sabit etkili veya rastsal etkili model mi olduğuna karar verebilmek için yapılır. Başka bir ifadeyle; sabit etkiler modeli ve tesadüfi etkiler modeli arasında seçim için k serbestlik dereceli ki-kare dağılımına Hausman testi yapılmaktadır. Bu test birim etkisi dolayısıyla hata terimi ile açıklayıcı değişkenler arasında bir ilişki var olup olmadığını ölçer ve eğer yok ise rastsal etkiler modeli geçerli olur.[180] Hipotezlerden sıfır hipotezi kabul edilirse; açıklayıcı değişkenler ile hata terimleri arasında ilişkinin olmadığı ifade eder. Bu durumda rastsal etkiler modeli kullanılır. Sıfır hipotezi red edilirse, sabit etkiler modeli uygulanır. Test istatistiğinin sonucunda elde edilen p olasılık değeri 0.05'in altında ise sabit etkiler modeli uygulanacağını gösterir.

[179]Ferda Tatoğlu Yerdelen, **İleri Panel Veri Analizi Stata Uygulamalı**, Beta Basım, İstanbul, 2012, s. 46.
[180] B. H. Baltagi, **Econometric Analysis of Panel Data**, 3. Baskı, John Wiley&Sons Inc, England, 2005, s. 20.

**Tablo 12**: Hausman Test İstatistikleri Sonuçları

| Bağımsız Değişkenler | Sabit Etkiler (fe) | Tesadüfi Etkiler (re) | Fark | Ki-kare İstatistiği | P-Değeri |
|---|---|---|---|---|---|
| HISSEKZNC | -1,566301 | 15,58149 | -17,19 | 3,039057 | 0,0000 |
| OZSRMYE | 9,833315 | -62,10235 | 71,93 | 35,38882 | 0,0000 |
| TEMETTU | -71,484210 | -40,79521 | -30,68 | 38,26771 | 0,0000 |
| VÖK | 6,589899 | -1,06528 | 1,720 | 1,09208 | 0,0000 |
| KARPAYI | 3,253997 | 2,912301 | 0,281 | 0,2967108 | 0,0000 |

Hausman testi hipotezleri aşağıdaki şekilde kurulmuştur:

$H_0$ = Rastsal Etkiler mevcuttur.

$H_1$ = Rastsal Etkiler yoktur.

Hausman test istatistikleri sonucunda 0.05 altındaki bir olasılık değeri rastsal etkiler modelinin uygun olmayacağını, sabit etkiler modelinin kullanılması gerektiğini göstermektedir. Tablo 12 Hausman test istatistiklerinin sonuçları incelendiğinde; tüm modeller P=0.0000<0,05 olduğundan $H_0$ hipotezi red edilmektedir. Yani 0,05 değerinin altındaki bir olasılık değeri rastsal etkiler modelinin söz konusu analiz için uygun olmadığı ve sabit etkiler modelinin uygulanmasının gerektiğini göstermektedir. Dolayısıyla modellerin tahminlenmesi için sabit etkiler yönteminin uygulanması gerekmektedir.

Otokorelasyon, regresyon analizlerinde farklı gözlemler için aynı hatalar arasında korelasyon ilişkisi olmaması durumudur. Modellerdeki hata terimleri bir birileri ile ilişkili ise bu durum otokorelasyon olarak adlandırılır.[181] Veri setinde otokorelasyonun var olup olmadığını Bhargava, Frannzini ve Narendranathan, In Durbin Watson ve Baltagi-wu'nu yerel en iyi değişmez testleri ile incelenmiştir. Otokorelasyon test istatistiğine ait hipotezler aşağıdaki şekilde gösterilmiştir:

$H_0$ = Hata terimleri arasında otokorelasyon yoktur.

$H_1$ = Hata terimleri arasında otokorelasyon vardır.

[181] Selahattin Güriş, Ebru Çağlayan ve Burak Güriş, **Eviews ile Temel Ekonometri**, Der Yayınları, İstanbul, 2011, s.200.

**Tablo 13**: Otokorelasyon Test İstatistikleri Sonuçları

| | **Durbin Watson** | **Baltagi-wu** | **F- Değeri** | **Olasılık** |
|---|---|---|---|---|
| Model 1 | 0,456895 | 0,773751 | 3,74 | 0,0000 |

Test istatistiği sonuçlarına göre; $H_0$ hipotezi yani "hata terimleri arasında otokorelasyon yoktur" ifade eden boş hipotez reddedilmiştir. Dolayısıyla kurulan modellerde regresyon denklemlerinde hata terimleri arasında otokorelasyon olduğu saptanmıştır. P=0.0000<0,05 olasılık değerinin bu şekilde olması ve Durbin Watson ve Baltagi-wu testlerinin sonuçlarının 2 den küçük olması otokorelasyonun varlığını ifade etmektedir.

Panel regresyon analizinin testlerinden biri olan yatay kesit birimlerine ait hata terimlerinin değişken varyanslılık gösterip göstermediğini değiştirilmiş Wald testi ile araştırılmıştır. Çalışmada değişen varyans sorununu test etmek için değiştirilmiş (modifiye edilmiş) Wald testi uygulanmıştır. Wald testi için kurulmuş hipotezler aşağıdaki gibidir:

$H_0$ = Değişen varyans yoktur.

$H_1$ = Değişen varyans vardır.

**Tablo 14**: Değiştirilmiş Wald Testi Sonuçları

| **Model** | **Bağımlı Değişken** | **Ki-Kare (Chi2)** | **Prob>Chi2** |
|---|---|---|---|
| Model 1 | ORTFIYAT | 2,86805 | 0,0000 |

Wald testi istatistikleri sonuçları incelendiğinde, belirlenen hata payı 0.05, ki-kare istatistiğine ait olasılık değerinden 0.0000'dan büyük olduğundan $H_0$ hipotezi ret edilmektedir. Dolayısıyla varyansın birimlere göre değiştiği ve dolayısıyla birimlere göre heteroskedastisite olduğu sonucuna varılmaktadır. Yani, model denklemlerinin her birinde, yatay kesit birimlerine ait hata terimleri değişken varyanslılık göstermektedir.

## 3.6. SABİT ETKİLER VE PANEL REGRESYON ANALİZİ SONUÇLARI

**Tablo 15**: ORTFIYAT Sabit Etkiler Modeli

| | | | | |
|---|---|---|---|---|
| Sabit Etkiler (within) Regresyon | | | | |
| Gözlem Sayısı: 195 | | | | |
| Grup Sayısı: 23 | | | | |
| Dönem: 2005-2013 | | | | |
| R-Kare ($R^2$) Within= 0.6287 | | | | |
| Prob>F= 0.0323 | | | | |
| Düzeltilmiş Standart Hata (Robust) | | | | |
| Bağımlı Değişken: ORTFIYAT | | | | |
| | | | | |
| Değişkenler | Katsayı | Standart Hata | t- istatistiği | Olasılık |
| HISSEKZNC | 18,35055 | 7,096129 | 2,59 | 0,017** |
| OZSRMYE | -14,16138 | 7,134535 | -1,98 | 0,06*** |
| TEMETTU | -5,652783 | 5,065009 | -1,12 | 0,276 |
| VÖK | -0,246328 | 0,818947 | -0,3 | 0,766 |
| KARPAYI | 12,14414 | 10,23285 | 1,19 | 0,248 |
| C | -8,826578 | 22,79427 | -0,39 | 0,702 |

*%1 önem düzeyinde anlamlı, **%5 önem düzeyinde anlamlı, ***%10 önem düzeyinde anlamlı

Ortalama fiyat bağımlı değişkeni ile 5 bağımsız değişkenin 2005-2013 yıllarına ait sabit etkiler regresyon sonuçları yukarıdaki tabloda görülmektedir. Stata programında hem otokorelasyon hem de heteroskedastisite sorunu düzeltmek ve dirençli tahmincilerle bu sorunu ortadan kaldırmak için Huber, Eicker ve White tahmincisi kullanılmıştır. Tutarlı (cluster robust) standart hatalar yöntemi ile tahmin yapıldığında üç farklı $R^2$ (R-sq) değerleri elde edilmiştir: (Within, between ve overall olmak üzere) Fakat within $R^2$ değeri sabit etkiler modeli ile tahmin edildiğinden tahmin sonuçlarının açıklama gücünü daha doğru gösterildiği için bu değer kullanılmıştır.

ORTFIYAT bağımlı değişkenindeki varyansın bağımsız değişkenler tarafından açıklama oranını gösteren $R^2$ değeri 0.6287 olarak saptanmıştır. Yani bu modele alınan bağımsız değişkenlerin, ORTFIYAT'da ki değişmenin yaklaşık % 63'ini açıkladığını göstermektedir. $R^2$ uygunluk ölçüsüdür. $0 \leq R^2 \leq 1$ 'dir ve bu değerin 1'e yaklaşması modelin bağımlı değişkendeki değişmeleri açıklama oranını artırdığını gösterir.

F testi sonuçlarına bakıldığında ise F testi 0.0323 ve F değerinin ise 3.01 olduğu görülmektedir ve modelin anlamlı olduğunu ifade etmektedir. Modeldeki değişkenlerin teker teker anlamlı olup olmadıklarını t testi gösterirken, F testi ve $R^2$ ise tüm denklemin anlamlı olup olmadığını göstermektedir. Başka bir ifadeyle yukarıdaki modelin sonuçları incelendiğinde söz konusu denklemin istatistiki önem testleri olumlu olarak hesaplanmıştır.

Tablo 15'te görüldüğü üzere, HISSEKZNC katsayısındaki bir birimlik artış ortalama fiyatta 18,35'lik bir değişime neden olmaktadır. Bununla birlikte öz sermaye karlılığı (ÖZSRMYE) değişkeninin katsayısındaki 1 birimlik değişimin ise ortalama fiyatta -14,16'lık değişime neden olduğu belirlenmiştir. Fakat diğer değişkenler istatistiki olarak anlamlı sonuçlar vermemiştir.

## SONUÇ

Gelişen ekonomik koşullar şirketleri firma değerini maksimize eden kararlar almaya zorlamaktadır. Bu kararlar yatırım, sermaye yapısı ve temettü kararları olarak ifade edilebilir. Günümüz finansman anlayışında fonların tedarikinden ziyade fonların kullanımının ağırlık kazanması, kar dağıtım kararlarının önemini arttırmaktadır.

Kar payı dağıtım politikası, finansal yönetimin önemli karar alanlarından biri olarak, işletmeler açısından büyük önem taşımaktadır. Bunun nedeni, işletme faaliyetleri sonucu sağlanan karın, vergi olarak devlete ödenmesi, ortaklara kar payı şeklinde dağıtılması ve yedekler şeklinde işletme bünyesinde bırakılmasıdır. Firmalar optimal sermaye yapısını belirledikten sonra, öz kaynaklarının ne kadarının sermaye artışı yoluyla, ne kadarının karın dağıtılmayarak firma bünyesinde bırakılmasıyla (oto finansman) sağlanacağı konusunda karara varmalıdırlar. Dağıtılmayan karlar firma açısından önemli bir finansman kaynağıdır.

Temel amacı işletmenin piyasa değerini en yükseğe çıkarmak olan yöneticiler için kar payı dağıtım politikası stratejik bir araç niteliğindedir. Bu kapsamda, dağıtılacak kar payının nakit veya hisse senedi şeklinde olması, istikrarlı veya değişken bir özelliğe sahip olması, hisse senedi geri alımları şeklinde ödenip ödenmemesi gibi konular bu politikanın temel noktalarını yansıtmaktadır.

Kar payı dağıtım politikasının stratejik özelliği, birçok unsurdan etkilenmesi ile de açıklanmaktadır. Bu unsurlar, dönem karından ayrılacak kar payı tutarını belirleyerek işletmenin hisse senetlerinin piyasa değerini önemli ölçüde etkilemektedir. Yapılan araştırmalarda, mevcut karların istikrarı, mevcut ve gelecek dönemdeki karların seviyesi, yasal düzenlemeler, şirketin büyüme hızı, borç yapısı, büyüklüğü, karlılığı, vergi oranları, enflasyon, işletmenin likidite durumu ve yeni yatırımlar kar payı dağıtım kararlarını etkileyen unsurlar olarak ön plana çıkmıştır.

Ülkemizde, şirketlerin halka açık olup olmaması, sektörlerin özellikleri ve ekonomik koşullar kar payı dağıtım politikasını etkileyen unsurlar olarak görülmektedir. Halka açık şirketlerde, kar dağıtımı aşamasında, Türk Ticaret Kanunu ve Vergi Kanunlarına ilave olarak Sermaye Piyasası Kanunu'na tabi olması dağıtılacak kar paylarının değişmesine sebep olmaktadır. Halka açık şirketlerin

finansman imkanlarının diğer anonim şirketlere göre fazla olması ve hisse senetlerinin alınıp satılmasına bağlı olarak kar payı dağıtımı halka açık şirketlerde diğer anonim şirketlere göre daha fazladır.

Vergi kanunları tarafından bakıldığında, kurumlar vergisi ve gelir vergisi kanunları kar payı dağıtımını belirleyici rol oynamaktadır. Kurumlar vergisinin yüksek olması şirket bünyesinde daha az fonun birikmesine neden olur. Tam tersi durumda da şirket bünyesinde daha fazla fon birikmesine sebep olur. Bu da otomatik olarak dağıtılacak kar payının miktarını etkilemektedir.

Türk Ticaret Kanunu açısından da, halka açık şirketlerin birinci kar payı oranı ile aile tipi anonim şirketlerin birinci kar payı oranı farklı olduğu söylenebilir. Çünkü halka açık şirketlerde sermaye piyasası tarafından oluşturulan denetim mekanizması çerçevesinde ortaklarına daha fazla kar payı dağıtma durumu söz konusudur.

Genel olarak, kar payı dağıtımı yapan şirketlerin kurumsallaşmayı tamamlamış şirketler olduğu vurgulanmaktadır. Bu çerçevede, kar dağıtım politikaları kurumsallaşma ve Sermaye Piyasası Kurulu'nun düzenlemeleri çerçevesinde önem kazanmaya başlamıştır. Bu kapsamda, kar payı beklentisi ile hisse senedi alınırken, kar payı politikalarının da analiz edilmesi, yatırımcıların getirisini olumlu etkileyebileceği ifade edilebilir.

Kar payı dağıtım politikasının firma değerine etkileri konusunda birçok teorik yaklaşım bulunmasına karşın, kar payı politikası finans teorisi açısından çözülemeyen bir bilmece olarak tanımlanmaktadır.

Kar dağıtım politikasının firma değerine etkisi konusundaki görüşler iki ana grupta toplanabilir. Metron Miller ve Franco Modigliani'nin öncülük ettiği görüşe göre, temettü karlarının firma değerini etkilemesi söz konusu olamaz. Miller-Modigliani ekolüne göre, yatırımcılar kar payı ve sermaye kazancı şeklindeki kazançlar karşısında aslında kayıtsızdırlar. Bir işletmenin kar payı ödemelerini artırması ve azaltması hisse senedi fiyatlarında aynı yönde artma veya azaltmaya sebep olabilir. Ancak bu durum yatırımcıların kar payı tercihlerini yansıtmaz. Miller-Modigliani'ye göre, kar paylarındaki değişmenin hisse senedi fiyatı üzerindeki etkisi, işletmenin gelecekte beklenen kazancı hakkında kar paylarının bilgi kaynağı olmasından doğmaktadır. İşletmenin kar paylarındaki artış gelecekteki kazançların seviyesinde artış olacağı beklentisi ile yatırımcıların hisseye olan taleplerinin artması

hisse senedi fiyatlarının artışına yol açmaktadır. Ancak, hisse senedi fiyatlarını belirleyen temel unsur işletmenin kazanç gücüdür.

Kar dağıtım karlarının firma değerini etkilediğini ileri süren diğer görüşe göre ise, hissedarların zaman tercihleri ve risk faktörlerinin değişik olması nedenleri ile temettü (kar payı) ve değer artışı şeklinde elde ettikleri gelirler arasında kayıtsız kalamazlar. Myron Gordon ve John Lintner'in öncülük ettiği bu görüşe göre, diğer şartlar aynı kalmak kaydıyla, az kar payı ödeyen işletmelerin, çok kar payı ödeyen işletmelere nazaran kazançlarına daha yüksek bir iskonto oranı uygulamaları gerekmekte olup kar payları hisse senetlerinin değerini doğrudan etkilemektedir.

Kar dağıtım politikası belirlenirken, konunun sadece, firma karının ne kadarının dağıtılması gerektiği şeklinde ifade edilen kar dağıtım oranının saptanması olarak düşünülmesi yeterli olmamaktadır. Kar dağıtımının düzenliliği, isletmelerin izledikleri kar dağıtım politikaları, kar dağıtım şekilleri, vergi etkisi, hukuki sınırlamalar, likidite, enflasyon, karların istikrarı gibi diğer teknik faktörlerin de göz önüne alınması gerekir. Ayrıca kar dağıtım politikasının firma değerini maksimum kılacak biçimde ele alınması gerekir. Yönetim bu konu ile ilgili politikasını belirlerken, yatırım fırsatlarına, kazanç gücüne, büyüme hızına, sanayi kolunun yapısına ve rekabet gücü gibi kar dağıtım kararlarının etkileyen tüm faktörlere ağırlık vermeli ve hepsini birleştirerek hissedarların ve şirketin çıkarlarını maksimum düzeye çıkaracak optimal dağıtım oranını, şeklini, zamanını ve istikrarını ayarlaması gerekir.

Buna ilaveten, hisse senetlerinin farklı risk anlayışına sahip bireysel ve kurumsal yatırımcılarca alınıp satılması, kar payı politikasını hisse senedinin piyasa değerini etkileyen bir unsur olarak ön plana çıkarmaktadır. Bu kapsamda, farklı kar payı dağıtım politikaları uygulayan firmaların farklı türdeki yatırımcıları etkiledikleri görülmektedir. Dolayısıyla, yatırımcı beklentilerine uygun kar payı dağıtan firmaların hisse senedi fiyatlarının olumlu etkilendiği söylenebilir. Yapılan ampirik çalışmalarda işletmelerin kar payı dağıtım politikalarına uygun yatırımcı gruplarının oluştuğunu ve bunların işletmenin piyasa değerini belirlediği vurgulanmaktadır.

Yatırımcıların yatırım tercihlerini belirleyen en önemli unsur vergidir. Kar paylarıyla sermaye kazançlarının farklı oranda olması, yatırımcıların alıkonan karları ve hisse senedi geri alımlarını tercih etmesini sağlamaktadır.

Ülkemizdeki uygulamaya bakıldığında kar dağıtım politikasının halka açık şirketlerde daha fazla önem kazandığı görülmektedir. Halka kapalı şirketlerde ise, vergi nedeni ile kar payı dağıtmama tercih edilmektedir. Finansman kaynaklarının yeterli olmaması nedeniyle, şirketler temettü dağıtımı yoluyla hissedarlarına verdikleri fonları bedelli sermaye artırımı yaparak geri almaktadır. Bu şirketler, çoğunlukla temettü dağıtım dönemleriyle aynı zamanda sermaye artırımına gitmektedir. Şirketler, temettü dağıtarak yatırımcıya verdiklerinden daha fazlasını bedelli sermaye artırımı ile geri almaktadırlar. Ülkemizde enflasyonun yüksek düzeylerde olması şirketleri buna zorlamakta ve şirketler işletme sermayesi ihtiyaçlarını karşılamak için sermaye artışına gitmektedirler. Ayrıca, şirket karlarındaki artış, sermaye artışlarının gerisinde kaldığı için yatırımcıların pay başına elde etmiş oldukları temettü azalmaktadır. Türkiye'de firmaların kar dağıtımlarına bakıldığında bir istikrarın olmadığı görülmektedir.

İşletme yönetimi açısından kar payları, piyasalara firmanın durumu hakkında bilgi vermektedir. Bunun nedeni, sermaye piyasalarının mükemmelliğini bozan asimetrik bilginin olumsuz etkisinin kar payları aracılığı ile giderilmesidir. Bu kapsamda, işletme yöneticileri firmanın finansal durumu ile ilgili sahip olduğu bilgileri hisse senetlerine yansıtarak yatırımcılarına güven vermektedir. Dolayısıyla, isletmenin piyasa değeri olumlu etkilenmektedir. Firmalar, hisse senedi geri alımlarından da kar paylarının bilgi etkisi yaklaşımında yararlanmaktadır. Özellikle, hisse senetlerinin düşük değerlendiği durumlarda dolaşımdaki hisse senetleri toplanarak hisse senedinin fiyatının yükselmesi sağlanmaktadır.

Sermaye piyasalarının, Borsa İstanbul'un yetirince etkin olmaması, yatırımcıların kısa vadeli düşünerek spekülatif davranmaları, spekülatörlerin etkisinin fazla olması borsada ani fiyat düşüş ve yükselişlere yol açmakta ve yatırımcılar düşüş dönemlerinde büyük zararlara uğrayabilmektedir. Bu nedenle, temettü gelirinin toplam getiri içindeki payı yüksek getirinin elde edildiği dönemlerde düşük kalmakta, zarar edilen yıllarda ise zararın ancak küçük bir kısmı telafi edilebilmektedir. Hisse senedi fiyatı nominal değer yakın olan şirketlerde kar dağıtımının etkisi daha fazla hissedilmektedir.

Kar payı nominal değer üzerinden yüzdesel olarak ödendiği için toplam getiri içindeki payı çok düşük kalmakta, bu ise kar dağıtımının hisse senedi fiyatına etkisini

çok düşük düzeyde tutmaktadır. Yatırımcı hisse senedine ödediği tutarın çok düşük bir miktarını temettü olarak geri alacağından, yatırım yaparken hisse senedinin vereceği kar payından çok elde edeceği sermaye kazancını göz önüne alarak yatırım yapmaktadır. Bu nedenle, hisse senedi fiyatı nominal değere yakın olan şirketlerde kar dağıtımının etkisi daha fazla hissedilmektedir. Ayrıca, şirket karlarının yüksek oranlı sermaye artırımlarının gerisinde kalması kar dağıtımın etkisini iyice azaltmaktadır.

Araştırmada Borsa İstanbul Temettü 25 Endeksi'nde işlem gören 23 firmanın kar payı dağıtım kararlarının hisse senetlerinin değerine etkisi 2005-2013 dönemine ait verileriyle panel veri analizi yapılmıştır. 25 şirketten 2 tanesi yeni kurulmuş ve 2005 yılına kadar hem hisse fiyatı hem dağıtılan kar payı verisi sağlayamadığı için 23 şirket araştırmaya alınmıştır.

Çalışmada hisse senedi fiyatı bağımlı değişken olarak alınmıştır. Her şirketin yıllık bazda ortalama hisse fiyatı hesaplanmış ve kar dağıtım dönemlerine göre fiyat hareketlerinin değişimi incelenmeye çalışılmıştır. Hisse fiyatını etkileyecek olan bağımsız değişkenler ise hisse başına kazanç, öz sermayenin karlılığı, kar payı (temettü) verimi, vergi öncesi kar ve kar payı dağıtım oranı olarak hesaplamalara dahil edilmiştir.

Tablo 5'de Borsa İstanbul'da faaliyet gösteren finansal tablolarından yararlanılan işletmelerin BİST işlem gören kodlamalarıyla verilmiştir. Tablo 6'da ise analize dahil edilen değişkenlerin hesaplanışına ait bilgiler verilmiştir. Değişkenlerle ilgili Tablo 7'te ise, söz konusu değişkenlerin tanımlayıcı istatistikleri verilmiştir. Hata terimlerinin normal dağıldığı sıfır hipotezi Tablo 7'te verilen iki serbestlik dereceli ki-kare dağılımı olduğu Jarque ve Bera test istatistiğine göre, hata terimlerinin normal dağıldığını ifade eden sıfır hipotezi ret edilmiştir. Dolayısıyla çalışmada normal dağılmayan verilerle analiz yapılmıştır.

Değişkenlerin analize dahil edilebilmesi için verilerin durağan olması gerekmektedir. Analizin sapmalı sonuçlar vermemesi ve sahte ilişkilerin ortaya çıkmaması için birim kök testleri yapılmıştır. Dolayısıyla durağanlık analizi yapılmıştır ve sonuçlar Tablo 9'da verilmiştir. Analiz sonuçları incelendiğinde her bir değişkenin birim kök testleri seride birim kök vardır sıfır hipotezi red edilmiştir.

Çalışmada kullanılacak olan modelin seçimi için uygulama kısmında çeşitli testler yapılmıştır. Modelin havuz modeli mi yoksa rastsal etkiler modeli mi olduğuna karar verebilmek amacıyla Breusch-Pagan testi yapılmıştır. Tablo 10'da Breusch- pagan test sonuçları incelendiğinde 0.05 hata payı ile sıfır hipotezi red edilmiş ve veri setinin havuzlanamayacağı sonucuna varılmıştır. Modelin sabit etkiler modeli mi havuz modelimi olduğuna karar verilebilmesi amacıyla da F (Chow) Testi yapılmıştır. Tablo 11'de F test sonuçlarına göre, olasılık değeri 0.05'den küçük olduğu için modellerde havuz modelinin kullanılamayacağına karar verilmiştir. Model seçimi için bir de Hausman testi yapılmıştır. Hausman testi ile modellerin sabit etkiler modeli ve rastsal etkiler modeli arasında seçim yapılabilmek için kullanılmıştır. Tablo 12 Hausman test sonuçlarına bakıldığında, olasılık değerleri 0.05 değerinden küçük olduğundan sıfır hipotezi red edilmiş ve tüm modeller için sabit etkiler modeli uygulanacağı belirlenmiştir. Yapılan testler sonucunda kar dağıtım kararlarının hisse senedi fiyatları üzerindeki etkisini açıklamaya yönelik oluşturulan panel veri seti için en uygun olan modelin Sabit Etkiler Modeli olduğu sonucuna ulaşılmıştır. Panel veri analizinde otokorelasyon önemli bir problemdir. Regresyon analizinin şartlarından biri farklı gözlemler için aynı hataların olmaması gerekmektedir. Dolayısıyla kurulan regresyon analizinde otokorelasyonun varlığını belirlemek için Wooldridge otokorelasyon testi yapılmıştır. Tablo 13 Wooldridge otokorelasyon test sonuçlarına bakıldığında; p değerleri 0.05'ten küçük olduğu için sıfır hipotezi red edilmiştir, yani otokorelasyon vardır. Modellerde değişen varyans probleminin var olup olmadığını yani Değişken Varyanslılık testi için ise Wald testi yapılmıştır. Tablo 14'da hata payları 0.05'ten küçük olduğundan modellerde değişen varyanslılık sorunu tespit edilmiştir. Kurulan modelde sabit etkiler modellerinin hem otokorelasyon hem de (değişen varyans) heteroskedasite sorunu düzeltmek için dirençli tahmincilerle bu sorunu ortadan kaldırmada Huber, Eicker ve White nihai tahmincisi kullanılmıştır.

Tablo 15'de sabit etkiler regresyon modeli incelendiğinde, hisse başına kazanç (HISSEKZNC) katsayısındaki bir birimlik artış bağımlı değişken olan ortalama fiyatta 18,35'lik bir değişime neden olmaktadır. Bununla birlikte öz sermaye karlılığı (ÖZSRMYE) değişkeninin katsayısındaki 1 birimlik değişimin ise

ortalama fiyatta -14,16'lık değişime neden olduğu belirlenmiştir. Fakat diğer değişkenler istatistiki olarak anlamlı sonuçlar vermemiştir.

Yapılan çalışmanın sonuçları daha önce yapılan çalışmaların sonuçlarıyla paralellik göstermektedir. Yatırımcı hisse başına kazanç oranına bakarak sahip olduğu hisse adedi başına şirketin karından ne kadarlık pay düştüğünü hesaplayabilir ve ona göre BİST işlem pozisyonunu alabilir. Hisse başına kazancın, hisse fiyatını etkileyici gücü olduğu çalışmada ortaya konulmuştur. Hisse fiyatının artması firma değerini yükselteceğinden Kar Payı İlişkisi Teorisinin sonuçlarıyla paralellik göstermektedir.

Aynı şekilde hisse başına kazancın artışı, gelecek dönemlerde yüksek kar payı dağıtımı olacağı sinyalini yatırımcıya vermektedir. Bu açıdan elde edilen sonuçlar Sinyalizasyon Teorisi ile paralellik gösterir niteliktedir.

Sonuç olarak, kar payı dağıtım kararlarının hisse senedi fiyatları üzerindeki etkisini incelemek için kurduğumuz bu modelde, incelenen dönemlerde, Hisse Başına Kazanç ve Özsermaye Karlılığı değişkenlerinin hisse senedi fiyatını etkilediği sonucuna ulaşılmıştır.

## KAYNAKÇA


Ağca, Ahmet. **Proje Analizi ve Değerlendirme**, Anadolu Üniversitesi Yayını, No:2707, Eskişehir, 2010.

Akgüç, Öztin. **Finansal Yönetim**, 8. Baskı, Avcıol Basım Yayın, İstanbul, 2013.

Akdoğan, M. Uğur. "Yeni Türk Ticaret Kanunu Sonrasında SPK Düzenlemelerine Tabi İşletmelerde Dağıtılabilir Kar Hesabı", **The Journal of Accounting and Finance**, Ekim 2012, ss. 119-136.

Anbar, Adem. "Hisse Senetleri İMKB'de İşlem Gören İşletmelerde Kar Payı Dağıtım Politikası", **Mali Çözüm Dergisi**, Sayı: 75, 2006, ss. 217-228.

Anbar, Adem, Alper Değer. **Yatırım Projeleri Analizi**, Ekin Basım Yayın, Bursa, 2011.

Arslan, Özgür. "Firma Yöneticilerinin Temettü Dağıtımlarına Dair Algıları", **H.Ü. İİBF Dergisi**, Cilt: 26, Sayı 1, 2008, http://uvt.ulakbim.gov.tr/uvt/index.php, (20.09.2014).

Arnold, Glen. **Corporate Financial Management**, Prentice Hall, England, 2005

Aslanoğlu, Suphi. **Temettü Politikasının Firma Değerine Etkisi**, (Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi), Kırıkkale Üniversitesi, Kırıkkale, 1996.

Aydın, Nurhan(Ed.). **Finansal Yönetim**, 4.Baskı, T.C. Anadolu Üniversitesi Yayını, 2003.

Aydın, Nurhan, Mehmet Başar ve Metin Coşkun. **Finansal Yönetim**, 2.Baskı, Anadolu Üniversitesi Yayınları, Eskişehir, 2007.

Aydın, Nurhan, Metin Coşkun, Hasan Bakır, Ali Ceylan ve Mehmet Başar. **Finansal Yönetim**, 3. Baskı, Anadolu Üniversitesi Yayınları, Eskişehir, 2005.

Aydın, Nurhan, Mehmet Başar, Metin Coşkun. **Finansal Yönetim**, Detay Yayıncılık, Ankara, 2010.

Aydın, Erkan. **Menkul Kıymet Gelirlerinin Vergilemesi**, http://www.imkb.gov.tr/yayinlar/spkilavuzu.htm, (10.01.2013), 2007.

Baker, Kent H., David M. Smith. "In Search of A Residual Dividend Policy", **Review of Financial Economics**, Cilt: 15, No: 1, 2006, ss. 1-18.

Bakır, Pınar. **İşletmeler Açısından Temettü Politikası**, (Yayınlanmamış Doktora Tezi), İstanbul İktisadi ve Ticari İlimler Akademisi, İstanbul, 1976.

Bayraktaroğlu, Ali. "Mülkiyet Yapısı ve Finansal Performans: İMKB Örneği", **Ekonomi Bilimleri Dergisi**, Cilt:2, Sayı: 2, 2010, ss. 11-20.

Baltagi, B., **Econometric Analysis of Panel Data**, 3. Baskı, John Wiley&Sons Inc, England, 2005.

Bektöre, Sabri, Davut Aydın, Yılmaz Benligiray ve Nurten Erdoğan. **Muhasebe Uygulamaları**, 8. Baskı, Anadolu Üniversitesi Yayınları, No: 891, Eskişehir, 2002.

Berk, Niyazi. **Finansal Yönetim**, 10. Baskı, Türkmen Kitabevi, İstanbul, 2010.

Besley, Scott, Eugene F. Brigham. **Principles of Finance**, 3. Baskı, Southwestern College Publishing, USA, 2006.

Black, B. Stanley, Geoffrey A. Hırt. **Foundation of Financial Management**, lrwin Inc, Homewood, Illinois, 1987.

Bhattacharyya, N. , "Dividend Policy: A Review", **Managerial Finance**, Cilt: 33, No: 1, 2007, ss. 4-13.

Brealey, Richard A., C. Myers Stewart, Marcus J. Alan. **İşletme Finansmanın Temelleri,** Çev: Ünal Bozkurt, Türkan Arıkan, Hatice Doğukanlı, 3. Baskı, Literatür Yayıncılık, İstanbul, 2001.

Brealey, Richard A., C. Myers Stewart, Marcus J. Alan. **İşletme Finansmanın Temelleri,** Çev: Ünal Bozkurt, Türkan Arıkan, Hatice Doğukanlı, 1. Baskı, Literatür Yayıncılık, İstanbul, 1997.

Büker, Semih, Rıza Aşıkoğlu, Güven Sevil. **Finansal Yönetim**, 3. Baskı, Özkan Matbaacılık, Ankara, Temmuz, 2007.

Boztosun, Derviş**. Temettü Dağıtma Kararının farklı Piyasalarda Hisse Senedi Fiyatına Etkisinin Mukayeseli Olarak İncelenmesi**, (Yayınlanmamış Doktora Tezi), T.C. Gazi Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü İşletme Anabilim Dalı, Ankara, 2006.

Castillo, Augusto, Keith Jakob. "The Chilean Ex-Dividend Day", **Global Finance Journal**, Cilt: 17, No: 1, 2006, ss. 105-118.

Ceylan, Ali. **İşletmelerde Finansal Yönetim**, Ekin Kitapevi Yayınları, Bursa, 1993.

Ceylan, Ali, Turhan Korkmaz. **İşletmelerde Finansal Yönetim**, 9. Basım, Ekin Basım Yayım Dağıtım, Bursa, 2006.

Ceylan, Ali, Turhan Korkmaz. **İşletmelerde Finansal Yönetim**, 11. Basım, Ekin Basım Yayım Dağıtım, Bursa, 2010.

Curan, S., **Principles of Corporate Finance**, Harcourt Brace Jovanavish Inc, Florida, 1988.

Çömlekçi, Ferruh, Münevver Yılancı, Nurten Erdoğan, Saime Önce, Seval Kardeş Selimoğlu ve Ergün Kaya. **Muhasebe Denetimi ve Mali Analiz**, Açıköğretim Fakültesi Yayını, No:185, Eskişehir, 2004.

De Angelo, Harry, Linda De Angelo. **"The irrelevance of the MM dividend irrelevance theorem"**, Mart 2005, http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=680855, (09.09.2014), ss. 1 – 23.

Demir, Yusuf. "İşletmelerin Kar Dağıtım Politikaları ve Firma Değerliliğinin Vergi Uygulamaları İle İlişkisine Teorik Bir Yaklaşım", **Süleyman Demirel Üniversitesi İktisadi İdari Bilimler Fakültesi Dergisi**, Cilt:6, Sayı:1, 2001, ss. 55-71.

Denis, David J., Diana K. Denis, Atulya Sarın. "The Information Content of Cash Flow Signaling, Overinvestment, and Dividend Clienteles", **Journal of Financial and Quantitative Analysis**, Cilt: 29, No. 4, Aralık 1994, http://business.scu.edu/asarin/PublishedPapers/Dividends.pdf, (10.09.2014), ss. 567-587.

D´ecamps, Jean-Paul, Thomas Mariotti, Jean-Charles Rochet, St´ephane Villeneuve. **"Free Cash-Flow, Issuance Costs and Stock Price Volatility"**, Eylül 2008, http://www.enseignement.polytechnique.fr/economie/chaire-business-economics/Leverage 8. pdf, (09.09.2014), ss. 2-4.

Dinler, Zeynel. **İktisada Giriş**, 7. Basım, Ekim Kitabevi, İstanbul, 2001.

Doğan, Muammer. **İşletme Ekonomisi ve Yönetimi**, Bilgehan Basımevi, İzmir, 1986.

Doğan, Mehmet, **Sermaye Piyasası Mevzuatı ve İlgili Mevzuat**, Karacan Akademi Yayınları, Ankara, 2014.

Eakins, G. Stanley. **Finance: Investments, Institutions, Management,** Addison Wesley, 2. Baskı, 1998.

Enhoş, Y. Bora. **Temettülerin Hisse Senedi Fiyatları Üzerine Etkisi ve İ.M.K.B' sında Bir Uygulama**, (Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi), Gazi Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Ankara, 1991.

Ercan, K. Metin, Ünsal Ban. **Finansal Yönetim Değere Dayalı İşletme Finansı**, 1. Baskı, Gazi Kitabevi, Ankara, 2005.

Erdoğan, Muammer. **Finansal Yönetim**, Bizim Büro Basımevi, Ankara, 2009.

Erdil, Oya, Adnan Kalkan. "KOBİ'lere Sağlanan Desteklerin KOBİ'lerin Performanslarına Etkisi", **İstanbul Ticaret Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi**, Yıl: 4, Sayı:7, 2005, ss. 263-277.

Ertürk, Mümin. **İşletme Bilimini Temel İlkeleri**, 7. Baskı, Beta Basım Yayın, İstanbul, 2009.

Frankfurter, M. George, Bob G. Wood ve James Wansley. **Dividend Policy: Theory and Practice**, Academic Press Inc, London, 2003.

Genç, Erhan. **Küresel Finansal Krizin Kobi'lerin Finansman Kararlarına Etkisi: Uşak İli Örneği**, (Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi), Süleyman Demirel Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Isparta, 2010.

Gıtman, Lawrence J., Chad J. Zutter. **Principles of Managerial Finance**, Prentice Hall, New York, 2010.

Gönenli, Atilla. **İşletmelerde Finansal Yönetim**, 7. Baskı, İstanbul Üniversitesi, İstanbul, 1991.

Guthman, G. Harry, E. Herbert Dougall. **Corporate Financial Policy**, Prentice Hall, Englewood Cliffs, 1962.

Güney Yıldızı, **Temettü Verimi**, http://www.guneyyildizi.com/temettu-verim-orani-nedir, (19.06.2014).

Güriş, Selahattin, Ebru Çağlayan ve Burak Güriş. **Eviews ile Temel Ekonometri**, Der Yayınları, İstanbul, 2011.

Güven, Sevil. **İşletme Finansmanı**, Anadolu Üniversitesi Yayınları, No:780, Eskişehir, 1996.

Güyük, Tarkan. **The Signaling of Management About Their Companies' Performance Through Bonus Issues**, (Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi), Bilkent Üniversitesi, Ankara, 1998.

Greene, William H. **Econometric Analysis**, 5. Baskı, Prentice Hall, New Jersey, 2003.

Hacışabanoğlu, Arzu. **Temettü Politikaları**, (Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi), Marmara Üniversitesi Bankacılık ve Sigortacılık Enstitüsü Sermaye Piyasası ve Borsa Anabilim Dalı, İstanbul, 1998.

Hsioa, C**. Analysis of Panel Data**, 2. Baskı, Cambridge University Press., Cambridge, 2006.

Investopedia, **How Dividends Work For Investors**, August 2005 http://www.investopedia.com, (16.03.2014).

İstanbul Menkul Kıymetler Borsası, **Sermaye Piyasası ve Borsa Temel Bilgiler Kılavuzu**, 2005, http://www.imkb.gov.tr/yayinlar/ spkilavuzu.htm, (15.02.2014).

İstanbul Menkul Kıymetler Borsası, **Sermaye Piyasası ve Borsa Temel Bilgiler Kılavuzu**, Temmuz 2002.

Kabakçı, Yurdagül. "Sermaye Yapısı ile İşletme Performansı Arasındaki İlişki: Gıda Sektöründe Bir Uygulama", **Ege Akademik Bakış Dergisi**, Cilt: 8, Sayı:1, 2008, ss. 167-182.

Karalar, Rıdvan. **Genel işletme**, Anadolu Üniversitesi Yayını, No: 1268, Eskişehir, 2002.

Kaplan, Ersin. "Kar Payı Avansı Dağıtımı", **Vergi Dünyası**, Sayı: 373, Eylül 2012, ss. 138-142.

Khang, Kenneth, Tao-Hsien Dolly Kıng. **"Is Dividend Policy related to Information Asymmetry? Evidence from Insider Trading Gains"**, Kasım 2002, http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=342621&rec=1&srcabs=440380 (25.09.2014)

Konuralp, Gürel. **Sermaye Piyasaları, Analizler, Kuramlar ve Portföy Yönetimi**, 1. Baskı, Alfa Yayınları, İstanbul, 2001.

Korgun, Aynur. "Bir Temettü Politikası Olarak Temettü Avansı; Teorisi ve Türkiye'ye İlişkin Uygulama Önerileri", **Araştırma Raporu**, Sermaye Piyasası Kurulu Denetleme Dairesi, Rapor Sayısı: 12/6, 1999.

Korkmaz, Özge, Süleyman Serdar Karaca. "Firma Performansını Etkileyen Faktörler ve Türkiye Örneği", **Ege Akademik Bakış**, Cilt:13, Sayı:2, Nisan 2013, ss. 170-172.

Korkmaz, Turhan, Hasan Uygurtürk, Rasim İlker Gökbulut, Gülay Güğerçin. "İMKB 'de İşlem Gören Çimento Şirketlerinin Varlık Performansına Etki Eden Finansal Faktörlerin Belirlenmesi Üzerine Bir Araştırma", **Marmara Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi**, Cilt:26, Sayı:2, 2008, ss.582-583.

Köroğlu, Deniz. **Şirketlerin Temettü Dağıtım Politikalarını Belirleyen Faktörler ve Temettü dağıtımının Hisse Senedi Fiyatına Etkisi**, (Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi), İstanbul Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, 1992.

Kutlar, Aziz. **Ekonometriye Giriş**, Nobel Yayın Dağıtım, Ankara, 2007.

La Porta, Rafael, Lopez-De-Silanes Florencio, Shleifer Andrei ve Robert W. Vishny. "Agency Problems and Dividend Policices Around the World", **Journal of Finance**, Cilt: 55, No. 1, 2000, ss. 1-33.

Nivoix, Sophie. "Dividend Pay-Outs and Leverage in Japanese Firms", **Asian Business & Management**, Cilt: 4, 2005, ss. 186-187.

Omağ, Aclan. **İşletmelerde Kar Dağıtım Politikasının İşletmenin Büyüme ve Pazar Değerine Etkileri: Teorik ve Uygulamalı Yaklaşım**, (Yayınlanmamış Doktora Tezi), T.C. Marmara Üniversitesi Bankacılık ve Sigortacılık Enstitüsü Bankacılık Anabilim Dalı, 2007.

Okka, Osman. **Finansal Yönetim**, Nobel Yayın Dağıtım, 3. Baskı, Eylül, 2009.

Paramasivan, C., T. Subramanian. **Financial Managemet**, New Age International (P) Limited Publishers, New Delhi, 2009.

Parlakkaya, Raif. **Proje Analizi ve Değerlendirme**, T.C Anadolu Üniversitesi Yayını, No: 2707, Eskişehir, 2010.

Pekkaya, Mehmet. "Kar Payı Dağıtımının Şirket Değeri Üzerine Etkisi: İMKB 30 Endeks Hisselerine Bir Analiz", **Zonguldak Karaelmas Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi**, Cilt:2, Sayı:4, 2006, ss. 183-209.

Pike, Richard, Neale, Bill. **Corporate Finance and Investment**, 2. Baskı, Printice Hall, London, 1996.

Pınar, İbrahim. **Tüm Vergi Kanunları**, Seçkin Yayıncılık, Ankara, 2007.

Reza, Raei, Mohammad Moradi, Hoda Eskandar. "Do Dividend Policies Signal Corporate Operating Characteristics?", **Journal of Applied Finance & Banking**, Cilt. 2, Sayı. 4, 2012, ss. 13-24.

Sayılgan, Güven. **Soru ve Yanıtlarla İşletme Finansmanı**, Turhan Kitabevi, Ankara, 2003.

Seyidoğlu, Halil. **Ekonomik Terimler Ansiklopedik Sözlük**, 4. Baskı, Gizem Yayınları, Ankara, 1992.

Seyidoğlu, Halil. **İktisat Biliminin Temelleri**, Kurtiş Matbaası, İstanbul, 2006.

Selimler, Hüseyin. **Anonim Şirketlerde Kar Dağıtım Politikaları ve Uygulaması**, (Yayınlanmamış Doktora Tezi), Marmara Üniversitesi Bankacılık ve Sigortacılık Enstitüsü, İstanbul, 2001.

Sevüktekin, Mustafa ve Mehmet Nargeleçekenler. **Ekonometrik Zaman Serileri Analizi**, 3. Baskı, Nobel Yayın Dağıtım, Ankara, 2010.

Shapiro, Alan C. **Modern Corporate Finance**, Macmillan Publishing Company, New York, 1991.

Short, Helen, Zhang Hao, Kevin Keasey. "The link between dividend policy and institutional ownership", **Journal of Corporate Finance,** Cilt. 8, 2002, ss. 105-122.

Sınha, Meenakshi, Jayanthi Sunder, Bhaskaran Swamınathan. **Payout Policy and Cost of Capital**, 2006, http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=620382 (09.09.2014).

Sumae, Yunus. "Yatırım Projeleri Değerlendirme Kriterleri", **Araştırma Bülteni**, Eylül 2005, http://www.yunus.gov.tr/yunus/uploads/makale_050303.pdf (13.06.2014).

Tatari, Mehmet Fatih. **Analysis of Cash vs. Stock Dividend Announcement's Effect on Stock Prices in Istanbul Stock Exchange**, (Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi), Marmara Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü İngilizce İşletme Anabilim Dalı, İngilizce Muhasebe Finansman Bilim Dalı, İstanbul, 1999.

Talip, Yılmaz. "Hem Kar Payından Hem Yükselişten Kazan", **Ekonomist**, Sayı 4, 2007, ss. 16-20.

Türko, Metin. **Finansal Yönetim**, Atatürk Üniversitesi Yayınları, Erzurum, 1994.

Türk Sermaye Piyasası Aracı Kuruluşları Birliği, **İlgili Vergi Mevzuatı**, 2007, http://www.tspakb.org.tr/docs/egitim_notlari/vergi_ileri.pdf, (12.03.2014).

Usta, Öcal. **İşletme Finansı ve Finansal Yönetim**, 3. Baskı, Detay Yayıncılık, Ankara, 2008.

Yerdelen, Ferda Tatoğlu**. İleri Panel Veri Analizi Stata Uygulamalı**, Beta Basım, İstanbul, 2012.

Yıldız, A. Murat. **2013 Yılı Şahsi Gelirlerin Beyanı ve Vergilendirilmesinde Özellikli Konular**, 2014, http://muhasebedr.com/wp-content/uploads/beyanname-rehberi-2014.pdf, (19.09.2014).

Yükçü, Süleyman ve Diğerleri. **Muhasebe Sistemi Uygulama Genel Tebliğine Göre; Finansal Yönetim**, Vizyon Yayınları, İzmir, 1999.

Yüksel, Ali Sait. **Para Bulma ve Yatırım**, AR Basım Yayın ve Dağıtım, İstanbul, 1982.

Weston, J. Fred ve Eugene F. Brigham. **Essentials of Managerial Finance**, 4. Baskı, The Dryden Dress, New York, 1974.

Weston, J. Fred, Copeland Thomas E., **Managerial Finance**, The Dryden Press, International Edition, New York, 1992.

# EKLER

**EK 1:** Model 1 F (Chow) Testi

Fixed-effects (within) regression — Number of obs = 195
Group variable: var1 — Number of groups = 23

R-sq: within = 0.1226 — Obs per group: min = 4
between = 0.6287 — avg = 8.5
overall = 0.4113 — max = 9

F(5,167) = 4.67
corr(u_i, Xb) = 0.3684 — Prob > F = 0.0005

| ORTFIYAT | Coef. | Std. Err. | t | P>\|t\| | [95% Conf. | Interval] |
|---|---|---|---|---|---|---|
| HISSEKZNC | 18.35055 | 7.149016 | 2.57 | 0.011 | 4.236453 | 32.46464 |
| OZSRMYE | -14.16138 | 7.537455 | -1.88 | 0.062 | -29.04236 | .7196026 |
| TEMETTU | -5.652783 | 2.354107 | -2.40 | 0.017 | -10.30043 | -1.005139 |
| VOK | -.2463283 | 1.020545 | -0.24 | 0.810 | -2.26116 | 1.768503 |
| KARPAYI | 12.14414 | 2.954555 | 4.11 | 0.000 | 6.311044 | 17.97723 |
| _cons | -8.826578 | 16.0828 | -0.55 | 0.584 | -40.57839 | 22.92523 |
| sigma_u | 20.400796 | | | | | |
| sigma_e | 25.812504 | | | | | |
| rho | .38448129 | (fraction of variance due to u_i) | | | | |

F test that all u_i=0: F(22, 167) = 3.63 — Prob > F = 0.0000

**EK 2:** Model 1 Hausman Testi

| | Coefficients (b) fe | (B) re | (b-B) Difference | sqrt(diag(V_b-V_B)) S.E. |
|---|---|---|---|---|
| HISSEKZNC | -1.566301 | 15.58149 | -17.14779 | 3.039057 |
| OZSRMYE | 9.833315 | -62.10235 | 71.93567 | 35.38882 |
| TEMETTU | -71.48421 | -40.79521 | -30.68899 | 38.26771 |
| VOK | 6.58e-09 | -1.06e-08 | 1.72e-08 | 1.09e-08 |
| KARDGTM | 3.253997 | 2.972301 | .2816954 | .2967108 |

b = consistent under Ho and Ha; obtained from xtreg
B = inconsistent under Ha, efficient under Ho; obtained from xtreg

Test: Ho: difference in coefficients not systematic

chi2(4) = (b-B)'[(V_b-V_B)^(-1)](b-B)
= 38.61
Prob>chi2 = 0.0000
(V_b-V_B is not positive definite)

**EK 3:** Model 1 için Değiştirilmiş Wald Testi

```
Modified Wald test for groupwise heteroskedasticity
in fixed effect regression model

H0: sigma(i)^2 = sigma^2 for all i

chi2 (23)  =     2.8e+05
Prob>chi2 =      0.0000
```

**EK 4:** Model 1 Dirençli Hata Tahmincisi (HUBER EICKER WHITE) Nihai Modeli

Fixed-effects (within) regression — Number of obs = 195
Group variable: var1 — Number of groups = 23

R-sq: within = 0.1226 — Obs per group: min = 4
between = 0.6287 — avg = 8.5
overall = 0.4113 — max = 9

F(5,22) = 3.01
corr(u_i, Xb) = 0.3684 — Prob > F = 0.0323

(Std. Err. adjusted for 23 clusters in var1)

| ORTFIYAT | Coef. | Robust Std. Err. | t | P>\|t\| | [95% Conf. | Interval] |
|---|---|---|---|---|---|---|
| HISSEKZNC | 18.35055 | 7.096129 | 2.59 | 0.017 | 3.634075 | 33.06702 |
| OZSRMYE | -14.16138 | 7.134535 | -1.98 | 0.060 | -28.9575 | .6347428 |
| TEMETTU | -5.652783 | 5.065009 | -1.12 | 0.276 | -16.15697 | 4.851402 |
| VOK | -.2463283 | .8189471 | -0.30 | 0.766 | -1.944721 | 1.452064 |
| KARPAYI | 12.14414 | 10.23285 | 1.19 | 0.248 | -9.077498 | 33.36577 |
| _cons | -8.826578 | 22.79427 | -0.39 | 0.702 | -56.099 | 38.44585 |
| sigma_u | 20.400796 | | | | | |
| sigma_e | 25.812504 | | | | | |
| rho | .38448129 | (fraction of variance due to u_i) | | | | |

**EK 5:** Değişkenlere Ait Birim Kök Testleri (Im, Paseran, Shin W-stat)

Null Hypothesis: Unit root (individual unit root process)
Series: KARPAYI
Date: 09/25/14 Time: 21:44
Sample: 2005 2013
Exogenous variables: Individual effects
User specified lags at: 0
Total number of observations: 173
Cross-sections included: 22 (173 dropped)

| Method | | Statistic | Prob.** |
|---|---|---|---|
| Im, Pesaran and Shin W-stat | | -4.94743 | 0.0000 |
| Im, Pesaran and Shin t-bar | | -2.91991 | |
| T-bar critical values ***: | 1% level | -2.35800 | |
| | 5% level | -2.04080 | |
| | 10% level | -1.90560 | |

Null Hypothesis: Unit root (individual unit root process)
Series: D(ORTFIYAT)
Date: 09/25/14 Time: 21:49
Sample: 2005 2013
Exogenous variables: Individual effects
Automatic selection of maximum lags
Automatic selection of lags based on SIC: 0 to 1
Total number of observations: 141
Cross-sections included: 22 (173 dropped)

| Method | Statistic | Prob.** |
|---|---|---|
| Im, Pesaran and Shin W-stat | -4.87542 | 0.0000 |

Null Hypothesis: Unit root (individual unit root process)
Series: D(HISSEKZNC)
Date: 09/25/14 Time: 21:50
Sample: 2005 2013
Exogenous variables: Individual effects
Automatic selection of maximum lags
Automatic selection of lags based on SIC: 0 to 1
Total number of observations: 146
Cross-sections included: 22 (173 dropped)

| Method | Statistic | Prob.** |
|---|---|---|
| Im, Pesaran and Shin W-stat | -6.18432 | 0.0000 |

Null Hypothesis: Unit root (individual unit root process)
Series: OZSERMAYE
Date: 09/25/14 Time: 21:51
Sample: 2005 2013
Exogenous variables: Individual effects
Automatic selection of maximum lags
Automatic selection of lags based on SIC: 0 to 1
Total number of observations: 167
Cross-sections included: 22 (173 dropped)

| Method | Statistic | Prob.** |
|---|---|---|
| Im, Pesaran and Shin W-stat | -3.43173 | 0.0003 |

Null Hypothesis: Unit root (individual unit root process)
Series: TEMETTU
Date: 09/25/14 Time: 21:52
Sample: 2005 2013
Exogenous variables: Individual effects
Automatic selection of maximum lags
Automatic selection of lags based on SIC: 0 to 1
Total number of observations: 166
Cross-sections included: 22 (173 dropped)

| Method | Statistic | Prob.** |
|---|---|---|
| Im, Pesaran and Shin W-stat | -4.58795 | 0.0000 |

Null Hypothesis: Unit root (individual unit root process)
Series: D(VOK)
Date: 09/25/14 Time: 21:53
Sample: 2005 2013
Exogenous variables: Individual effects
Automatic selection of maximum lags
Automatic selection of lags based on SIC: 0 to 1
Total number of observations: 144
Cross-sections included: 22 (173 dropped)

| Method | Statistic | Prob.** |
|---|---|---|
| Im, Pesaran and Shin W-stat | -5.37543 | 0.0000 |

## **EK 6:** Değişkenlere Ait Birim Kök Testleri (Lewin, Lin, Chu)

Null Hypothesis: Unit root (common unit root process)
Series: HISSEKZNC
Date: 09/25/14 Time: 22:04
Sample: 2005 2013
Exogenous variables: Individual effects
Automatic selection of maximum lags
Automatic selection of lags based on SIC: 0 to 1
Newey-West bandwidth selection using Bartlett kernel
Total number of observations: 166
Cross-sections included: 22 (173 dropped)

| Method | Statistic | Prob.** |
|---|---|---|
| Levin, Lin & Chu t* | -4.68615 | 0.0000 |

Null Hypothesis: Unit root (common unit root process)
Series: KARPAYI
Date: 09/25/14 Time: 22:05
Sample: 2005 2013
Exogenous variables: Individual effects
Automatic selection of maximum lags
Automatic selection of lags based on SIC: 0 to 1
Newey-West bandwidth selection using Bartlett kernel
Total number of observations: 164
Cross-sections included: 22 (173 dropped)

| Method | Statistic | Prob.** |
|---|---|---|
| Levin, Lin & Chu t* | -7.45966 | 0.0000 |

Null Hypothesis: Unit root (common unit root process)
Series: ORTFIYAT
Date: 09/25/14 Time: 22:06
Sample: 2005 2013
Exogenous variables: Individual effects
Automatic selection of maximum lags
Automatic selection of lags based on SIC: 0 to 1
Newey-West bandwidth selection using Bartlett kernel
Total number of observations: 165
Cross-sections included: 22 (173 dropped)

| Method | Statistic | Prob.** |
|---|---|---|
| Levin, Lin & Chu t* | -6.56907 | 0.0000 |

Null Hypothesis: Unit root (common unit root process)
Series: OZSERMAYE
Date: 09/25/14 Time: 22:07
Sample: 2005 2013
Exogenous variables: Individual effects
Automatic selection of maximum lags
Automatic selection of lags based on SIC: 0 to 1
Newey-West bandwidth selection using Bartlett kernel
Total number of observations: 167
Cross-sections included: 22 (173 dropped)

| Method | Statistic | Prob.** |
|---|---|---|
| Levin, Lin & Chu t* | -7.87753 | 0.0000 |

Null Hypothesis: Unit root (common unit root process)
Series: TEMETTU
Date: 09/25/14 Time: 22:07
Sample: 2005 2013
Exogenous variables: Individual effects
Automatic selection of maximum lags
Automatic selection of lags based on SIC: 0 to 1
Newey-West bandwidth selection using Bartlett kernel
Total number of observations: 166
Cross-sections included: 22 (173 dropped)

| Method | Statistic | Prob.** |
|---|---|---|
| Levin, Lin & Chu t* | -11.8713 | 0.0000 |

Null Hypothesis: Unit root (common unit root process)
Series: VOK
Date: 09/25/14 Time: 22:08
Sample: 2005 2013
Exogenous variables: Individual effects
Automatic selection of maximum lags
Automatic selection of lags based on SIC: 0 to 1
Newey-West bandwidth selection using Bartlett kernel
Total number of observations: 164
Cross-sections included: 22 (173 dropped)

| Method | Statistic | Prob.** |
|---|---|---|
| Levin, Lin & Chu t* | -5.53361 | 0.0000 |

** Probabilities are computed assuming asympotic normality