

T.C.
ADİYAMAN ÜNİVERSİTESİ
LİSANSÜSTÜ EĞİTİM ENSTİTÜSÜ
İŞLETME ANABİLİM DALI
MUHASEBE FİNANSMAN BİLİM DALI

KAR DAĞITIM POLİTİKALARI VE FİRMA DEĞERİ İLİŞKİSİ:
BORSA İSTANBUL UYGULAMASI

YÜKSEK LİSANS TEZİ

Hazırlayan
PINAR TOPÇU

Tez Danışmanı

DOÇ.DR. OSMAN ULUYOL

İkinci Danışman

Dr. Öğr. Üyesi Gonca KÜNÇ

Adıyaman – 2022

YEMİN METNİ

Yüksek Lisans Tezi olarak sunduğum “KAR DAĞITIM POLİTİKALARI VE FİRMA DEĞERİ İLİŞKİSİ: BORSA İSTANBUL UYGULAMASI” 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

22.02.2022

Adı SOYADI

PINAR TOPÇU

İmza

ÖZET

Günümüz piyasasında işletmeler yalnızca elde edilecek karı değil aynı zamanda firma değerini geliştirmeyi de amaçlamaktadır. Firmanın değerinin maksimum olması hem firma hem de firma ile ilişkisi olan kişiler ve kurumlar için oldukça önemlidir. Türkiye’ de gelişmekte olan borsa işlem hacminin artması ile kâr payı dağıtım politikalarının firma değerine etkisi de önemli bir konu haline gelmiştir.

Firmaların yatırım, finansman ve kar dağıtım kararlarına bağlı olarak firmanın piyasa değerliliği değişiklik göstermektedir. Finans literatüründe kar dağıtım politikalarının hisse senedi değerini nasıl etkilediği ve hatta etkileyip etkilememe konusu tartışmalıdır. Literatürde kâr payı dağıtım politikalarını açıklamaya çalışan çok sayıda teori ve ampirik çalışma olmasına rağmen henüz bu konuda bir görüş birliği sağlanamamıştır. “Temettü Bilmecesi” henüz çözülememiştir.

Bu çalışmada amaç karlarını dağıtma ya da dağıtmama kararı alan firmaların tercihlerinin firma değerine nasıl bir etkisi olduğunu tespit etmektir. Bu amaçla Bist Temettü25 Endeksinde firmalar belirlenmiş ve bu firmaların kar dağıtım politikaları ile firma değeri arasındaki ilişki incelenmiştir. Elde edilen verilere panel regresyon analizi uygulanmıştır.

Yapılan analiz sonucunda firmaların kar dağıtımları ile firma değeri arasında pozitif anlamlı bir ilişki olduğu ortaya çıkmıştır.

Anahtar Kelimeler: Kar Payı Dağıtım, Hisse Senetleri, Bist 100 Endeksi.

ABSTRACT

In today's market, enterprises are aimed not only at increasing the profit to be obtained, but also at improving the value of the company. The maximum value of the company is very positive for both the company and the people and institutions that have a relationship with the company. With the increasing volume of stock market transactions developing in Turkey, the impact of dividend distribution policies on company value has also become an important issue.

Depending on the investment, financing and profit distribution decisions of the companies, the market value of the company varies. The issue of how and even whether profit distribution policies affect stock value is controversial in the financial literature. Although there are many theories and empirical studies in the literature that try to explain dividend distribution policies, a consensus has not yet been reached on this issue. The “Dividend Riddle” has not yet been solved.

The aim of in this study is to determine how the preferences of the firms that decide to distribute or not distribute their profits affect the firm value. For this purpose, companies were determined in the Bist Dividend25 Index and the relationship between the profit distribution policies of these companies and the firm value was examined. Panel regression analysis was applied to the obtained data.

As a result of the analysis, it revealed that there is a positive significant relationship between the profit distribution of firms and the value of the firm.

Key Words: Dividend Distribution, Stocks, Bist 100 Index.

ÖNSÖZ

“Kar Dağıtım Politikaları ve Firma Değeri İlişkisi: Borsa İstanbul Uygulaması” isimli bu çalışmanın ortaya çıkarılmasında emeği geçen, önemli katkılarla beni destekleyen değerli hocam Doç. Dr. Osman ULUYOL’a ve Dr. Öğr. Üyesi Gonca KÜNÇ’e teşekkürlerimi sunarım.

Hayatım boyunca beni destekleyen sevgili aileme teşekkürlerimi sunarım.



**KAR DAĞITIM POLİTİKALARI VE FİRMA DEĞERİ İLİŞKİSİ:
BORSA İSTANBUL UYGULAMASI**

İÇİNDEKİLER

ÖZET.....	iv
ABSTRACT.....	v
ÖNSÖZ.....	vi
KISALTMALAR DİZİNİ.....	x
TABLolar DİZİNİ.....	xi
ŞEKİLLER.....	xiii
EKLER DİZİNİ.....	xiv

1.BÖLÜM

KAR DAĞITIM POLİTİKASI KAPSAMINDA TEMEL KAVRAMLAR

1.1. KAR KAVRAMI	2
1.1.1. Ticari Kar.....	4
1.1.2. Mali Kar.....	4
1.1.3. Safi Kar.....	4
1.2. KAR PAYI KAVRAMI.....	5
1.3. KAR DAĞITIM KAVRAMI.....	6
1.4. TÜRK HUKUKUNDA KAR PAYI DAĞITIMI.....	8
1.4.1. Türk Ticaret Kanunu'na Göre Kar Payı Dağıtımı.....	9
1.4.2. Sermaye Piyasası Kanunu'na Göre Kar Payı Dağıtımı.....	10
1.4.3. Türkiye Muhasebe Standartlarına Göre Kar Payı Dağıtımı.....	12
1.5. PİYASA DEĞERİ.....	13
1.6. YATIRIM ORTAKLIKLARI VE BORSA İSTANBUL.....	14

2.BÖLÜM

2.1. KAR PAYI DAĞITIMI POLİTİKA TÜRLERİ

2.1.1. Sabit Tutarda Kâr Payı Dağıtım Politikası.....	16
2.1.2. Sabit Oranlı Kâr Payı Dağıtım Politikası.....	17
2.1.3. İstikrarlı Gelişen Kâr Payı Dağıtım Politikası	18
2.1.4. Sabit Tutarda Kar Payı ve İlave Kâr Payı Dağıtım Politikası	19
2.1.5. Artık Kâr Payı Dağıtım Politikası	19

2.2. KÂR PAYI DAĞITIM POLİTİKASINI ETKİLEYEN FAKTÖRLER

2.2.1. Firma Büyüklüğü.....	20
2.2.2. Likidite Durumu	20
2.2.3. Kaldıraç Etkisi	21
2.2.4. Borçların Ödenmesi.....	22
2.2.5. Yeni Yatırım Planları	22
2.2.6. Enflasyon	22

2.3. KÂR PAYI DAĞITIM ŞEKİLLERİ

2.3.1. Nakit Kar Dağıtım	23
2.3.2. Hisse Senedi Olarak Kar Dağıtım	24
2.3.3. Melez Kar Payı Dağıtım	24
2.3.4. Hisse Geri Alımı İle Kar Dağıtım	24

3.BÖLÜM

3.1. KAR DAĞITIM POLİTİKASININ FİRMA DEĞERİNE ETKİSİNE YÖNELİK TEORİLER

3.1.1 Eldeki Kuş Teorisi (Bird in Hand Theory)	26
3.1.2. Kâr Payı İlintisizlik Teorisi (Dividend Irrelevancy Theory)	28
3.1.3. Vergi Etkisi Teorisi (Tax Effect Theory)	29
3.1.4 Müşteri Etkisi Teorisi (Catering Theory).....	30
3.1.5. Sinyal Etkisi (Signalling Theory).....	31
3.1.6. Temsil Maliyeti Teorisi (Agency Cost Theory)	31

3.2. KAR DAĞITIM POLİTİKASI İLE İLGİLİ LİTERATÜRDE BULUNAN ÇALIŞMALAR.....	32
---	-----------

4.BÖLÜM

4.1. ARAŞTIRMANIN AMACI	35
4.2 ARAŞTIRMANIN ÖNEMİ	35
4.3. ARAŞTIRMANIN METEDOLOJİSİ	35
4.4. VERİ SETİ VE TANIMLAYICI İSTATİSTİKLER	36
4.5. BULGULAR.....	37
4.5.1. Driscoll Kraay Tahmircisi	38
4.6. ARAŞTIRMANIN HİPOTEZLERİ.....	39
4.7. HİPOTEZLERİN TEST EDİLMESİ	39
4.7.1. Varsayımların Test Edilmesi.....	41
4.7.1.1. Modifiye Edilmiş Wald Testi	41
4.7.1.2. Peseran Korelasyon Testi	42
4.7.1.3. Durbin Watson Otokorelasyon Testi.....	43
4.7.2. Yatay Kesit Bağımlılığı Testi	44
4.7.3. Homojenlik Testi	45
4.7.4. Birim Kök Testi	40
4.7.4.1. Hadri Birim Kök Testi	47
4.7.5. Eşbütünleşme Testleri	48
4.7.5.1. Westerlund Eşbütünleşme Testi	48
4.7.6. Model Belirleme	49
4.7.6.1. F Testi	49
4.7.6.2. Olabilirlik Oranı (LR) Testi	50
4.7.6.3. Hausman Testi	51
DEĞERLENDİRME VE SONUÇ	52
KAYNAKÇA	54

KISALTMALAR

BOBİ FRS : Büyük ve Orta Boy İşletmeler İçin Finansal Raporlama Standardı

BIST : Borsa İstanbul A.Ş.

Hs. : Hesap

İMKB : İstanbul Menkul Kıymetler Borsası

KAP : Kamuyu Aydınlatma Platformu

KGK : Kamu Gözetimi Muhasebe ve Denetim Standartları Kurumu

KKEG : Kanunen Kabul Edilmeyen Gider

KPDO : Kar Payı Dağıtım Oranı

NYSE : New York Stock Exchange

SPK : Sermaye Piyasası Kanunu

TDK : Türk Dil Kurumu

TFRS : Türkiye Finansal Raporlama Standardı

TMS : Türkiye Muhasebe Standartları

TTK : Türk Ticaret Kanunu

VUK : Vergi Usul Kanunu

TABLolar LİSTESİ

Tablo 1: Kar Payı Dağıtım Tablosu.....	12
Tablo 2: Sabit Miktarda Kar Payı Dağıtım Politikası İzleyen X Şirketinin 10 Yıllık Net Karı, Kar Payı ve Kar Payı Dağıtım Oranı.....	16
Tablo 3: Sabit Oranlı Kar Payı Dağıtım Politikası İzleyen X Firmasının 10 Yıllık Net Karı, Kar Payı ve Kar Dağıtım Oranı	17
Tablo 4: Koşullara göre Dirençli Tahminçiler.....	37
Tablo 5: Sabit Etkiler Regresyon Modeli Driscoll Kraay Test Sonuçları.....	38
Tablo 6: Özet İstatistik Sonuçları.....	40
Tablo 7: Modifiye Edilmiş Wald Testi Sonuçları	42
Tablo 8: Pesaran Korelasyon Testi Sonuçları	43
Tablo 9: Durbin Watson Test Sonuçları,,,.....	43
Tablo 10: Yatay Kesit Bağımlılığı Test Sonuçları	45
Tablo 11: Pesaran ve Yamagata (2008) Homojenlik Testi Sonuçları.....	46
Tablo 12: Hadri Test Sonuçları	47
Tablo 13: Westerlund Test Sonuçları	48
Tablo 14: Klasik Modelin Geçerliliğini Sınama F Testi Sonuçları.....	49

Tablo 15: Klasik Modelin Geçerliliğini Sınama LR Testi Sonuçları.....50

Tablo 16: Hausman Test Sonuları51



ŞEKİLLER LİSTESİ

Şekil 1. Kâr Oluşumu.....	3
Şekil 2. Firma Kar Payı Dağıtım Kararlarının Etkileri.....	8
Şekil 3. Gordon Lintner Hipotezi.....	27
Şekil 4. Modigliani- Miller Hipotezi.....	28



EKLER LİSTESİ

EK 1: Kar Payı Dağıtım Tablosu.....59

EK 2: Borsa İstanbul'da İşlem Gören Firmalar65



GİRİŞ

Finansal amaç ile kurulan işletmeler faaliyetleri süresince bu amaçtan vazgeçemezler. İşletme var olduğu süre içinde kar elde etme ve elde ettiği bu karı hissedarlara kâr payı olarak dağıtma amacı ile hareket etmelidir. Kar elde etmek her zaman mümkün olmasa bile işletmeler kâr etmek amacıyla faaliyette bulunurlar.

Kar dağıtım politikası, dağıtılacak kar ile dağıtılmayarak oto finansman amacıyla kullanılmak üzere işletmede bırakılacak kar tutarının tespit edilmesi açısından önemlidir. Kar şirket bünyesinde tutularak şirketin devamlılığına dair güveni arttırmak için, ileride oluşabilecek olası zararlara karşı önlem almak ve yapılabilecek yatırımlar için kullanılabilir. Ancak elde edilen karın tamamının şirket bünyesinde tutularak yatırımcıya dağıtılmaması durumunda ortaklar yatırımlarından sonuç alamadığını düşünerek şirketten uzaklaşabilir, ortakların şirkete olan güveni azalabilir. Elde edilen karın tamamının dağıtılması ise oto finansman imkânının ortadan kalkmasına ve şirketin esas sermayesini kaybetmesine neden olacaktır.

Bu çalışmanın amacı, hisse senetleri Borsa İstanbul'da işlem gören firmaların kâr payı dağıtıp dağıtmamalarının firma değerine etkisinin test edilmesidir.

Bu çalışma dört bölüm olarak hazırlanmıştır. Birinci bölümde; kâr kavramları açıklanmıştır. İkinci bölümde; kâr payı dağıtım politikalarını etkileyen faktörler, kâr payı dağıtım politikalarının türleri ve ödeme şekilleri incelenmiştir. Üçüncü bölümde ise; kâr payı dağıtım politikalarının firma değeri üzerine etkisine ilişkin görüşler incelenmiştir.

Çalışmanın son bölümünde ise hisseleri Bist Temettü25 endeksinde işlem gören 2016-2020 yılları arasında 5 yıl boyunca düzenli olarak kar dağıtan 22 firmanın 5 yılda dağıttıkları kar paylarının firma değeri üzerindeki etkisi panel regresyon analizi ile tespit edilmiştir.

1.BÖLÜM

KAR DAĞITIM POLİTİKASI KAPSAMINDA TEMEL KAVRAMLAR

1.1.KAR KAVRAMI

Firmaların en büyük başarı göstergelerinden biri elde edilen kardır. Firmalar yaşamlarını sürdürebilmek, yeniliklere ayak uydurabilmek, gelişebilmek, mali ve finansal durumlarını yükseltebilmek için kar elde etmek zorundadır (Ünal,2020: 3).

Hizmet ve mal üretimi yapan firmalar genellikle kar sağlamayı ve topluma fayda sağlamayı amaçlar, faaliyetlerini bu doğrultuda gerçekleştirirler. İşletme bilimine göre kar, ilgili dönem içinde elde edilen gelirlere aynı dönem içindeki giderlerin çıkarılması ile bulunan pozitif yönlü fark olarak tanımlanır. Birçok analizde gösterge olarak kullanılan kar, firmalar açısından büyüme ve gelişme, üst yönetime göre başarı, çalışanlar için ise özendirme ve teşvik etme aracı olarak kullanılır. Bu ve bunun gibi birçok nedenlerden dolayı kar bütün firmaların öncelikli amaçlarından biridir (Omağ,2007: 3).

Ticari işletmeler iki temel amaç ile kurulur. Birincisi faaliyetleri sonucunda kar elde etmek ikincisi ise topluma hizmet sağlamaktır. İşletmeler faaliyetlerini sürdürmek, büyüyüp gelişmek için kar elde etmek isterler aynı zamanda bu kardan devlete vergi ödeyerek toplumun refahının yükselmesine destek olurlar. İşletmenin sahipleri içinde ortak olmayı düşünen kişiler için de kar elde etmek oldukça önemlidir.

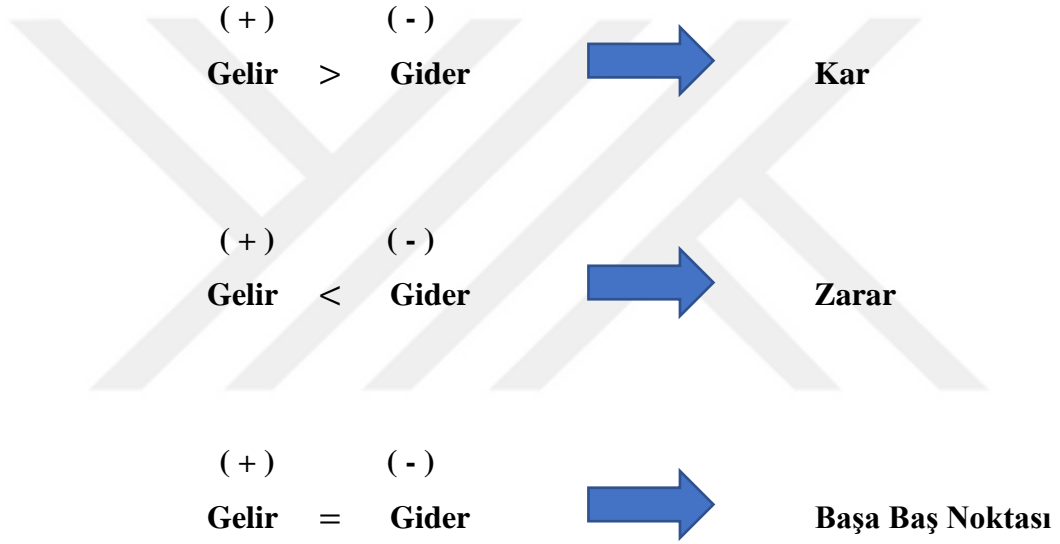
Yaşamlarını sürdürmek ve hissedarlara kar sağlamak isteyen firmalar kar elde etmeyi amaçlamaktadırlar. Kar elde edebilmek için giderlerini minimum seviyede tutmayı gelirlerini ise mümkün olduğu kadar yükseltmeyi amaçlarlar. Bu amaç doğrultusunda üretime ve getirisi yüksek yatırımlara yönelirler (Ünal,2020: 4).

Sözlük anlamı olarak kar, alışveriş işlerinin sağladığı para kazancı (TDK SÖZLÜK), bir işten elde edilen net kazanç (Yılmaz,2001:407) olarak tanımlanmaktadır.

Firmaların ilgili dönem içinde elde ettiği gelir ve giderler arasındaki olumlu fark kar olarak adlandırılmaktadır. Eğer tersi gerçekleşirse zarar meydana gelmektedir (Demirel,2014: 3).

Bu tanımlara istinaden karın oluşumunu Şekil 1.de görebiliriz:

Şekil 1: Karın Oluşumu



Kaynak: (Demirel,2014: 4).

Menkul kıymetler piyasasına göre realize kar ve potansiyel kar olmak üzere iki kar kavramı öne çıkmaktadır. Realize kar, nakit olarak elde bulundurulmuş karı temsil ederken, potansiyel kar ise nakit olarak elde bulundurulmayan kar olarak tanımlanmaktadır (Omağ,2016: 3).

$$\text{Dönem Karı} = \text{Toplam Gelir} - \text{Toplam Maliyet}$$

Kar kavramı genel bir kavramdır ve mevzuatta ticari, mali ve safi kar olarak alt dallara ayrılmıştır. Daha detaylı bilgi edinmek amacıyla bu alt dalları incelemek gerekmektedir.

1.1.1.Ticari Kar

Ticaret hukuku ve genel muhasebe ilke ve standartlarına göre düzenlenen ticari bilanço sonucunda bulunduğumuz kardır (Ünal,2006:7).

Ticari kar, Türk Ticaret Kanunu esaslarına göre hesaplanan kardır. Firmanın gelir tablosunda gösterilen dönem karı ile aynıdır. Ticari kar, vergi öncesi kar olarak da bilinir (Engin, 2006: 4).

1.1.2.Mali Kar

Mali kar içerdiği kanunen kabul edilmeyen gider, istisna ve muafiyet kavramlarını dolayısıyla ticari kardan ayrılır. Vergi usul kanununa göre düzenlenir ve kurumlar vergisi matrahını oluşturur (İleri,2016:7).

Mali Kâr = Ticari Kâr (690 Dönem Karı veya Zararı Hs) + Kanunen Kabul Edilmeyen Giderler (KKEG) – (Vergi İndirimleri + İstisna Kazançlar + Geçmiş Yıl Zararları)

1.1.3.Safi Kar

1 Sıra No' lu Muhasebe Sistemi Uygulama Genel Tebliği'nin amacı; “Bu düzenleme; bilanço usulünde defter tutan gerçek ve tüzel kişilere ait teşebbüs ve işletmelerin faaliyet ve sonuçlarının sağlıklı ve güvenilir bir biçimde muhasebeleştirilmesi, mali tablolar aracılığı ile ilgililere sunulan bilgilerin tutarlılık ve mukayese edilebilirlik niteliklerini koruyarak gerçek durumu yansıtmasının sağlanması ve işletmelerde denetimin kolaylaştırılması amacıyla yapılmıştır” (1 Sıra Nolu Muhasebe Sistemi Uygulama Genel Tebliği, www.gib.gov.tr. (Erişim Tarihi: 03.08.2021).

“Bu düzenleme kapsamında bulunan işletmeler, muhasebe sistemlerini bu Tebliğ ve Eki'nde öngörülen kurallara uygun olarak yürüteceklerdir. Ancak vergiye tabi kârın

tespiti aşamasında vergi kanunlarında yer alan özel hükümleri göz önünde bulundurmak zorundadırlar. Diğer bir anlatımla, bu düzenlemede yer alan kavram ve ilkeler ile mali tabloların düzenlenmesi ve sunulmasına ilişkin esaslar çerçevesinde düzenlenecek mali tabloların teklifi değiştirilemez olup; işletmeler söz konusu mali tablolardan hareketle vergiye tabi safi kazancın tespitinde vergi mevzuatı uyarınca istenilen bilgileri sağlayacak şekilde gerekli düzenleme ve hesaplamaları yapacaklardır” (1 Sıra No’lu Muhasebe Sistemi Uygulama Genel Tebliği, www.gib.gov.tr. (Erişim Tarihi: 03.08.2021).

6102 sayılı Yeni Türk Ticaret Kanununun 509. Maddesinin ikinci fıkrasında “kâr payı dönem net karından ve yedek akçelerden dağıtılabılır” hükmü bulunmaktadır. Safi kar kavramı kanun koyucu tarafından dönem net kar kavramı olarak belirlenmiştir. (Deniz, 2019: 6).

1.2.KAR PAYI KAVRAMI

Temettü kavramı literatürde kâr payı kavramı ile eş anlamlı olarak kullanılmaktadır. Temettü kavramının sözlük anlamı, kazanç olarak ifade edilmektedir. Temettü dağıtım şekilleri incelendiğinde bir payın yazılı değerinin belirli bir yüzdesi veya bir paya ait belirlenmiş bir tutar şeklinde iki olasılık mevcuttur (Omağ, 2016: 5).

Kar payları nakit veya hisse senedi şeklinde dağıtılabilmektedir. Kâr payı dağıtım şekli ne olursa olsun önemli olan kâr payı dağıtımının istikrarlı olarak devam etmesidir. Çünkü yatırımcılar istikrarlı olarak kâr payı dağıtan şirketlerin iyi durumda olduğunu ve endişelenecek bir şey olmadığını düşünürler (Kaderli ve Başkaya, 2014: 51).

Kâr payının analiz edilmesi kullanılan kâr payı verimi, firmaların net kardan hissedarlara nakit olarak dağıtılan kısmın yüzdesi olarak tanımlanmaktadır ve bu tutar yatırım ve finansman kararları verilirken dikkate alınmaktadır. Yüksek kâr payı verimi yatırımcılar tarafından iyi bir gelir elde edilmesinin göstergesidir. Kâr payı veriminin düşük olması ise yatırımcılar için iki farklı şekilde yorumlanmaktadır. İlk yoruma göre

firmanın gelecek dönemler de hızlı büyümesi ve gelirin artması beklenir. İkinci yoruma göre ise firmanın finans durumu iyi değildir ve kâr payı dağıtmaya gücü yetmiyordur (Omağ,2007: 8).

1.Kâr payı verimi= Hisse başına kâr payı / Hisse senedi fiyatı

2. Kâr payı verimi= Ödenen Kar Payı Toplamı / Piyasa Değeri

Kâr payı verimi firmanın dağıttığı kâr payının piyasaya göre ne kadar verimli olduğunu göstermektedir. Kar payı verimi oran sonucu yatırımcıların kar paylarından yıllık yüzde kaç gelir elde edeceğini göstermektedir. Örneğin, hisse senedi fiyatı 10TL, firmanın hisse başına dağıttığı kar 1TL olarak varsayarsak firmanın kâr payı verimliliği (1/10) %10 olmaktadır (Ünal,2020: 10).

Kar payları kural olarak hissedarlar için getiri anlamı taşıyor olmasına rağmen, özellikle vergi ve fon kullanımı bakımından çeşitli olumsuzluklara neden olabilmektedir. Bu durum finans biliminde sorgulanmış ve kâr payı bilmecesi olarak bilinen olguyu doğurmuştur (Omağ, 2016:13).

Kısaca kâr payı firmaların bir yıllık faaliyet dönemi içinde elde ettikleri kardan mevcut ortakların pay alma hakkı olarak tanımlanır.

1.3.KAR DAĞITIM KAVRAMI

Kar dağıtımı firmaların büyüme potansiyelini, hisse fiyatlarını ve ayrıca hissedarların gelirini etkilemektedir. Kar dağıtım tutarının makul bulunduğu firmaların hisseleri talep görmekte ve talebi fazla olan hisse senetlerinin fiyatlarında artış meydana gelmektedir, dolayısıyla firmanın piyasa değeri ve hissedarların gelirinde artış gerçekleşmektedir. Firmanın gelecek dönemlere ait yatırımlarına imkân sağlamak ve firma büyümesine katkı sağlamak için elde edilen kar miktarının ne kadarının oto finansman olarak firmada bırakılacağı ve ne kadarının kâr payı olarak dağıtılacağı verilmesi gereken önemli bir karardır (Çetin,2019: 5).

Yatırım kararları alınırken ve kâr payı analizi yapılırken kâr payı dağıtım oranı dikkate alınmaktadır. Kâr payı dağıtım oranı hesaplanırken ilgili dönem içinde dağıtılan kâr payı aynı dönemin net karına bölünerek bulunmaktadır. Bu oran ile firmanın dönem içindeki net karın ne kadarının hissedarlara dağıtıldığı bulunmaktadır (Ünal,2020: 8).

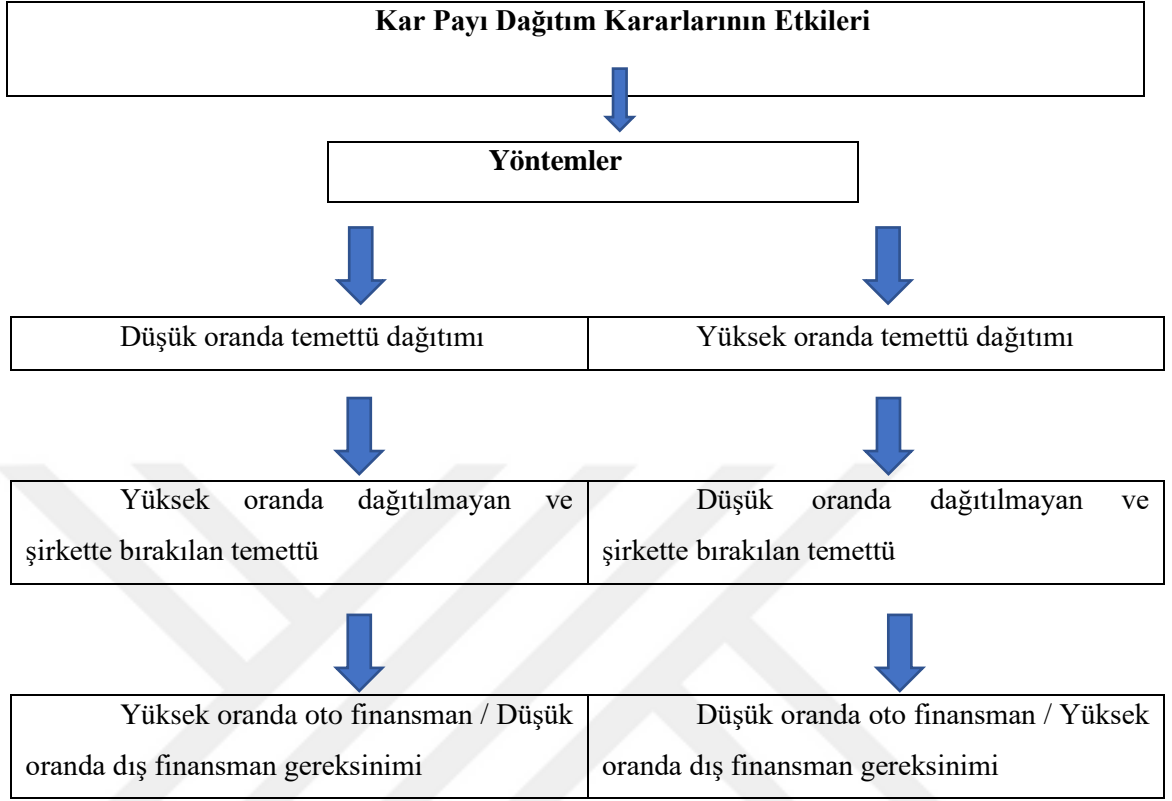
$$\text{Kar Payı Dağıtım Oranı (KPDO)} = \text{Dağıtılan Kar Payı} / \text{Net Kar}$$

Firmaların ilgili mali yıla ait dönem karına ya da dönem zararına gelir tablosunun son satırında yer verilir. Eğer ki firmalar ilgili dönemde zarar etmişler ise kar dağıtım gibi bir husus söz konusu değildir. Eğer ki firmalar kar elde etmiş ise elde edilen kardan hissedarlara dağıtım yapıp yapılmayacağı, dağıtılacaksa hangi yöntemler ile ne kadarının dağıtılacağına dair finansal bir karar süreci başlamaktadır. Firmaların kâr payı dağıtması sadece yatırımcılar için değil aynı zamanda firmanın kendi geleceği içinde önemli bir etkidir. Firmanın kuruluş döneminde gerçekleşen sermaye elde edilen karın firmada bırakılması ile güçlenir. Yatırımcıların yatırım yaptıkları firmaya ileriki dönemlerde ilave yatırım yapmaya isteksiz olacakları düşünüldüğünden başlıca oto finansman kaynağı olarak elde edilen ve dağıtılmayan ilgili dönem karı kullanılmaktadır (Kartal, 2018:453).

Kar dağıtım kararı firmanın piyasadaki değerini, firmanın büyüme hızını ve hissedarların gelirini etkileyen önemli bir unsur olduğu için, yönetim net karın ne kadarının kâr payı olarak dağıtılacağına ve ne kadarının dağıtılmamış kar olarak firma içinde bırakılacağına karar vermelidir. Bu karar birçok unsuru etkilediği için yönetimin vereceği en önemli kararlardan biridir (Doğan, 2006: 114).

Hissedarlar firmanın dönem içinde elde ettiği kardan kâr payı almak isterler. İlgili dönem içinde elde edilen kardan yatırım yapmayan ve kâr payı dağıtmayan firmalar yatırımcılar tarafından tercih edilmemektedir. Firma yöneticileri hem firmanın ihtiyacı doğrultusunda hem de hissedarların talepleri doğrultusunda memnun edici bir karar vermelidir (Ünal,2020: 6).

Şekil 2: Firma Kar Payı Dağıtım Kararlarının Etkileri



Kâr payları yılda bir veya iki defa hissedarlara dağıtılabilir. Bu kapsam yıl için ve/veya ara dönem olmak üzere iki olasılık mevcuttur. Hissedarlara dağıtılana kadar kar payları bilançoda borç kalemidir. Bu nedenle kar paylarının duyurusu şart olup, sorumluluk yönetim kuruluna aittir. Kâr payı dağıtım kararının ilanı ile firmanın dönem karı incelenerek dağıtılacak kar için karşılık ayrılır. Daha sonra bu karşılık kısa vadeli borçlar hesabına aktarılır. Tekdüzen hesap planında kar payları “Ortaklara Borçlar Hesabında” yer almaktadır (Omağ,2016: 5).

1.4.TÜRK HUKUK’UNDA KÂR PAYININ DAĞITIMI

Türk hukuk sistemin de kâr paylarının dağıtım politikasına, Türk Ticaret Kanunu (TTK)’da ve Sermaye Piyasası Kanunu (SPK)’da bazı esaslar öne sürmektedir ancak TTK ve SPK’ya göre de kâr payının dağıtılabilmesi için firmanın kara sahip olması gerekmektedir. Eğer Genel Kurulca kâr payı dağıtılmasına karar verilirse firma kar elde

etmese de ayrılan yedek akçelerden kâr payı dağıtımını yapılabilir ancak kanuni olarak zorunluluk bulunmamaktadır (Açık Taşar ve Demir, 2019:249).

“1956’den beri yürürlükte bulunan 6762 sayılı Türk Ticaret Kanunu” Türkiye’nin uluslararası düzeyde sanayi, ticaret, hizmet ve sermaye piyasalarında gelişmesi ile birlikte karmaşık hale gelmektedir bu nedenle uluslararası finansal raporlama standartları çerçevesinde güncel bir ticaret kanuna sahip olması gerekmektedir. “6102 sayılı Türk Ticaret Kanunu” adıyla 13 Ocak 2011 tarihinde birçok düzenlemeden geçirilmiş haliyle TBMM Genel Kurulu’nda görüşülerek kabul edilmiş, 14 Şubat 2011’de 27846 Sayılı T.C. Resmi Gazete’de yayınlanmıştır. Genel olarak yeni Türk Ticaret Kanununun 01.07.2012’de yürürlüğe girmiş bulunmaktadır.

1.4.1.Türk Ticaret Kanunu’na Göre Kar Payı Dağıtımı

Türk Ticaret Kanunu’nda yer alan kar dağıtım ilkeleri şu şekilde özetlenebilir (Kırbaş,2018: 26).

1. “Yasal ve isteğe bağlı (ihtiyari) yedek akçelerle TTK ve esas sözleşme gereğince ayrılması gereken diğer paralar ayrılmadıkça kar payı dağıtılamaz (T.T.K: Md-253). TTK ve esas sözleşme gereğince ayrılması gereken paralar şunlardır:

- I’nci Tertip Yasal Yedek Akçe (Genel Kanuni Yedek Akçe) (TTK Md-519/1)
- Esas sözleşme gereğince ayrılan ihtiyari yedek akçe niteliğindeki fonlar(TTK Md-521)
- Esas sözleşme gereğince çalışanlar için yardım amaçlı vakif ya da kooperatiflere ayrılan yedek akçeler (TTK Md-522)”

2. “Şirketin devamlı surette gelişimi, mali bünyesinin korunması ve güçlendirmesi, istikrarlı kar dağıtımını yapabilmesi amacıyla, TTK ve esas sözleşmede yer alan hükümlerin dışında olmak üzere, genel kurul tarafından yedek akçe ayrılmasına karar verilebilir. Kanunda ya da esas sözleşme dışında yedek akçe ayrılmasına karar verilebileceği gibi yasal veya esas sözleşmeye dayanan yedek akçelerin oranlarının artırılması mümkündür.”

3. “TTK.’nun 519’uncu maddesinin 1’inci fıkrası uyarınca limited şirketlerin ve anonim şirketlerin her yıl net dönem karının (kanunda yıllık kar tabiri yer almaktadır) %5’ini ödenmiş sermayenin %20’sini buluncaya kadar ayırdıkları yasal I. tertip yedek akçenin yanı sıra;

- Yeni payların çıkarılması neticesinde sağlanan primin, çıkarma masrafları indirildikten sonra, itibari kıymetten fazla olarak elde edilen hasılatın itfalara veya yardım ve hayır işlerine sarf edilmeyen kısmı (TTK Md-519/2-a)

- Iskat sebebiyle iptal edilen pay senetlerinin bedellerine mahsuben yapılan ödemelerin, bunların yerine çıkarılan senetlerin çıkarılma giderleri düşüldükten sonra, artan kısmı (TTK Md-519/2-b)

- Net dönem karından I’ nci tertip yasal yedek akçeden başka pay sahipleri için %5 oranında kar payı ayrıldıktan sonra, kardan pay alacak kişilere (pay sahibi ve kara iştirak eden diğer kimselere) dağıtılması kararlaştırılan kısmın %10’u tutarında ödenmiş sermayenin %20’siyle sınırlı olmaksızın ilave yedek akçe ayırmaları gerekmektedir.”

4. “Ortaklara kardan ayrılan ilk pay olan I’ nci temettü özü itibariyle sermayeye verilen pay (faiz) olarak nitelendirildiğinden ortaklar ödemiş oldukları sermaye üzerinden I. Temettü ayrılması ve TTK’ da açıkça belirtildiği üzere ödenmesi zorunludur (TTK Md-519/2-c).”

5. “Kurucu ortaklara kuruluş dönemindeki çalışmalarına ilişkin olmak üzere kardan belli oranda pay verilmesi esas sözleşmede kararlaştırılabilir (TTK Md-348,502).”

1.4.2.Sermaye Piyasası Kanunu’na Göre Kar Payı Dağıtımı

“SPK’nın yayımladığı Kar Payı Tebliği’ne (II-19.1) istinaden SPK tarafından yayımlanan Kâr Payı Rehberi’ne göre Kâr Payı Dağıtımına İlişkin Genel Esaslar aşağıda belirtilmiştir:”

- a) “Ortaklıklar, karlarını genel kurulları tarafından belirlenerek kar dağıtım politikaları çerçevesinde ve ilgili mevzuat hükümlerine uygun olarak genel kurul kararıyla dağıtır.”
- b) “Kâr dağıtım politikasında; kâr payı dağıtılıp dağılmayacağına, dağıtılacak ise ortaklar ve kara katılan diğer kişiler için belirlenen kar payı dağıtım oranlarına ve bu oranların uygulanacağı hesap kalemine (örneğin net dönem karı ya da sermaye) yer verilir.”
- c) “Kâr dağıtım politikasında, kar payının nakit ve/veya bedelsiz olarak dağıtılacağı hususunda da bilgi yer alır. Payları borsada işlem görmeyen ortaklıkların kâr payını tam ve nakit olarak dağıtmaları zorunludur. Dağıtım işlemine en geç dağıtım kararı verilen genel kurul toplantısının yapıldığı hesap dönemi sonu itibariyle başlanmalıdır.”
- d) “Kâr payı, dağıtımına karar verilen genel kurul toplantısında karar bağlanmak şartıyla eşit veya farklı tutarlı taksitlerle ödenebilir. Taksit sayısı genel kurul tarafından açıkça yetkilendirilmesi şartıyla yönetim kurulu tarafından belirlenir. Taksitli ödemede II-19.1 sayılı Kar Payı Tebliği'nin (Tebliğ) 5 inci maddesinde yer alan hükümlere uyulur. Payları borsada işlem görmeyen ortaklıklar taksitle işlem yapamaz.”
- e) “6102 sayılı Türk Ticaret Kanunu'na (TTK) göre ayrılması gereken yedek akçeler ile esas sözleşmede veya kar dağıtım politikasında pay sahipleri için belirlenen kar payı ayrılmadıkça; başka yedek akçe ayrılmasına, ertesi yıla aktarılmasına ve intifa senedi sahiplerine, yönetim kurulu üyelerine, ortaklık çalışanlarına ve pay sahibi dışındaki kişilere kardan pay dağıtılmasına kara verilemez. Ayrıca kar dağıtım politikasında pay sahipleri için belirlenen kâr payı nakden ödenmedikçe bu kişilere kardan pay dağıtılamaz.”
- f) “6362 sayılı Sermaye Piyasası Kanunu'nun 136 ıncı maddesinin beşinci fıkrası uyarınca, payları halka arz yoluyla satılan bankaların dağıtacakları kâr payına ilişkin esaslar kendi özel mevzuatına tabidir.”
- g) “Dağıtılması öngörülen kâr payı tutarının tamamı, ancak yasal kayıtlarda (Vergi Usul Kanunu'na göre tutulan kayıtlarda) mevcut net dağıtılabılır kardan veya diğer kaynaklardan karşılanabildiği sürece dağıtılabilecektir. Bir başka deyişle dağıtılacak kar payı tutarında üst sınır, yasal kayıtlarda yer alan ilgili kar dağıtım

kaynaklarının dağıtılabilir tutarıdır.”

- h) “Tebliğin 7 inci maddesinin üçüncü fıkrasında yer alan ve payları Borsada işlem görmeyen ortaklıkların kâr payı dağıtım muafiyetine ilişkin hesaplamada, yasal kayıtlarda yer alan net dağıtılabilir dönem karının Kurulumuz düzenlemeleri uyarınca düzenlenen finansal tablolar üzerinden hesaplanan birinci kar payı tutarından düşük olması durumunda, yasal kayıtlarda yer alan net dağıtılabilir dönem karının da dikkate alınması gerekmektedir.”

“Söz konusu Kar Payı Rehberi’ndeki örnek Kar Dağıtım Tablo açıklamalarıyla birlikte Ek-1’de verilmiştir. Yine söz konusu rehberde bahsi geçen Kar Dağıtım Tablosu Tablo: 1 de verilmiştir.”

Tablo 1: Kar Payı Dağıtım Tablosu

	GRUBU	TOPLAM DAĞITILAN KAR PAYI		TOPLAM DAĞITILAN KAR PAYI/ NET DAĞITILABİLİR DÖNEM KARI		1 TL NOMİNAL DEĞERLİ PAYA İSABET EDEN KAR PAYI	
		NAKİT (TL)	BEDELSİZ (TL)	ORANI (%)		TUTARI (TL)	ORANI (%)
NET	A						
	B						
	TOPLAM						

Kaynak: (Kırbaş, 2018: 33).

1.4.3. Türkiye Muhasebe Standartlarına Göre Kar Payı Dağıtım

Kamu Gözetimi Muhasebe ve Denetim Standartları Kurumu (KGK) 09.02.2018 tarihi itibarıyla, şirketlerin genel kurullarında alacakları kâr dağıtım kararlarında TMS’ye göre hazırlanan finansal tabloları mı yoksa vergi mevzuatı uyarınca hazırlanan finansal tabloları mı dikkate almalıdır şeklinde sorulan bir soruya karşılık olarak Web

sitesinde vermiş olduğu cevap ile kâr dağıtımını konusunda aşağıda belirtilen şekilde görüş ifade etmiştir.

“Türk Ticaret Kanunu’nun 88’inci maddesinin birinci fıkrası uyarınca gerçek ve tüzel kişiler münferit ve konsolide finansal tablolarını düzenlerken, Kurumumuz tarafından yayımlanan, Türkiye Muhasebe Standartlarına (TMS) uymak zorundadır. Bununla birlikte, TTK’nın 64’üncü maddesinin beşinci fıkrası uyarınca TTK’ya tabi gerçek ve tüzel kişiler, 213 sayılı Vergi Usul Kanununun defter tutma ve kayıt zamanıyla ilgili hükümlerine uymak zorundadır. Bu kapsamda, işletmeler defter tutma açısından VUK’ta yer alan hükümlere uymak zorunda olsalar da, TTK uyarınca söz konusu işletmelerin finansal tablo kullanıcılarına, TMS’ye uygun olarak hazırlanan finansal tabloların sunulmasının amaçlandığı görülmektedir.”

“TTK’nın 88’inci maddesinin üçüncü fıkrasında “Kamu Gözetimi, Muhasebe ve Denetim Standartları Kurumu, değişik işletme büyüklükleri, sektörler ve kâr amacı gütmeyen kuruluşlar için özel ve istisnai standartlar koymaya ve farklı düzenlemeler yapmaya yetkilidir. Bu standart ve düzenlemeler, Türkiye Muhasebe Standartlarının cz’ addolunur.” hükmü yer almaktadır. Dolayısıyla Kurumumuz tarafından yayımlanan Büyük ve Orta Boy İşletmeler için Finansal Raporlama Standardı da TMS’lerin cz’ olarak değerlendirilmektedir.”

“Bu kapsamda kâr payı dağıtımında vergi mevzuatına göre hazırlanan finansal tablolar yerine, Kurumumuz düzenlemeleri çerçevesinde TFRS’ye veya BOBİ FRS’ye göre hazırlanan finansal tabloların esas alınması gerekmektedir.”

1.5.PİYASA DEĞERİ

Hisse senetlerinin alım-satımının yapıldığı ortamda hisselere olan arz ve talep ilişkisi hisselerin piyasa değerini göstermektedir. Borsa değerı olarak da bilinen bu değere hisse senedi sayısı ile hisse senedinin piyasadaki fiyatının çarpılması sonucu ulaşılır. Bu yöntem değer tespiti yapmak amacıyla firmaların sıklıkla kullandığı yöntemdir (İleri,2016: 32).

1.6.YATIRIM ORTAKLIKLARI VE BORSA İSTANBUL

Yatırım ortaklıkları, küçük birikimlerin sermaye piyasasında işlem görmekte olan çeşitli menkul değerlere, güvenilir ve uzmanlar tarafından yatırılarak korunması amacıyla riskin dağıtılması ilkesi doğrultusunda bir portföyü işletmek üzere kurulmuş anonim şirkettir. Risk almamak için yatırımcılar tasarruflarını yatırım ortaklarının paylarına yatırmayı tercih ederler. Türkiye’de gelişen sermaye piyasası ile paralel olarak yatırım ortaklığı faaliyetlerinde de artışlar yaşanmaktadır. Yatırım ortaklıklarının bir kısmının payları Borsa İstanbul’ da işlem görmektedir. (Korkmaz ve Ceylan, 2017: 150-153).

1981 yılında çıkan yasalarla Sermaye Piyasası Kanunu ve Sermaye Piyasası Kurumu oluşmuştur. Sermaye piyasasının organize ve sistematik bir şekilde çalışabilmesi için, İstanbul Menkul Kıymetler Borsası (İMKB) aktif olarak 1986 yılının Ocak ayında faaliyete geçmiştir. İMKB’de halka açık işletmelerin payları, devlet ve özel sektör tahvil ve bonoları işlem görmeye başlamıştır. Daha sonra, İMKB içerisinde uluslararası pazar ve vadeli işlemler piyasası açılmıştır. 1980’li yılların ortalarından itibaren Türkiye’de döviz ticareti serbestleştirilmiştir. Türkiye’de 1995 yılında İstanbul Altın Borsası resmi olarak faaliyete başlamıştır. Türkiye’de finansal piyasalarda gözlemlenen gelişmeler, bunlarla sınırlı olmayıp 2000’li yıllarda türev piyasalara ağırlık verilmeye başlanmıştır. Ekonomideki gelişmeler ve sermaye piyasasının dinamik yapısı gereği yeni düzenlemeleri de beraberinde getirmiştir. Eski adı İstanbul Menkul Kıymetler Borsası (İMKB) yeni adı Borsa İstanbul (BİST) olan Türkiye’nin tek menkul kıymet borsası, 30 Aralık 2012 tarihinde 6362 sayılı Yeni Sermaye Piyasası Kanunu’nun Resmi Gazete’ de yayımlanmasıyla yeni bir yasal çerçeveye kavuşmuştur. Sermaye piyasasında borsaları tek bir çatı altında toplayan Borsa İstanbul, 3 Nisan 2013 tarihinde faaliyete başlamıştır. Böylece İMKB adıyla faaliyet gösteren devlet mülkiyetli borsa, Borsa İstanbul A.Ş. (BİST) olarak bir anonim şirkete dönüştürülmüş ve İstanbul Altın Borsası ile birleştirilmiştir. Borsa İstanbul; paylar, borsa yatırım fonları, aracı kuruluş varantları, sertifikalar, tahviller, vadeli işlem sözleşmeleri, opsiyon sözleşmeleri, borçlanma araçları, kira sertifikaları, kıymetli madenler ve kıymetli

taşların işlem gördüğü borsadır (Korkmaz ve Ceylan, 2017:63).

Borsa İstanbul'un tüm piyasalarında işlemler elektronik olarak gerçekleştirilmekte ve oluşan piyasa bilgileri anında duyurulmaktadır. Bist100 endeksi, Borsa İstanbul Pay Piyasası için temel endeks olarak kullanılmaktadır. Pay piyasasını izlemede en çok kullanılan endekstir. Bist30 ve Bist 50 endekslerine dahil olan payları da kapsamaktadır (Korkmaz ve Ceylan, 2017: 202-206).



2.BÖLÜM

2.1.KAR PAYI DAĞITIM POLİTİKA TÜRLERİ

Çalışmanın bu kısmında kâr payı dağıtım türleri incelenecektir.

2.1.1.Sabit Tutarda Kar Payı Dağıtım Politikası

Kâr dağıtımını sabit tutarda yapma politikasının amacı gelecek dönemlerde de belirlenen tutarı korumaktır. Elde edilen kâr payı ne kadar olursa olsun, önceki yıllara göre düşük veya yüksek olduğu fark etmeksizin yönetiminin belirlediği tutar değişmeden yıllar boyunca devam eder. Firmanın bu şekilde kararlı bir kar dağıtım politikası uygulaması, düzenli bir gelir elde etmek isteyen yatırımcılar için ilgi çekicidir (Şen, 1999: 41).

Tablo 2: Sabit Miktarda Kar Payı Dağıtım Politikası İzleyen X Şirketinin 10 Yıllık Net Karı, Kar Payı ve Kar Payı Dağıtım Oranı

YILLAR	NET KAR (TL)	KAR PAYI(TL)	KAR PAYI DAĞITIM ORANI (%)
2021	100.000	100.000	100,00
2020	200.000	100.000	50,00
2019	300.000	100.000	33,34
2018	400.000	100.000	25,00
2017	500.000	100.000	20,00
2016	600.000	100.000	16,67

2015	700.000	100.000	14,28
2014	800.000	100.000	12,50
2013	900.000	100.000	11,11
2012	1.000.000	100.000	10,00

X firması sabit miktarda kar dağıtım politikasını izlediği için elde edilen net kara bağlı olmaksızın her yıl aynı tutarda kâr payı dağıtmıştır. Yıllar içinde elde edilen net kar azalmış olsa da dağıtılan kâr payı sabit kalmıştır. Dağıtılan kâr payı sabit kaldığı için net kar azaldıkça kâr payı dağıtım oranı artmıştır. Eğer yıllık net kârda artış meydana gelirse dağıtılan kâr payı yine sabit kalacağı için kâr payı dağıtım oranı azalacaktır (Ünal, 2020: 22).

2.1.2.Sabit Oranlı Kar Payı Dağıtım Politikası

Bu politikaya göre elde edilen gelirin belirli bir yüzdesi kâr payı olarak hissedarlara dağıtılır. Elde edilen kar faaliyet gelirlerine göre yıllar içinde değişiklik göstereceğinden hissedarlara dağıtılan kâr payı da her yıl değişiklik göstermektedir. Bu politikayı benimseyen firmalar ana sözleşmelerinde bu hükümlerini belirtmektedir (Okuyan, 2002:4).

Tablo 3: Sabit Oranlı Kar Payı Dağıtım Politikası İzleyen X Firmasının 10 Yıllık Net Karı, Kar Payı ve Kar Dağıtım Oranı

YILLAR	NET KAR (TL)	KAR PAYI(TL)	KAR PAYI DAĞITIM ORANI (%)
2021	600.000	120.000	20
2020	550.000	110.000	20

2019	500.000	100.000	20
2018	450.000	90.000	20
2017	400.000	80.000	20
2016	350.000	70.000	20
2015	300.000	60.000	20
2014	250.000	50.000	20
2013	200.000	40.000	20
2012	150.000	30.000	20

X Firmasının yıllık kâr payı dağıtım oranı sabit kalmış olsa da net kar arttıkça dağıtılan kâr payı tutarının da arttığı görülmektedir. Eğer net kâr payı azalacak olursa dağıtılan kâr payında da azalış meydana gelir (Ünal, 2020:19).

2.1.3.İstikrarlı Gelişen Kâr Payı Dağıtım Politikası

İstikrarlı kâr dağıtım politikası enflasyon olmayan zamanlarda firmanın istikrarlı olarak her dönem için her bir hisse için belirlenen miktarda kârın ödenmesi olarak anlaşılmasına rağmen günümüzde değişen, gelişen piyasa şartlarından dolayı firmalar dağıtılan kâr payının da firmanın elde ettiği kazanç miktarının artış gösterdiği oran da artmasını beklemektedir. Bugün sabit bir oranda ya da tutarda kar dağıtım politikasını benimsemek istemeyen firmalar istikrarlı ve uzun vadede gelişen kâr payı dağıtım politikasını benimsemektedirler. Sabit ve güvenli kar kazancı elde etmek isteyen yatırımcılar için hisse senetleri bu politika ile çekici hale gelmektedir. Ancak değişen piyasa koşullarına rağmen istikrarlı ve artış göstermekte olan kâr payını dağıtmak her zaman kolay olmamaktadır. Bunun için elde edilen karın tamamını dağıtmamak, kâr

payını aşamalı olarak yükseltmek, elde edilen karda sabit bir artış görülmedikçe dağıtılacak kâr payını arttırmamak veya elde edilen miktarında sabit bir düşüş gözlemlenmedikçe dağıtılacak kâr payını azaltmamak gibi önlemler alınması gerekmektedir. Ayrıca bu politikayı uygulayan firmaların kar dağıtımlarını yükseltmek yerine azaltması gerekirse bu durum piyasada olumsuz bir bakış açısına neden olacaktır ve bu durum hisse değerlerini olumsuz etkileyebilecektir (Kırbaş, 2015: 10).

2.1.4.Sabit Tutarda Kar Payı ve İlave Kar Payı Dağıtım Politikası

Sabit tutarda kâr payı ve ilave kâr payı dağıtım politikasını benimseyen firmalar hisse sahiplerine dağıtmak için asgari bir tutar veya bir oran belirler ve her dönem bu asgari kâr payını hissedarlara dağıtırlar. Ayrıca dönem içinde elde edilen kar kazancı doğrultusunda dağıtılan asgari kar paylarına eklemeler yapılır. Böylece dağıtılacak kâr payındaki dalgalanmalar belirlenen sınır doğrultusunda gerçekleşmekte ve bu sınırın altına düşmemektedir. Firma ilgili dönemdeki kazancına göre ilave kar dağıtım dağıtmayacağına karar vermektedir. Bu durum firmaya esneklik sağlamaktadır (Kırbaş,2015: 11).

2.1.5.Artık Kar Dağıtım Politikası

Artık kâr payı dağıtım politikasını benimseyen firmalar elde ettikleri karı yeni yatırımlar için kullanmayı, artan karı ise hissedarlara dağıtmayı tercih etmektedirler. Bu kar dağıtım politikasına göre dağıtılacak kâr payı düşük tutarlarda olacağı için hissedarların bu durumu kabul etmesi koşuluyla gerçekleşecek kâr payı dağıtım yöntemidir (Deniz, 2019: 24).

2.2.KÂR PAYI DAĞITIM POLİTİKASINI ETKİLEYEN FAKTÖRLER

Kâr payı dağıtım politikasını etkileyen bazı faktörler maddeler halinde aşağıda açıklanmıştır.

2.2.1.Firma Büyüklüğü

Büyük firmalar ile küçük firmalar karşılaştırıldığında büyük firmaların daha fazla kâr payı dağıtımına yönelmiş olduğu görülmektedir. Nedeni ise gelişmiş firmalar küçük firmalardan daha fazla likiditeye sahiptir ve herhangi bir finansal sıkıntı durumu olduğunda büyük firmalar sermaye piyasalarına daha kolay ulaşarak fon ihtiyacını karşılayabilir ancak bu durum küçük firmalar için risklidir. Dolayısıyla büyük firmalar küçük firmalara göre daha fazla kâr payı dağıtma eğilimindedir (Yıldız, Gökbulut ve Korkmaz, 2014:189).

Fama ve French kâr payı dağıtan firmaların dağıtmayan firmalara kıyasla daha büyük firmalar olduğunu belirtir. 1963-1967 yıllarında gerçekleştirilen analiz ile kar payı dağıtan firmaların kar payı dağıtmayan firmalara göre büyüklükleri (varlıklarının toplamları) ölçülmüş ve kar payı dağıtan firmaların büyüklüklerinin sekiz kat daha büyük olduğu görülmüştür. 1993-1998 yıllarının verileri kullanılarak yapılan bir analize göre ise istikrarlı kâr payı dağıtımını yapan firmaların büyüklüklerinin kar payı dağıtmayan firmalara göre on üç kat daha büyük olduğu sonucuna varılmıştır (Koç ve Kutlu, 2016: 41).

Yoon ve Stark 1969-1988 yılları arasında NYSE'ye kayıtlı olan 3748 kar payı artışı ve 431 kar payı azalışı duyurusu yapan örnek kütle üzerinde araştırma yapmıştır. Araştırmacılar firmanın büyüklüğü ile kâr payı artışları arasında anlamlı bir ilişki olduğunu gözlemlerken, firmaların büyüklüğü ile yapılan kar dağıtımları arasında anlamlı bir ilişki tespit edilmemiştir (Koç ve Kutlu, 2016: 41).

2.2.2.Likidite Durumu

Firmanın likidite durumu eldeki nakit ile kısa vadeli borçların ödenme gücüdür. Firman elindeki nakit ile borçlarını ödeyebiliyor ve elinde fazladan nakit kalıyorsa firmanın likiditesi yüksektir. Nakit sıkıntısı yaşamayan firmalar kâr payı dağıtımında da sıkıntı yaşamazlar. Ancak firma dönen varlıkları ile kısa vadeli borçlarını ödemedeki sıkıntı yaşıyor ise kâr payı dağıtımında da sıkıntı yaşayacaktır. Ayrıca nakit kâr payı

dağıtım kararı veren firmalar için elde edilen kar miktarı değil, elde bulunan nakit miktar önem arz etmektedir. Gelişmekte olan farklı ülkelerde yaşanan enflasyon sıkıntısı, nakit sıkıntısı yaratmakta ve yaşanan nakit sıkıntısı ise kar dağıtım kararlarını oldukça etkilemektedir (Çetin, 2019:8).

Kâr payı dağıtımını nakit çıkış gerektiren bir işlemdir, bazı zamanlar kar elde etmiş işletmeler de nakit sıkıntısından dolayı kar dağıtamayabilirken likidite durumu iyi olan işletmeler kolaylıkla nakit çıkışı gerçekleştirerek kâr payı dağıtımını gerçekleştirebilir (Pekkaya, 2006:187).

Likidite ile kar payı dağıtım kararları arasındaki ilişkiyi inceleyen çalışmalardan Bhat ve Pandey (1993), Mehta (2012), Kuzucu (2015) kar payı ve likidite arasında bir ilişki olmadığını, Ho (2003), DeAngelo vd. (2004), Ahmed ve Javid (2008), Malik vd. (2013) yaptıkları çalışmalarda likiditenin kar payı dağıtım kararlarında olumlu yönde bir etkiye sahip olduğunu, Kania ve Bacon (2005), Naceur vd. (2006) ise likiditenin olumsuz yönde kar dağıtım kararlarına etkisi olduğunu ortaya koymuşlardır (Faedfar, 2020: 54).

2.2.3.Kaldıraç Etkisi

Kaldıraç oranı, finansal riskin ölçüsüdür ve yüksek kaldıraç oranı içeren firmalar gelirlerde yaşanabilecek dalgalanmalar nedeniyle bazı dönemlerde kâr payı dağıtımını yapmakta zorlanabilir ve kaldıraç oranının yüksek olduğu dönemlerde kâr payı dağıtmayabilir (Yıldız, Gökbulut ve Korkmaz, 2014:189-190).

$$\text{Finansal Kaldıraç Oranı} = \text{Toplam Borçlar} / \text{Toplam Varlıklar}$$

Kaldıraç oranı toplam borçların, toplam varlıklara bölümü ile bulunmaktadır. Firmanın kaldıraç oranı ne kadar yüksek ise firmanın hisse başına karı ile ilgili belirsizlik o kadar artmaktadır. Yüksek kaldıraç yüksek risk olarak değerlendirilmektedir. Borçlanma faiz yükümlülüğüne neden olmaktadır. Faiz ise sabit maliyetleri ve bunun sonucunda da finansal kaldıraç oranını arttırmaktadır. Finansal

kaldıraç oranı hisse başına karın toplam faaliyet karına göre daha yüksek oranda arttığı durumu göstermektedir.

2.2.4.Borçların Ödenmesi

Firmalar dönem sonunda borçlarını finanse edebilmek için elde ettikleri karları dağıtmayarak oto finansmana gitmeyi tercih edebilirler (Salkımcı,2019:11).

2.2.5.Yeni Yatırım Planları

Enflasyon sıkıntısı yaşayan ülkelerdeki firmalar için otofinansman yapmak büyük önem taşımaktadır. Çünkü enflasyon dönemlerinde faiz oranları yüksek olur ve faiz giderlerine katlanmamak adına firmaların yapmayı planladıkları yatırımlar için borca girmeyerek eldeki nakit kullanımı firmaya yeni yatırım planlarında büyük kolaylık sağlayacaktır (Çetin, 2019: 9).

Firmalar için yüksek kazanç sağlayacak yatırım fırsatlarını değerlendirebilmek adına elde edilen karları dağıtmayarak oto finansman olarak saklamak iyi bir alternatiftir (Salkımcı,2019:11).

Verimli yatırım olanağını elde eden firmalar elde ettikleri karı dağıtmayarak yatırım yapabilmek için kullanabilmektedirler. Özellikle borçlanma imkânı sınırlı olan firmalar açısından yatırımlarını gerçekleştirebilmek için bu finansman politikasını uygulamak zorunlu hale gelebilmektedir (Kaya,2019: 21).

2.2.6.Enflasyon

Kâr payı dağıtım kararlarını etkileyen en önemli etmenlerden biri de enflasyondur. En büyük ekonomik sorunlardan biri olan enflasyon bireylerin ve firmaların satın alma gücünü azaltmaktadır. Enflasyonun yüksek olduğu dönemlerde nakit sıkıntısı yaşanır, kısa vadeli borçların ödemesinde zorluklar yaşanır, günlük

harcamalar daha maliyetli olur. Firmaların elde ettikleri kazançlarda da paranın değer kaybetmesi ve artan maliyetlere bağılı olarak azalışlar gözlemlenir. Enflasyon dolayısıyla yaşanan bu durumların kar dağıtım kararlarını da etkilemesi de kaçınılmazdır. Firmalar enflasyon sebebiyle hızla tükenen kazançlarını dağıtmayarak firma için kullanmayı tercih etmektedirler. Enflasyon dönemlerinde faiz oranları da yüksek olacağı için borçlanmak ve bu faiz yüküne katlanmaktansa firmanın öz sermayesini kullanması daha uygun bir karar olmaktadır (Çetin,2019: 15).

Firma faaliyetlerinin sürekliliği, sermayenin ve üretim gücünün korunması için enflasyon ortamında gerçek kar tespit edilmeli ve kâr payı dağıtımları gerçek kar üzerinden yapılmalıdır (Ertaş ve Karaca,2010:63).

2.3.KAR PAYI DAĞITIM ŞEKİLLERİ

Sektörlere göre firmalara göre kâr payı dağıtım şekilleri ve zamanları değişiklik göstermektedir. Türkiye'deki firmalar genellikle yılda bir kez kâr payı dağıtımını yapmaktadırlar. En çok tercih edilen kâr payı dağıtım şekilleri ise bu kısımda incelenecektir (İleri,2016:7)

2.3.1.Nakit Kar Dağıtım

Nakit olarak kâr payı dağıtım yöntemine göre firmalar hissedarlara kar dağıtım kararı aldıklarında kar paylarını nakit olarak dağıtmaktadırlar. Kâr payı dağıtım denildiğinde akla ilk gelen yöntem nakit kâr payı dağıtım yöntemidir. Yönetimin kâr payı dağıtmasına karar vermesi ve firmanın yeterli likiditeye sahip olması durumunda kullanmak için en sık başvurulan yöntemdir. Elde edilen karlar nakit olarak hissedarlara verilir (Yurttadur,2009: 176).

Nakit kâr payı dağıtımını üç aşamalı bir süreçtir. İlk aşamada, hisse başına düşen kâr payı tutarı ilan edilir. İkinci aşama başvuru aşamasıdır. Bu aşamada hisse sahiplerinin başvuruları yapılır. Son aşama da ise nakit kar payları dağıtılır (Omağ,2016: 7).

Toplam Nakit Kar Payı = Pay Başına Nakit Kar Payı x Pay Senedi Sayısı
(Omağ,2016: 7).

2.3.2. Hisse Senedi Olarak Kar Dağıtım

Bu yöntemi kullanmak isteyen firmalar sürekli büyüyen, elde ettikleri karların hepsini hissedarlara dağıtmak yerine karlı olacağını düşündükleri yatırım projelerinde kullanmak isteyen ve ortaklarını arttırarak daha geniş alanlara doğru büyümek isteyen firmalardan oluşmaktadır. Bu firmalar istikrarlı büyüme ve gelişme sağlayan firmalardır (Yurttadur,2009: 177).

Hisse senedi olarak kâr payı dağıtılması firmadan fon çıkışı gerektirmeyen bir işlemdir. Bunun yatırımları olumlu etkilediği vurgulanmaktadır. Bu nedenle firma için avantaj sağlamaktadır (Omağ,2016: 8).

Hisse Senedi Olarak Kar Payı = Hisse Senedi Sayısı x Kar Payı Yüzdesi (Omağ, 2016: 8).

2.3.3. Melez Kâr Payı Dağıtım

Melez kâr payı dağıtımını, firmaların dağıtım kararı aldıkları kar paylarının bir kısmının nakit bir kısmının ise hisse senedi olarak yapılmasıdır. Ne kadarının nakit ne kadarının hisse senedi olarak yapılacağına dair firma kendi karar verir, yasal bir oran belirlenmemiştir (İleri,2016: 16).

2.3.4.Hisse Geri Alımı İle Kar Dağıtım

Kar dağıtım yöntemlerinden bir diğeri hisseleri geri alım yoluyla kar dağıtımıdır. Bu yöntem ile pay sayıları azalmakta ve bu durum kar başına kazancı olumlu olarak etkilemektedir.

Bu yöntemin avantajları şu şekilde sıralanabilir;

- a) Bu yöntem yönetim tarafından firmanın hisse fiyatının piyasada olması gerekenden daha düşük değerlendirildiği yönünde bir bakış açısı verdiği için bu yöntemi kullanan firmalar genellikle yatırımcılar tarafından olumlu karşılanır.
- b) Yönetim kar payı dağıtmaya karar verdiğinde hissedarların seçim hakkı yoktur firma ne dağıtırsa onu kabul etmelidir. Bu yöntem ile firma hissedarlarına tercih hakkı verilmiş olur. Hisse satın alımı yöntemi kullanımında nakit ihtiyacı olan hissedarlar ellerindeki hisselerin bir kısmını ya da hisselerinin tamamını şirkete satma imkânı bulurlar. Nakit istemeyen hissedarlar ise hisseleri satmayacaklardır.

3.BÖLÜM

3.1.KAR DAĞITIM POLİTİKASININ FİRMA DEĞERİNE ETKİSİNE YÖNELİK TEORİLER

Kâr payı teorilerinin hissedarların refahı kapsamında üç gruptan oluştuğu ifade edilmektedir. Geleneksel yaklaşım olarak bilinen ilk gruba göre kar paylarının elde edilmesinin doğru olduğu düşüncesi hakimdir ve kâr payı dağıtım politikalarının oluşturulmasında buna dikkat edilmesi gerekmektedir. Bu bakış açısına göre dağıtılacak kar payları yüksek olmalıdır ve bu durum hisse senetlerine olan ilgi için olumlu bir etki yaratmaktadır. Ayrıca hissedarların refahı için en uygun yöntem olarak görülmektedir. Modern yaklaşım olarak bilinen ikinci gruba göre ise piyasaların etkinliği ön plandadır. Bu bakış açısına göre hissedarların refahı için kar paylarının dağıtımını önemli değildir. Dolayısıyla kâr payı dağıtım politikalarının nasıl oluştuğunun da bir önemi bulunmamaktadır. Üçüncü grup ise vergi oranlarına yöneliktir. Bu grubun bakış açısına göre kâr payı politikaları belirlenirken vergi oranları ve firmaya etkisi göz önünde bulundurulmalıdır (Omağ,2016: 14).

Kâr payı dağıtım politikalarının firma değerine etkisi hakkında literatürde çeşitli teoriler bulunmaktadır. Bu teoriler Eldeki Kuş Teorisi, Kar Payı İltisizlik Teorisi, Vergi Etkisi Teorisi, Vergi Etkisi Teorisi, Müşteri Etkisi Teorisi, Sinyal Etkisi Teorisi ve Temsil Maliyeti Teorisi başlıkları altında incelenecektir.

3.1.1.Eldeki Kuş Teorisi (Bird in Hand Theory)

Myron Gordon ve John Lintner tarafından ortaya konulan eldeki kuş teorisi kar dağıtım politikalarının firma değerliliğine etkisi olduğu fikrini savunmaktadır.

Kar payı getirisi eldeki kuş, sermaye getirisi ise daldaki kuş olarak düşünülmektedir.

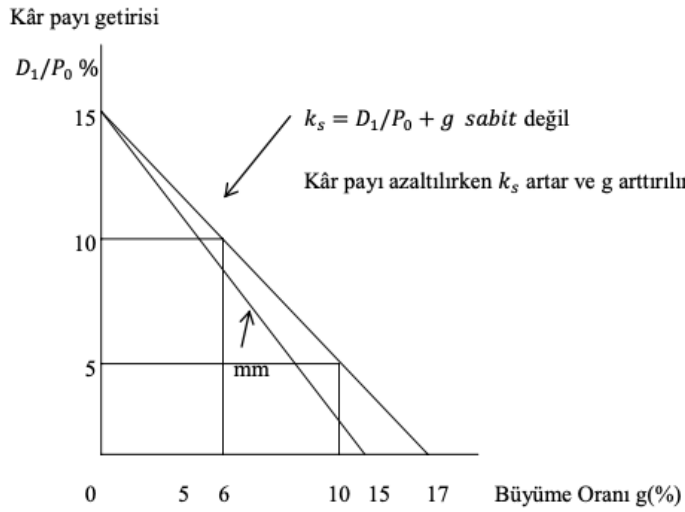
Bu teoriye göre dağıtılacak kâr payı diğer getirilere göre daha risksiz görüldüğü için ileride elde edilebilecek sermaye kazancından daha değerli görülür. Daha risksiz görülme sebebi ise firmada yönetici konumunda olmayan yatırımcıların firmada

yönetici konumunda olan yatırımcılar kadar detaylı bilgiye sahip olmaması ve hisse senetlerinin gelecekteki fiyatını yönetici konumundakiler kadar iyi öngörememenin verdiği belirsizlikten kaynaklanmaktadır (Taştekin, 2016:30).

1962 yılında John Lintner tarafından yayımlanan “Kar Payı, Kazanç Kaldırıcı, Hisse Fiyatları ve İşletmelere Sermaye Sağlama” adlı makalede Modigliani-Miller yaklaşımının aksine kar dağıtım politikalarının firma değeri üzerine etkili olduğu fikri savunulmaktadır (Demirel, 2014: 61).

1963 yılında Myron Gordon tarafından yayımlanan “Optimum Yatırım ve Finansman Politikası” adlı makalede Modigliani-Miller yaklaşımının aksine kar dağıtım politikalarının firma değeri üzerinde etkili olduğu fikri savunulmaktadır (Demirel, 2014: 61).

Şekil 3: Gordon Lintner Hipotezi



Kaynak: (Türko, 2002: 524).

K_s : Getiri oranı

D_1 : Ödenen kar payı tutarı,

P_0 : Hisse senedi piyasa fiyatı,

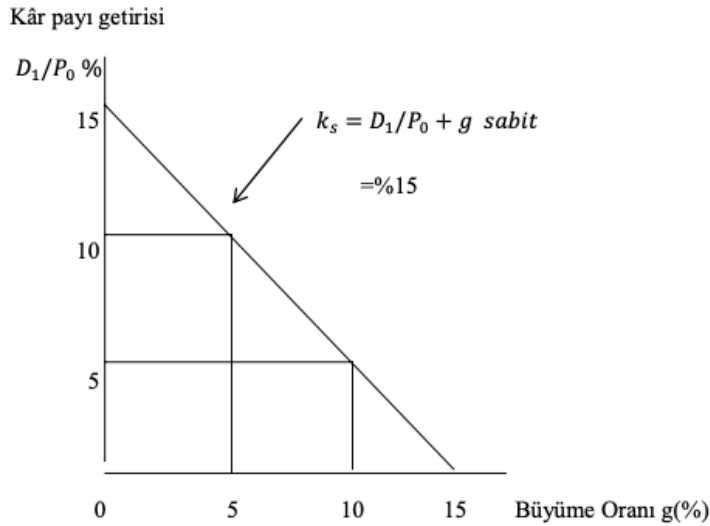
g: Büyüme

Şekil 3’de Gordon Lintner kar payı hipotezi verilmiştir. Hipoteze göre yatay eksene çekilen dik çizgi büyüme ile elde edilecek kazançla kıyasla kar payı kazancının daha az riskli olduğu yansıtmaktadır. Firma elde ettiği karın tamamını dağıtırsa istenen getiri oranı (k_s) %15 olacaktır. Kar payı ödemeleri azalır sermaye maliyeti artmaktadır. Firmanın hiç kar payı dağıtmadığı, kar payı gelirlerinin sıfır olduğu durumda (k_s) getiri oranı %17’dir. Kar payı kazancındaki %1 azalış, %1’den daha fazla ek büyüme ile dengelenebilmektedir.

3.1.2.Kar Payı İntisizlik Teorisi (Dividend Irrelevancy Theory)

1961 yılında Merton H. Miller ve Franco Modigliani tarafından yayımlanan “Kar Payı Politikası, Büyüme ve Hisse Senetlerinin Değerlemesi” bilim dünyasında yapılan ilk çalışmalardan biridir. Bu çalışmada Miller ve Modigliani firmanın kar dağıtım dağıtmama kararının firma değerine herhangi bir etkisi olmadığını savunmaktadır (Söyler, 2019:15).

Şekil 4: Modigliani- Miller Hipotezi



Kaynak: (Demirel, 2014: 55).

K_s : Getiri oranı

D_1 : Ödenen kar payı tutarı,

P_0 : Hisse senedi piyasa fiyatı,

g : Büyüme

Şekil 4’de Modigliani-Miller kar payı hipotezi verilmiştir. Hipoteze göre kar payı dağıtım politikaları hisse değerlerini etkilememektedir. Firmanın öz sermaye maliyeti %15’dir. Firmanın dikey ekseninde görüldüğü gibi bütün kar payını dağıtması veya yatay ekseninde görüldüğü gibi hiç kar payı dağıtmaması herhangi bir değişikliğe neden olmamaktadır. Yatırımcı için kar payı getirisi veya sermaye kazancı getirisi arasında bir fark bulunmamaktadır.

Bu teori sermaye piyasalarının mükemmel olduğu, verginin olmadığı, sınırsız tutarda sabit maliyet ile borçlanma imkânının olduğu ve piyasada hiçbir risk ve belirsizlik olmaması varsayımları durumunda geçerlidir (Çayır, 2017: 147).

Kâr payı ilintisizlik teorisi ile ilgili bazı eksikliklerin bulunduğundan söz edilmektedir. Öncelikle kar paylarının dağıtılması fon ihtiyacını doğuracaktır ve bu fon ihtiyacının öz sermaye ve borç kullanarak karşılanmasının sonucu belirsizdir. İkinci olarak tam rekabet koşullarının sağlanması her zaman mümkün olmayabilir. Üçüncü olarak belirsizlik varsayımı sorgulanabilir bir varsayımdır (Omağ,2016:15).

3.1.3.Vergi Etkisi Teorisi (Tax Effect Theory)

Eldeki Kuş Teorisi ve Kar Payı İlintisizlik Teorisi’nin ortak varsayımları bulunmaktadır. İki teoriye göre de vergilerin yok sayılması da bu ortak varsayımlardan birisidir. Fakat yatırımcılar yatırım kararlarını verirken, vergi değişkeni dikkat ettikleri önemli bir unsurdur. Çoğu ülkede yatırımcıların elde ettikleri kâr payı kazançlarına ve sermaye kazançlarına vergi uygulanmaktadır. Kâr payı kazancı ve sermaye kazancı arasında vergilendirme farkı olan durumlar vardır. Nakit kâr payı dağıtımının yatırımcılara sermaye kazançlarından daha fazla vergi sorumluluğu yüklediği durumlarda firmalar hisse geri alımı yöntemini kullanarak kâr payı dağıtma kararı vermektedir (Söyler, 2019: 21).

Vergi Etkisi Teorisi'ne göre yatırımcıların beklediği tutar sermaye kazancı ve kâr payı kazancı olarak aynı miktarda olursa, yatırımcılar daha az vergi ödeyecekleri durumu tercih etmektedir.

Sermaye kazancı ve kâr payı kazancının vergi oranının eşit olduğu durumlarda ise sermaye kazancında zamanlama avantajından dolayı daha düşük vergilendirilir. Bu nedenle yatırımcılar vergi etkisi teorisine göre sermaye kazancını tercih etmektedir (Yıldız, 2019: 25).

3.1.4.Müşteri Etkisi Teorisi (Catering Theory)

Müşteri Etkisi Teorisi'ne göre bazı yatırımcılar kar dağıtılmasını bazı yatırımcılar ise kar dağıtılmayarak firmada sermaye kazancı olarak bırakılmasını tercih etmektedir. Bu durum genellikle vergilendirme farklılıklarından kaynaklıdır. Sermaye kazancı avantajından yararlanmak isteyen yatırımcılar elde edilen karın dağıtılmayarak firmada bırakılmasını tercih etmektedir. Bu durumda kâr payı dağıtılacağına dair duyuru yatırımcı için olumsuz olarak değerlendirilen bir durumdur. Bu tip yatırımcılar gelecek dönemlerde de daha fazla vergi ödememek için hisselerini satmayı tercih etmektedir (Yıldız, 2012: 30)

Miller ve Modigliani (1961) çalışmalarında yatırımcıların bazılarının cari kar dağıtımına öncelik vererek yüksek kar dağıtımını tercih ettiğini bazı yatırımcıların ise sermaye kazancına önem vererek düşük kar dağıtımını tercih ettiğini belirtmektedir. Farklı tercihleri olan bu müşteri gruplarının davranışları müşteri etkisi olarak adlandırılmaktadır. Firma kar dağıtım politikasını değiştirirse yatırımcı hisselerini satarak farklı hisselerle yönelir. Bu nedenle firma hisse senetlerinin değeri düşer. Yeni kar dağıtım politikasını tercih eden yatırımcılar ise değeri düşen hisselerle yoğun talep oluşturur ve hisse senetlerinin değeri tekrar eski haline geri döner (Faedfar, 2020: 8).

Yatırımcılar bireysel durumlarına göre yatırım kararlarını vermektedir. Bu teoriyi benimseyen firmalar ise potansiyel yatırımcıların beklentilerine uygun olarak kar dağıtım kararlarını vermektedir. Örneğin; yüksek büyüme fırsatına sahip firmalar düşük kâr payı dağıtım kararı vererek sermaye kazancı elde etmeyi tercih eden yatırımcılara yönelik çalışmalar yaparlar. Ancak yüksek ve istikrarlı kâr elde eden firmalar ise yüksek

kâr payı dağıtma kararı vererek, kar dağıtımını elde etmek isteyen yatırımcılara yönelik çalışmalar yapmaktadır (Yıldız, 2012: 31).

3.1.5.Sinyal Etkisi Teorisi (Signalling Theory)

Sinyal etkisi teorisine göre firmanın kar dağıtım kararları yatırımcılara ve piyasaya firmanın gelecek dönemlerine ait bilgiler sunmaktadır. Gerçek piyasa koşullarında asimetrik bilgi hakimdir. Yöneticiler ve yatırımcılar firma hakkında eşit bilgiye sahip değildir. Bu teori yatırımcılara, yöneticilerin firmanın geleceği hakkındaki görüşleri ile ilgili fikir vermektedir (Taşçı, 2017: 28).

Teorik olarak kar dağıtımında sinyal etkisinin olması normaldir. Çünkü kar dağıtım kararlarını belirli yasa ve mevzuatlar doğrultusunda yöneticiler belirlemektedir (Deniz,2019: 58). Fakat bazen yöneticiler optimist duyurular yapıp kar dağıtımını arttırabilirler ve firma performansı yıllarca kötü durumlarla karşılaşabilir. Bu demektir ki firmanın kar dağıtım kararı vermesi ya da yüksek miktarlarda kar dağıtması firmanın her zaman başarılı olacağı anlamına gelmemektedir (Kaymaz, 2010: 105).

3.1.6.Temsil Maliyeti Teorisi (Agency Cost Theory)

Temsil maliyeti teorisi, Jensen ve Meckling tarafından 1976 yılında ortaya atılmış ve Rozeff'in 1982 ve Easterbook'un 1984 yılında yaptıkları çalışmalar ile teori geliştirilmiştir. Temsil maliyeti yatırımcılar ile yöneticiler arasındaki çıkar çatışması maliyetidir. Yöneticilerin yatırımcıları temsil etmekten daha fazla kendi çıkarlarını düşündükleri ve bu doğrultuda hareket ettikleri durumlarda ortaya çıkan bir maliyettir (Faedfar, 2020: 10).

Miller- Modigliani' nin mükemmel sermaye piyasası varsayımlarından biri yatırımcılar ve yöneticiler arasında herhangi bir çatışma olmamasıdır. Fakat yöneticiler ile yatırımcıların menfaatleri birbirinden farklıdır. Yöneticiler ek ödenekler tüketme ya da yönetici olarak ödüllendirilmek adına kar getirmeyen faaliyetlerde bulunabilir. Bu durumlarda yöneticiler yatırımcıların kusurlu temsilcileridir ve yatırımcıların yöneticilerin davranışlarını gözlemlemeye yönelik katlandıkları temsil maliyetleri yöneticiler ile yatırımcılar arasındaki çıkar çatışmasından kaynaklanmaktadır (Arsoy,

2015: 25).

3.2.KAR DAĞITIM POLİTİKASI İLE İLGİLİ LİTERATÜRDE BULUNAN ÇALIŞMALAR

Firmaların kar dağıtım kararlarının firma değerine etkisi olup olmadığını inceleyen birçok çalışma bulunmaktadır. Bunlardan bazıları;

Deniz (2019) “Temettü Dağıtımlarının Sinyalizasyon Etkisi: Bist Uygulaması” adlı çalışmasında Borsa İstanbul’da işlem gören imalat sanayi ve finansal sektördeki firmalarda 2006-2018 veri dönemi için sinyal teorisinin geçerli olup olmadığını araştırmış ve kâr payı duyurusunun firma hisse senetleri üzerinde pozitif bir etkiye sahip olduğu sonucuna varmıştır.

Arslan ve Meder Çakır (2018) “Firmaların Temettü Ödemeleri İle Firma Değeri Arasındaki İlişki ve Bist 100’de Bir Uygulama” adlı çalışmalarında kâr payı ödeyeceklerini kamuya duyurmaları sonucunda firma hisse senetlerinde anormal getiri olup olmayacağını 2016 yılında kâr payı dağıtan 31 şirket üzerine, olay etüdü yöntemiyle araştırmışlar ve araştırma sonucuna göre kâr payı dağıtılacağına yönelik duyuruların firma hisse senetleri üzerinde etkisi olmadığı sonucuna varmıştır.

Süsay ve Tanrıöven (2018) “BİST’te Fiyat Oynaklığı Üzerine Kar Payı Dağıtımının Etkisi” adlı çalışmada firmaların kar payı dağıtmasının pay fiyatına etkisini Bist 100 endeksinde işlem gören finansal ve sportif olmayan firmaların 2010-2017 yıllarına ait verilerini kullanarak Wilcoxon Signed Rank test ile analiz etmiş kar dağıtımının pay senedi üzerine etkisinin varlığına, ayrıca kar payını nakit dağıtmanın en etkili kar dağıtım türü olduğu sonucuna ulaşmıştır.

Eraslan ve Koç (2017), “Kâr Payı Ödemelerinin Hisse Başına Kâra Etkisinin Analizi: Bist Çimento Sektöründe Bir Uygulama” adlı çalışmalarında kâr payı ödemelerinin firma kârına ve hisse başına kâra etkisini 2005-2015 yıllarında Bist Çimento Sektöründe işlem gören 15 firmayı araştırarak panel veri regresyon analizi ile

incelemiştir. Araştırma sonuçlarına göre, kâr payı ödemelerinin firma hisse senetleri üzerinde pozitif bir etkiye sahip olduğu sonucuna varmıştır.

Taşçı (2017), “Finansal Krizlerin Firmaların Temettü Politikasına Etkisi: 2008 Krizi Temelinde BİST 100 Endeksi’nde Listelenen Firmalar Üzerine Bir Uygulama” adlı çalışmasında Kriz dönemlerinin firmaların kar payı politikalarına etkisini 2004-2016 yıllarında BIST 100 Endeksinde pay senetleri işlem gören 43 firmayı araştırarak verileri panel veri analizi yöntemi ile incelemiştir. Araştırma sonuçlarına göre, likidite sıkıntısından dolayı kar payı ödeme oranlarını aşağı çekmiş oldukları görülmüş ancak ödeme yapmaya devam ettikleri sonucuna ulaşmıştır.

İleri (2016), “Nakit Kar Payı Ödemesinin Firma Değeri Üzerine Etkisi: Türkiye’de Otomotiv Sektörü Üzerine Bir Uygulama” adlı çalışmasında nakit kar payı ödemelerinin firma değeri üzerine etkisini Türkiye otomotiv sektöründe faaliyet gösteren halka açık firmalar üzerinde pearson korelasyon katsayısı kullanarak incelemiştir. Söz konusu firmalardan bazılarının değerini olumlu yönde etkilediği bazılarının ise firma değerini azalttığı tespit edilmiştir. Araştırma sonuçlarına göre, firmaların kar payı dağıtımının firma değerine etkisinin firmadan firmaya, yatırımcıdan yatırımcıya farklılık gösterdiği sonucuna ulaşılmıştır.

Demirel (2014), “Temettü Dağıtım Politikasının Firma Değeri Üzerine Etkisi ve BİST 30 Endeksinde Bir Uygulama” adlı çalışmasında kâr payı dağıtım kararlarının firma değeri üzerindeki etkisini Bist30 endeksinde işlem gören firmaları araştırarak regresyon analizi ile incelemiştir. Araştırma sonucuna göre kar dağıtım miktarlarının firma hisse senetleri üzerinde pozitif bir etkiye sahip olduğu sonucuna varmıştır.

Kaderli ve Başkaya (2014), “Halka açık firmalarda kâr payı dağıtım duyurularının hisse senedi fiyatlarına etkisinin ölçülmesi: Borsa İstanbul’da bir uygulama” adlı çalışmasında firmaların kâr payı ile ilgili duyuruları firma getirisi üzerine etkisini 2009 ve 2010 yıllarına ait kar payı duyurularını araştırarak olay etüdü yöntemiyle incelemiştir. Araştırmalarında son beş yılda kâr payı dağıtan firmaların verileri kullanılmıştır. Araştırma sonucuna göre kâr payı dağıtım duyurularının olumlu

veya olumsuz etkisi gözlemlenmiştir. Kâr payı dağıtım duyurularının firma hisse senetleri üzerinde etkisi olduğu sonucuna varmıştır.

Kaba (2009), “Kar Payı Dağıtımının Firma Değeri Üzerine Etkisi Ve Bir Uygulama” adlı çalışmasında kar dağıtımlarının firma hisse senetleri üzerinde etkisini 2000-2007 yıllarında İMKB’de işlem gören 222 firmayı araştırarak korelasyon analizi ile incelemiştir. Analiz sonuçlarına göre firmanın kar dağıtım oranı arttıkça firma değerinin de artacağı, firmanın kar dağıtım oranının firma hisse senetleri üzerinde pozitif bir etkiye sahip olduğu sonucuna varmıştır.

Pekkaya (2006), “Kar Payı Dağıtımının Şirket Değeri Üzerine Etkisi: İMKB 30 Endeks Hisselerine Bir Analiz” adlı çalışmasında firmanın dağıttığı ve dağıtmadığı karın firmaya etkisini 1987-2006 yıllarında İMKB 30 Endeksinde işlem gören 19 firmayı araştırarak regresyon analizi ile incelemiştir. Araştırma sonuçlarına göre, kâr payının dağıtılması bazı firmaları pozitif yönde etkilerken bazı firmaları negatif yönde etkilemiştir. Bu çalışma, daha önce yapılan çalışma sonuçlarına göre kabul edilen zıt fikirlerin varlığını desteklemektedir.

4. BÖLÜM

4.1.ARAŞTIRMANIN AMACI

Finans literatüründe oldukça fazla ampirik çalışması mevcut olmasına rağmen, firmaların kar payı dağıtımlarının firmaların hisse senedi değerlerine dolayısıyla firma değerine etkisi olup olmadığı hala kesin olarak belirlenememiş bir konudur. (Kırbaş,2018: 71).

Bu çalışma ile firma kâr payı dağıtım oranlarının firma değerine olumlu veya olumsuz bir etkisinin olup olmadığının tespit edilmesi ve eğer firma değerini etkiliyorsa bu etkinin yönünün belirlenmesi ve değerlendirilmesi amaçlanmıştır (Zeren, 2017:172).

4.2.ARAŞTIRMANIN ÖNEMİ

Kâr payı dağıtım politikaları, dağıtılacak kar ile dağıtılmayarak oto finansman amacıyla kullanılmak üzere işletmede bırakılacak kar tutarının tespit edilmesi açısından önemlidir. Kar firma bünyesinde tutularak firmanın devamlılığına dair güveni arttırmak, ileride oluşabilecek olası zararlara karşı önlem almak ve yapılabilecek yatırımlar için kullanılabilir. Ancak elde edilen karın tamamının firma bünyesinde tutularak yatırımcıya dağıtılmaması durumunda ortaklar yatırımlarından sonuç alamadığını düşünerek firmadan uzaklaşabilir, ortakların firmaya olan güveni azalabilir. Elde edilen karın tamamının dağıtılması ise oto finansman imkânının ortadan kalkmasına ve firmanın finansman ihtiyacının artmasına neden olabilir.

4.3.ARAŞTIRMANIN METODOLOJİSİ

Ekonometrik verilerin analizinde kullanılan veriler genellikle üçe ayrılır. Bunlar yatay kesit, zaman serisi ve panel veridir. Panel veri analizleri hem yatay kesit verilerini hem de zaman serisi verilerini kullanmaya olanak sağlamaktadır. Eğer bir çalışmada hem birimlere hem de zamana göre verilerin kullanımı amaçlanıyorsa panel veri analizi

kullanılması gerekmektedir. Bu çalışmada kullanılacak olan veriler, birim sayısı 22 (N=22), zaman aralığı 5 (T=5) olduğu için panel veri kullanılmıştır.

Araştırmanın ilk bölümünde Borsa İstanbul'un resmî sitesinden Borsa İstanbul'da işlem görmekte olan ve 2016,2017, 2018, 2019 ve 2020 yıllarına ait kar dağıtımını yapan BIST TEMETTÜ 25 içerisindeki firmalarının kâr payı ödemelerinin miktara ve tarihlerine ait verileri alınarak sınıflandırılmış ve düzenlenmiştir. Verilerin düzenlenme aşamasında Microsoft Office programlarından faydalanılmıştır. Bu veriler firmaların aynı yıllara ait hisse değerleri ile STATA 16 paket programı kullanılarak panel regresyon analizine tabi tutulmuştur.

Çalışmada kâr payı dağıtımını ile firma değeri arasındaki ilişki panel regresyon analizi ile test edilecektir. Başlangıç olarak yatay kesit bağımlılığı ve homojenlik testi gibi bazı ön testler yapılmıştır.

4.4.VERİ SETİ VE TANIMLAYICI İSTATİSTİKLER

Kâr payı dağıtım oranlarının firma değerine etkisini araştırmak amacıyla, BIST Temettü25 Endeksi içerisinde bulunan firmalarının 2016, 2017, 2018, 2019 ve 2020 dönemlerine ait 5 yıllık veriler kullanılmıştır. Kullanılan veriler Borsa İstanbul resmi internet sitesinden elde edilmiştir. Çalışmada bu kapsama dahil olan firmalardan 5 yıl boyunca kar payı dağıtmaya devam etmiş olan 22 firmanın verilerinden faydalanılmıştır. Bu firmalara yönelik detaylı bilgi Ek-2'de verilmiştir. BIST Temettü 25 Endeksi: "Bist Temettü Endeksinde yer alan ve değerlendirme günü itibariyle temettü verimlerine göre büyükten küçüğe doğru yapılan sıralamanın içinde ilk 2/3 dilimde bulunan ayrıca ortalama fiili dolaşımdaki payların piyasadaki değeri en yüksek olan 25 paydan oluşmaktadır."

Araştırmada kullanılan veriler www.kap.org.tr/tr/Endeksler ve <https://www.isyatirim.com.tr/tr-tr/analiz/hisse/Sayfalar/default.aspx> sitelerinden alınmıştır.

4.5.BULGULAR

Yapılan varsayım testleri modelde birimler arası korelasyon, otokorelasyon ve heteroskedasite olduğu sonucunu göstermektedir. Bu nedenle birimler arası korelasyon, otokorelasyon ve heteroskedasite varlığında sabit etkiler modelinde dirençli tahminciler ile yöntemler kullanılması gerekmektedir. Çalışmanın sıradaki aşaması bağımsız değişken olan firmaların kar payı dağıtmasının bağımlı değişken olan firma hisse değeri arasında anlamlı ilişki olma durumunu tespit etmek için birimler arası korelasyon, otokorelasyon ve heteroskedastisite olduğunda kullanılabilen sabit etkiler modeli dirençli tahmincilerinden Driscoll Kraay tahmincisi gerçekleştirilerek nihai regresyon analizi ile sınanacaktır.

Tablo 4: Koşullara göre Dirençli Tahminciler

KOŞULLARA GÖRE DİRENÇLİ TAHMİNCİLER		
Tahminci	Model	Koşullar
Huber, Eicker ve White	Klasik, Sabit Etkiler, Tesadüfü Etkiler	Heteroskedastisite
Arellano, Froot ve Rogers	Klasik, Sabit Etkiler, Tesadüfü Etkiler	Heteroskedastisite ve Otokorelasyon
Newey-West	Klasik	Heteroskedastisite ve Otokorelasyon
Driscoll Kraay	Klasik ve Sabit Etkiler	Heteroskedastisite, Otokorelasyon ve Birimler Arası Korelasyon
Parks Kmenta ve Becks Katz	Klasik	Heteroskedastisite, Otokorelasyon ve Birimler Arası Korelasyon

Kaynak: (Babacan, 2021:44).

4.5.1 Driscoll Kraay Tahmircisi

Sabit etkiler modelinde bağımsız değişken kar payı ile bağımlı değişken firma hisse değeri arasındaki ilişkiyi tespit etmek için Driscoll Kraay Tahmircisi Yöntemi kullanılmaktadır.

Hipotezler;

H_0 : Kar payı ile firma değeri arasında anlamlı ilişki mevcut değildir.

H_1 : Kar payı ile firma değeri arasında anlamlı ilişki mevcuttur.

Tablo 5: Sabit Etkiler Regresyon Modeli Driscoll Kraay Tahmircisi

Test Sonuçları

Bağımsız Değişken	Kar Payı Dağıtımı
Bağımlı Değişken	Firma Değeri
Metot	Sabit Etkiler Regresyon Modeli
Dönem	2016-2020
Yatay Kesit	22
Toplam Gözlem	110
Düzeltilmiş Standart Hata	0.00
t İstatistiği	5.59
(P) Olasılık Değeri	0.00
R Kare Değeri	0.79
F İstatistik Değeri	31.24
F İstatistiği (P) Olasılık Değeri	0.00

Model üzerine yapılan analiz sonuçları yukarıdaki tabloda verilmiştir. Tablo 5 incelendiğinde p olasılık değeri 0.05'den küçük olması nedeniyle %5 anlamlılık düzeyinde H_0 hipotezi reddedilerek alternatif hipotez H_1 kabul edilmiştir. F testi p değeri 0.05'den daha küçük olduğu için model anlamlıdır sonucuna ulaşılmaktadır. Bağımsız değişken firma kar payı dağıtımı ile bağımlı değişken firma hisse değeri

arasında anlamlı bir ilişki olduğu sonucuna ulaşılmıştır. Modeldeki bağımsız değişkenin bağımlı değişkeni açıklama gücü incelendiğinde %79 olarak bulunmuştur (R^2).

Elde ettiğimiz nihai test sonuçlarına göre modelde yar alan bağımsız değişkenin (kâr payı dağıtımı) bağımlı değişkeni (firma hisse değeri) açıklama gücü (R Squared) %79'dur.

4.6.ARAŞTIRMANIN HİPOTEZLERİ

Kar dağıtım politikalarının firma hisse değeri üzerinde bir etkisi olup olmadığı varsa etkinin yönünü belirlemek için yapmış olduğumuz bu çalışmada aşağıdaki hipotezler geliştirilmiştir (Kaba, 2009:73)

Hipotezler;

H_0 : Kâr payı dağıtımının firma değeri üzerinde bir etkisi yoktur.

H_1 : Kâr payı dağıtımının firma değeri üzerinde bir etkisi vardır.

Hipotez 0 (H_0): Kar dağıtım oranları ile firmaların hisse fiyatları arasında bir ilişki olduğu ileri sürülmüştür. Bu konuda literatürde farklı görüşler mevcuttur. Bu hipotez ile kâr dağıtım oranları ve firma hisse fiyatları arasında ilişki olmama durumu araştırılacaktır.

Hipotez 1 (H_1): Kar dağıtım oranları ile firmaların hisse fiyatları arasında bir ilişki olduğu ileri sürülmüştür. Bu hipotez ile kâr dağıtım oranları ve firma hisse fiyatları arasında bir ilişkinin varlığı araştırılacaktır.

4.7.HİPOTEZLERİN TEST EDİLMESİ

Kâr payı dağıtımının firma hisse senetlerinin değerine etkisini belirlemek amacı ile kâr payı dağıtım oranları ile aynı yıllar içinde ki firma hisse senetlerinin değerleri

arasında ki ilişki analiz edilmiştir. Kâr payının dağıtımı ile firma hisse senetlerinin değeri arasındaki ilişki hesaplanırken veriler panel veri analizine tabi tutulmuştur. Bağımsız değişken olarak firmaların kar payı dağıtması, bağımlı değişken olarak ise firma hisse değerleri analiz sırasında kullanılan verileri oluşturmaktadır. Aşağıda verilen hipotezler panel veri analizi ile test edilmiştir (Kaba, 2009: 73).

Hipotezler;

H₀: Kâr payı dağıtımının firma değeri üzerinde bir etkisi yoktur.

H₁: Kâr payı dağıtımının firma değeri üzerinde bir etkisi vardır.

Panel veri, veri setini oluşturan yatay kesit birimlerinin zaman serisi gözlemlerinden oluşması olarak bilinmektedir. Yani ülkeler, sektörler, firmalar veya bireylere ait yatay kesit birimlerinin belirli zamanlardaki gözlemlerinden oluşmaktadır. Yatay kesit ve zaman serilerinin birleştiği panel verileri ilk Hildreth (1950), Kuh (1959), Grunfeld ve Griliches (1960), Zellner (1962), Balestra ve Nerlove (1966), Swamy (1970) yaptıkları çalışmalarda uygulamışlardır. Fakat esas uygulamalı çalışmalar 1990 yıllarında uygulanmaya başlanmıştır.

Tablo 6: Özet İstatistik Sonuçları

	Obs (Gözlem)	Mean (Ortalama)	Std. Dev (Standart Sapma)	Min (Minimum)	Max (Maksimum)
Kar Payı Dağıtım Oranı	110	3,1	9,35	0,06	60,66
Hisse Değeri	110	48,43	168,26	0,81	1561,45

Yukarıdaki tabloda 2016-2020 yılları arasında kar payı dağıtım oranları ve aynı yıllara ait Bist Temettü 25 endeksinde bulunan ve bu yıllar içerisinde aralıksız kar payı dağıtmaya devam etmiş olan 22 firmanın özet istatistik bilgileri yer almaktadır. Çalışma 110 veri üzerinden test edilmiştir. Verilere göre kar payı dağıtım oranı ortalaması 3,1 hisse değeri ortalaması ise 48,43 olarak bulunmaktadır. Firmaların minimum 0,06 maksimum 60,66 oranında kar payı dağıttığı görülmektedir. Ayrıca firma hisse değerlerinin minimum 0,81 ile maksimum 1.561,45 arasında olduğu görülmektedir.

4.7.1. Varsayımların Test Edilmesi

Panel veri analizinde model için sabit etkiler modelinin geçerli olduğu sonucuna ulaşıldıktan sonra test sonuçlarının güvenilirliği bakımından bazı varsayımların sağlanması gerekmektedir. Varsayımlardan biri bile sağlanmaz ise yapılan tahminler standart hataların sapmalı olmasına sebep olacaktır. Bu durum ise etkinlik yani küçük varyanslılığı engelleyeceği için güven aralıkları ve t istatistikleri gerçekliğini kaybeder. Bu varsayımlar;

1. Heteroskedastisite (Değişen varyans)
2. Otokorelasyon
3. Birimler arası korelasyon

Analizin sıradaki aşaması modelde değişen varyans (heteroskedasite) sorununun varlığı sınanacaktır.

4.7.1.1.Modifiye Edilmiş Wald Testi

Heteroskedasite sorunu genellikle yatay kesit birimleri ile yapılan analizlerde karşılaşılan bir sorundur. Modifiye Edilmiş Wald Testi (Greene, 2000) ile varlığı sınanacaktır. Normal dağılımın geçerli olmadığı durumlarda da uygulanabilir olması bu testin avantajlarından biridir.

Hipotezler,

H_0 : Varyanslar, birimlere göre homoskedastiktir.

H_1 : Varyanslar, birimlere göre heteroskedastiktir.

Tablo 7: Modifiye Edilmiş Wald Testi Sonuçları

MODİFİYE EDİLMİŞ WALD TESTİ	
Chi Square	P Value
2.20	0.00

Tablo 14 incelendiğinde P olasılık değeri 0.05'den küçük olduğu için Modifiye Edilmiş Wald Testi sonucuna göre %5 anlamlılık düzeyinde hata terimleri arasında değişen varyans olmadığını öne süren H_0 hipotezi reddedilmiştir. Yani hata terimleri arasında değişen varyanslar vardır başka bir ifade ile varyanslar birimlere göre heteroskedastiktir.

Analizin sıradaki aşaması modelde otokorelasyon sorununun varlığını sınamaktır.

4.7.1.2.Pesaran Korelasyon Testi

Yatay kesit birimlerinin zaman kesit birimlerinden büyük olduğu zamanlarda Breusch-Pagan Lagrange Çarpanı testine alternatif test olarak Pesaran Testi kullanılmaktadır. Yatay kesitin zaman kesitten büyük olduğu bu araştırmamızda birimler arası korelasyonun varlığını sınamak için Pesaran testi kullanılmıştır.

Hipotezler,

H_0 : Birimler arası korelasyon yoktur.

H₁: Birimler arası korelasyon vardır.

Tablo 8: Pesaran Korelasyon Testi Sonuçları

PESARAN TESTİ	
Statistic	P Value
3.30	0.00

Yukarıdaki tabloda birimler arası korelasyonun Pesaran testi ile sınanmasının olasılık değeri ve test istatistiği verilmiştir. Test sonucuna göre H₀ hipotezi reddedilerek birimler arası korelasyon olduğu sonucuna ulaşılmıştır.

4.7.1.3.Durbin Watson Otokorelasyon Testi

Modelde otokorelasyon sorununun varlığı Durbin Watson Testi uygulanarak sınanacaktır. Katsayının 2'den küçük olması modelde otokorelasyon sorununun var olduğunu göstermektedir. Analiz sonuçları aşağıdaki gibidir:

Hipotezler;

H₀: Otokorelasyon mevcut değildir.

H₁: Otokorelasyon mevcuttur.

Tablo 9: Durbin Watson Test Sonuçları

DURBİN WATSON TESTİ
1.42

Durbin Watson test sonucuna göre katsayının 1.42 olduğu sonucu elde edilmiş ve elde edilen bu sonuç 2'den küçük olduğu için "otokorelasyon yoktur" hipotezi

reddedilerek modelde otokorelasyon sorununun var olduğu sonucuna ulaşılmıştır.

4.7.2.Yatay Kesit Bağımlılığı Testi

Paneli oluşturan firmalardan herhangi birinde meydana gelen şok etkisinin diğer firmalar üzerindeki etkisini incelemek için hipotezlerin analizine yatay kesit bağımlılığını test ederek başlanmıştır. Globalleşen dünyada günümüz şartlarında firmalar birbiriyle etkileşim içinde olan firmalardan birini etkileyen olayların diğerlerini etkilemesine sıklıkla rastlanmaktadır. Bu nedenle analize yatay kesit bağımlılığını ölçerek başlamak daha tutarlı sonuçlar elde etmeye olanak sağlayacaktır (Çakmak,2021: 65).

Yatay kesit bağımlılığını incelemek için Pesaran'ın (2004) CD testi veya Breusch-Pagan (1980) LM testi kullanılabilir. LM testini kullanabilmek için zaman boyutunun yatay kesit boyutuna göre büyük olma ($T > N$) ön koşulu bulunmaktadır. CD testi ise daha geniş kullanım imkânına sahiptir. Hem yatay kesit boyutunun zaman boyutundan büyük olduğu ($N > T$) durumlarda hem de zaman boyutunun yatay kesit boyutuna kıyasla daha büyük olduğu ($T > N$) durumlarda kullanılmaktadır. Yatay kesit boyutunun daha büyük olması nedeniyle çalışmamızda Pesaran'ın (2004) CD testi kullanılmıştır.

Hipotezler;

H_0 : Yatay kesit bağımlılığı mevcut değildir.

H_1 : Yatay kesit bağımlılığı mevcuttur.

Test sonuçlarına göre eğer yatay kesit bağımlılığı varsa ikinci nesil birim kök testi ile, yatay kesit bağımlılığı mevcut değilse birinci nesil birim kök testi ile çalışmak daha sağlıklı sonuçlar almaya olanak sağlayacaktır.

Tablo 10: Yatay kesit bağımlılığı Test Sonuçları

Pesaran (2004) CD TESTİ	
CD Test	P Value
13,01	0.00

Tablo 7 incelendiğinde elde edilen istatistik sonucu 13.01'dir. P-value olasılık değerini göstermektedir. P olasılık değeri 0.05 den düşük olduğu için H_0 hipotezinin reddedildiği görülmektedir. Buradan anlaşılıyor ki yatay kesit birimleri arasında korelasyonlu bir yapı mevcuttur ve bağımlılık vardır. Yani firmalardan birinde yaşanan şok diğer firmaları da etkilemektedir. Bu nedenle analizin ilerleyen bölümlerinde ikinci kuşak birim kök testlerini kullanarak elde edeceğimiz sonuçların daha sağlıklı olacağı anlaşılmaktadır.

4.7.3.Homojenlik Testi

Swamy 1970 yılında yatay kesitlere ait eş bütünleşme denklemlerindeki katsayıların homojen olup olmadığının anlaşılması için ilk çalışmayı gerçekleştirmiş. Bu çalışma Pesesran ve Yamagata (2008) tarafından geliştirilmiştir (Ünal,2020: 60).

$$X_{it} = \alpha + \beta_i MM_{it} + \varepsilon_{it}$$

β_i eş bütünleşme denkleminde m kat sayılarının yatay kesitler arasındaki farklılıkları ölçmektedir.

Hipotezler;

H_0 : Eğim katsayıları homojendir.

H_1 : Eğim katsayıları homojen değildir.

Tablo 11: Pesaran ve Yamagata (2008) Homojenlik Testi Sonuçları

	Delta	P Value
	2.346	0.019
adj.	3.710	0.000

Test sonuçları incelendiğinde p olasılık değeri 0.05 den düşük olduğu için H_0 hipotezinin reddedildiği görülmektedir. Homojenlik test sonucuna göre homojenliğin reddedilerek panelin heterojen yapıya sahip olduğu sonucuna varılmaktadır.

4.7.4. Birim Kök Testi

Zaman serilerinde tahminlerin doğruluğu açısından durağanlık durumu önemlidir ve test edilmesi gerekmektedir. Zaman serilerinin durağan olması durumunda sonuçların daha güvenilir olduğu kabul edilmektedir. Eğer durağansa seriler arasındaki ilişki sahte değildir (Salkımcı, 2019: 65). Durağan olmayan seriler ile çalışmak sahte regresyon sonuçları ile karşılaşmaya neden olabilmektedir.

Panel veri analizinde de diğer analizlerde olduğu gibi durağanlığa bakılması gerekmektedir. Birim kök testleri ile panel veride durağanlığa bakılmaktadır. Seriler durağan çıkmazsa fark alma işlemi uygulanarak durağanlaştırılmaktadır.

Hipotezler;

H_0 : Birimler birim kök taşımaktadır. Seri durağan değildir.

H_1 : Birimler birim kök taşımamaktadır. Seri durağandır.

Eğer yatay kesitler arasında bir korelasyon ilişkisi varsa birinci kuşak birim kök testleri güçlü sonuçlar vermemektedir. Bu nedenle çalışmaya ikinci kuşak birim kök testleri ile devam edilmektedir. İkinci kuşak testler birinci kuşak testlerin düzeltilmiş halleridir. Yatay kesit ortalamalardan fark alarak korelasyon yapısını düzeltmektedir.

4.7.4.1.Hadri Birim Kök Testi

Oluşabilecek sahte birim kök sonuçlarını engellemek için sağlama testi olarak ikinci nesil birim kök testlerinden Hadri testi ile sınanacaktır. Bu testte alternatif hipotez ile sıfır hipotez yer değiştirmiştir.

Hipotezler;

H_0 : Birimler birim kök taşımamaktadır. Seri durağandır.

H_1 : Birimler birim kök taşımaktadır. Seri durağan değildir.

Tablo 12: Hadri Test Sonuçları

HADRI BİRİM KÖK TESTİ	
Statistic	P Value
4.45	0.00

Test sonucuna göre olasılık değerinin 0,05'den küçük olursa sıfır hipotezi reddedilerek birim kök vardır yani seri durağandır değildir sonucuna ulaşılır, olasılık değeri 0,05'den büyük olursa birim kök yoktur yani seri durağandır olarak tanımlanmaktadır. Tablo sonucunun 0,05'den küçük olması nedeniyle serimizin durağan olmadığı görülmektedir.

Yaptığımız ikinci nesil birim kök test sonucuna göre serimiz durağan değildir. Fark alınarak yapılan durağanlaştırma işlemi uzun dönem ilişkinin ortadan kalkmasına neden olabilir. Yani değişkenler arasındaki regresyon tahmini yanıltıcı olabilmektedir.

4.7.5.Eşbütünleşme Testleri

Durağan olmayan serilerde eşbütünleşme olması kısa vadede uyumsuzluklar gösterebileceği fakat uzun vadede dengeye dönecekleri anlamına gelmektedir. Bunu sınanan testler eşbütünleşme testleri olarak adlandırılmaktadır. Durağan olmayan serilerin doğrusal bileşiminin durağan olabileceğini tespit edebilmek amacıyla eşbütünleşme yöntemi son yıllarda birçok modelin sınanmasında kullanılmaktadır (Dülger ve Cin,2002: 53).

Eğer değişkenler eşbütünleşik iseler uzun dönemli ilişki kaybolmamıştır ve bu iki değişken arasında yapılan regresyon sonucu anlamlıdır. Çalışmamızın bu aşamasında değişkenler Westerlund eşbütünleşme testi ile sınanacaktır.

4.7.5.1.Westerlund Eşbütünleşme Testi

Hipotezler,

H_0 : Panelde eşbütünleşme yoktur.

H_1 : Panelde eşbütünleşme vardır.

Tablo 13: Westerlund Test Sonuçları

WESTERLUND EŞBÜTÜNLEŞME TESTİ	
Statistic	P Value
-3.87	0.00

Tablo 10’de verilen Westerlund Eşbütünleşme testi sonucuna göre sıfır hipotezi reddedilerek alternatif hipotez kabul edilmiştir. Panelde eşbütünleşme vardır.

Çalışmada eşbütünleşme yöntemi ile kar payı dağıtımı ile firma değeri arasında uzun dönemli bir ilişki olup olmasığı sınanmıştır. Westerlund eşbütünleşme test sonucu

değişkenlerin eşbütünleşik olduğunu göstermektedir. Kısaca kar payı dağıtımı ile firma değeri arasında uzun dönemli ilişkinin varlığı söz konusudur.

4.7.6.Model Belirleme

Panel veri analizi klasik model, sabit etkiler modeli ve tesadüfî etkiler modeli olmak üzere üç modelden oluşmaktadır. Bu modellerden hangisini kullanılacağını tespit etmek için F, LR ve Hausman testleri yapılacaktır. İlk iki test verinin birimlere göre farklılık gösterip göstermediğini tespit etmek için yapılır ve bize klasik modeli kabul etme veya reddetme imkânı sağlamaktadır. Veride birim etkilerin varlığı söz konusu ise klasik model uygun olmaz. Bu nedenle sabit etkiler ve tesadüfî etkiler modellerinden hangisini kullanmamız gerektiğini öğrenebilmek için hausman testi yapılmalıdır.

4.7.6.1.F Testi

F testi modelin anlamlılığını, klasik modelin geçerliliğini sınamak için kullanılmaktadır. Verinin birimlere göre farklılığı sınanmaktadır. Veri birimlere göre farklılık göstermezse klasik modeli kullanmak uygundur. Kısıtlı ve kısıtsız model olmak üzere iki farklı şekilde tanımlanmaktadır. Kısıtsız model verilerin birimlere göre değişkenlik gösterdiğini varsayımını kabul ederken, kısıtlı model ise, verilerin birimlere göre değişmediği varsayımını kabul etmektedir. Kabul edilir ise modelin havuzlanmış olduğu ve klasik modelin uygun olduğu sonucuna ulaşılmaktadır.

Hipotezler,

H₀: Klasik Model geçerlidir.

H₁: Klasik model geçerli değildir.

Tablo 14: Klasik Modelin Geçerliliğini Sınama F Testi Sonuçları

F TESTİ	
Statistic	Prob
111,04	0.00

F Testi sonuçlarını değerlendirdiğimizde %5 anlamlılık düzeyinde H_0 hipotezi reddedilmektedir. Yani modelde birim etkilerin var olduğu görülmektedir. Birim etkilerin var olması sebebiyle, klasik modelin geçerli olmadığı sonucuna ulaşılmıştır.

4.7.6.2. Olabilirlik Oranı (LR) Testi

LR testi klasik modeli tesadüfî etkiler modeline karşı sınamak için kullanılan testtir. H_0 hipotezine göre klasik model geçerlidir anlamına gelmektedir.

Hipotezler,

H_0 : Klasik Model geçerlidir.

H_1 : Klasik Model geçerli değildir.

Tablo 15: Klasik Modelin Geçerliliğini Sınama LR Testi Sonuçları

LR TESTİ	
Statistic	Prob
91,21	0.00

LR Testi sonuçlarını değerlendirdiğimizde %5 anlamlılık düzeyinde H_0 hipotezi reddedilmektedir. Yani modelde birim etkilerin var olduğu sonucuna ulaşılmıştır. Birim etkilerin var olması sebebiyle, klasik model yapısına uygun olmadığı sonucuna ulaşılmıştır.

F Testi ve LR Testi sonuçları uyumlu bir şekilde modelde birim etkilerin varlığını doğrulayarak modelin klasik modele uygun olmadığını göstermektedir. Bir sonraki aşama olarak modelde sabit etkiler modelinin mi tesadüfî etkiler modelinin mi geçerli olduğunu tespit etmek için hausman testi yapılacaktır.

4.7.6.3.Hausman Testi

Sabit etkiler modeli, sabit terimin her bir yatay kesit biriminde değişikliğe sebep olacağını kabul etmekte olup, yatay kesitlerde meydana gelen farklılıkların sabit terimde oluşan farklılıklarla açıklanabileceğini savunmaktadır. Bu nedenle sabit terimin bağımsız değişkenlerle korelasyon içermesi sorun değildir. Tesadüfi etkiler modelinde ise tam tersi durum geçerlidir. Sabit terimler tamamen tesadüfi bir şekilde seçildikleri için, bağımsız değişkenler ile herhangi bir korelasyon içermemelidir. Hausman (1978) testi bize modelin sabit etkiler ile mi yoksa tesadüfi etkiler ile mi daha anlamlı tahminlere ulaşabileceğimizi göstermektedir. H_0 hipotezi: Modelde açıklayıcı değişkenler ve birim (zaman) etkilerin korelasyonlu olmadığı kabul edilmektedir (Çakmak,2021: 68).

Hipotezler,

H_0 : Tesadüfi Etkiler Modeli geçerlidir.

H_1 : Tesadüfi Etkiler Modeli geçerli değildir.

Tablo 16: Hausman Test Sonuçları

HAUSMAN TESTİ	
Chi Square	Prob
209,35	0.00

Hausman test sonuçları incelendiğinde probability değerinin %5 anlamlılık düzeyinde H_0 hipotezini reddettiği görülmektedir. Sonuç olarak panel data modellemesinde sabit etkiler modeli ile yapılacak tahminlerin daha doğru sonuçlar vereceğine karar verilmiştir.

DEĞERLENDİRME VE SONUÇ

Bu çalışmada ana amaç, kar payı dağıtımı ve firma değeri arasındaki ilişkiye yönelik tartışmalara katkıda bulunmaktır. Çalışmamızda firmaların kar payı dağıtım politikalarının firma değeri üzerine etkisi araştırılmıştır. Bağımsız değişken olarak firmaların kar payı dağıtması, bağımlı değişken olarak firma hisse değerleri kullanılmıştır.

Çalışmamızda Borsa İstanbul'da işlem gören Bist Temettü 25 Endeksinde faaliyet gösteren 5 yıl aralıksız kar payı dağıtan 22 firmanın 2016-2020 yıllarına ait finansal verileri kullanılmıştır. Kullanılan finansal veriler yatay kesit ve zaman verilerini beraber içeren panel regresyon analizi yöntemi kullanılarak test edilmiştir. Panel regresyon analizi ile bağımsız değişken ile bağımlı değişken arasındaki ilişkinin varlığı tespit edilmeye çalışılmıştır.

Çalışmada öncelikle yatay kesit bağımlılığı, homojenlik ve birim kök testleri yapılmıştır. Yapılan test sonucuna göre yatay kesit bağımlılığı mevcut olduğu için ikinci nesil birim kök testi uygulanmıştır. Yapılan birim kök testine göre modelin durağan olmadığı sonucuna ulaşıldığı için model eşbütünleşme testi ile sınanmıştır. Test sonucuna göre modelin eşbütünleşik olduğu tespit edilmiştir.

Çalışmada yapılan F, LR ve Hausman testleri ile Klasik, Tesadüfi ve Sabit etkiler modellerinden hangi modelin uygun olduğu sınanmıştır. Test sonuçlarına göre sabit etkiler modelinin uygun olduğuna karar verilmiştir.

Yapılan varsayım testleri modelde birimler arası korelasyon, otokorelasyon ve heteroskedastisite olduğu sonucunu göstermektedir. Bu nedenle birimler arası korelasyon, otokorelasyon ve heteroskedastisite varlığında sabit etkiler modeli dirençli tahmincilerinden Driscoll Krayy tahmincisi gerçekleştirilerek model nihai regresyon analizi ile sınanmıştır.

Nihai analiz sonucuna göre bağımsız değişken olarak ele alınan firma kar payı dağıtımı ile bağımlı değişken olarak ele alınan firma değeri arasında anlamlı bir ilişki

olduğu sonucuna ulaşılmıştır. Modeldeki bağımsız değişkenin bağımlı değişkeni açıklama gücü %79 olarak bulunmuştur.

Çalışma sonucuna göre kâr dağıtım politikaları ile firma hisse değeri arasında anlamlı ve pozitif yönlü bir ilişkinin varlığı tespit edilmiştir. Elde edilen sonuçlar Gordon ve Lintner (1959) Modelini destekler niteliktedir.

Yapılan uygulama ile kar payı dağıtım politikalarının firma değeri üzerindeki etkisi incelenmiştir. Çalışma sonucunda kar payı dağıtım politikalarının firma değeri üzerinde olumlu yönde etkili olduğu sonucuna ulaşılmıştır. Bist Temettü 25 Endeksinde bulunan firmaların verileri ile yapılan bu analiz farklı endekslerde uygulanarak sonuçların farklılık gösterip göstermediği incelenebilir.

KAYNAKÇA

Açık Taşar, S. ve Demir, Ö. (2019). “Kar Dağıtım Politikalarının Firma Finansal Performansı Üzerine Etkisi: Aksa Akrilik Kimya Sanayii A.Ş.’nin İncelenmesi”. İnönü Üniversitesi Uluslararası Sosyal Bilimler Dergisi, 8(1), 247-259.

Arslan, M. ve Meder Çakır, H. (2018). “Firmaların Temettü Ödemeleri İle Firma Değeri Arasındaki İlişki ve BIST 100’de Bir Uygulama”. Pamukkale Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi, 1(33), 169-180.

Arsoy, M.F. (2015). İşletmelerde Dağıtılan Temettülerin Yapay Sinir Ağları İle Tahmini: Borsa İstanbul Sanayi Sektörü Üzerine Bir Uygulama (Doktora Tezi). Eskişehir: Eskişehir Osmangazi Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü.

Babacan, G. (2021). Panel Veri Analizi İle Karlılığı Etkileyen Faktörlerin Belirlenmesi (Yüksek Lisans Tezi). İstanbul: Marmara Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü.

Çakmak, E. (2021). Toplam Faktör Verimliliği Ve Kurumsal Göstergeler: Panel Veri Analizi (Yüksek Lisans Tezi). Erzurum: Atatürk Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü-

Çayır, M. (2017). Sermaye Birikimi Ve Temettü Politikaları: Gelişmiş Ve Gelişmekte Olan Ülkeler İçin Karşılaştırmalı Bir Analiz (Doktora Tezi). İzmir: Ege Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü.

Çetin, P. (2019). Kar Dağıtım Politikasının Hisse Kapanış Fiyatı Üzerine Etkisi: Bist 30 Firmaları Üzerine Bir Uygulama (Yüksek Lisans Tezi). Muğla: Muğla Sıtkı Koçman Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü.

Demirel, E. (2014). Temettü Dağıtım Politikasının Firma Değeri Üzerine Etkisi ve Bist 30 Endeksinde Bir Uygulama (Yüksek Lisans Tezi). Konya: Selçuk Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü.

Deniz, D. (2019). Temettü Dağıtımlarının Sinyalizasyon Etkisi: Bist Uygulaması

(Doktora Tezi). Balıkesir: Balıkesir Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü.

Doğan, Ç. (2006). Sigorta Şirketlerinin Prim Ve Kar Payı Değerlendirilmesine Matematiksel Yaklaşım (Yüksek Lisans Tezi). İstanbul: Marmara Üniversitesi Bankacılık ve Sigortacılık Enstitüsü.

Dülger, F. ve Cin, M.F. (2002). “Türkiye’de Döviz Kuru Dinamiklerinin Belirlenmesinde Parasalcı Yaklaşım Ve Eşbütünlüşme Yöntemiyle Sınama” ODTÜ Gelişme Dergisi, 29(1-2), 47-68.

Engin, Y. (2006). Anonim Şirketler Kar Payı Dağıtımı (Yüksek Lisans Tezi). Kocaeli: Kocaeli Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü.

Eraslan, M. ve Koç, S. (2017). “Kar Payı Ödemelerinin Hisse Başına Kara Etkisinin Analizi: BİST Çimento Sektöründe Bir Uygulama”. Al-Farabi Uluslararası Sosyal Bilimler Dergisi, 1(2),158-180.

Ertaş, F. C. ve Karaca, S. S. (2010). “Kar Dağıtımının İlanı ve Gerçekleşmesi Arasında Geçen Sürenin Firma Değerine Etkisi”. Muhasebe ve Finansman Dergisi, 1(47), 58-68.

Faedfar, S. (2020). Kar Payı Dağıtımında Catering Performans Etkisi: Bist İmalat Sanayi Örneği (Doktora Tezi). Trabzon: Karadeniz Teknik Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü.

İleri, F. Ş. (2016). Nakit Kar Payı Ödemesinin Firma Değeri Üzerine Etkisi: Türkiye’de Otomotiv Sektörü Üzerine Bir Uygulama (Yüksek Lisans Tezi). Ankara: Gazi Üniversitesi / Sosyal Bilimler Enstitüsü.

Kaba, F. (2009). Kar Payı Dağıtımının Firma Değeri Üzerine Etkisi Ve Bir Uygulama (Yüksek Lisans Tezi). Sakarya: Sakarya Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü.

Kaderli, Y. ve Başkaya, H. (2014). “Halka Açık Firmalarda Kâr Payı Dağıtım Duyurularının Hisse Senedi Fiyatlarına Etkisinin Ölçülmesi: Borsa İstanbul’da Bir Uygulama”. Adnan Menderes Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi, 1(1), 49-

64.

Kartal, M. (2018). "Kar Dağıtım Politikası". Doç. Dr. Aysel Gündoğdu (Ed.), Finansal Yönetim (ss. 449-478). 2. Baskı. Ankara: Seçkin Yayıncılık.

Kartal, S. (2019). Kırpılmış Poisson Regresyon Analizi ve Bir Uygulama (Yüksek Lisans Tezi). Sivas: Sivas Cumhuriyet Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü.

Kaya, M. (2019). Türkiye'de Halka Açık İşletmelerde Temettü Dağıtım Kararını Etkileyen Faktörler (Yüksek Lisans Tezi). İstanbul: Beykent Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü.

Kaymaz, Ö. (2010). Şirket Temettü Politikasında Sinyalizasyon Teorisi ve Bir İMKB Uygulaması (Doktora Tezi). İstanbul: İstanbul Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü.

Kırbaş, A. (2015). Temettü Duyurularının Hisse Senedi Getirilerine Olan Etkilerinin Analizi: Borsa İstanbul Şirketlerinde Bir Uygulama (Doktora Tezi). Ankara: Başkent Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü.

Kırbaş, A. (2018). Temettü Duyurularının Hisse Senedi Getirilerine Olan Etkilerinin Analizi. Ankara: Gazi Kitapevi.

Korkmaz, T. ve Ceylan, A. (2017). Sermaye Piyasası Ve Menkul Değerler Analizi (8. Baskı). Bursa: Ekin Basım Yayın Dağıtım.

Okuyan, H. A. (2002). Kar Payı Dağıtım Kararlarının Hisse Senedi Fiyatlarına Etkisi ve Bu Etkininin İMKB'nda Araştırılması (Yüksek Lisans Tezi). Eskişehir: Anadolu Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü.

Omağ, A. (2007). İşletmelerde Kar Dağıtım Politikasının İşletmenin Büyüme Ve Pazar Değerine Etkileri: Teorik Ve Uygulamalı Yaklaşım (Doktora Tezi). İstanbul: Marmara Üniversitesi Bankacılık Ve Sigortacılık Enstitüsü.

Pekkaya, M. (2006). "Kar Payı Dağıtımının Şirket Değeri Üzerine Etkisi: İMKB 30

Endeks Hisselerine Bir Analiz”. ZKÜ Sosyal Bilimler Dergisi, 2(4), 183–209.

Salkımcı, G. (2019). Kar Payı Dağıtım Politikasında Aktarma Teorisi: Borsa İstanbul Üzerine Bir Uygulama (Yüksek Lisans Tezi). Kütahya: Kütahya Dumlupınar Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü.

Soylu, C. (2021). Finansal İstikrar İle Ekonomik Büyüme Arasındaki İlişki: Panel Veri Analizi (Yüksek Lisans Tezi). İstanbul: İstanbul Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü.

Söyler, Y. (2019). Bist Temettü Endeksindeki Şirketlerin Yaşam Döngüsü Teorisine Göre Temettü Verimlerinin Analizi (Yüksek lisans Tezi). İstanbul: Marmara Üniversitesi Bankacılık Ve Sigortacılık Enstitüsü.

Süsay, A. ve Tanrıöven, C. (2018). “BİST’te Fiyat Oynaklığı Üzerine Kar Payı Dağıtımının Etkisi”. İşletme Araştırmaları Dergisi, 10(1), 103-118.

Şen, Mehmet. (1999). Kar Payı Verimlerinin Hisse Senedi Performans Seviyesine Etkisinin Portföy Yaklaşımı Açısından Analizi (Doktora Tezi). Eskişehir: Anadolu Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü.

Taşçı, H. (2017). Finansal Krizlerin Firmaların Temettü Politikasına Etkisi: 2008 Krizi Temelinde Bist 100 Endeksi’nde Listelenen Firmalar Üzerine Bir Uygulama (Yüksek Lisans Tezi). Mersin: Mersin Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü.

Taştekin, A. (2016). Temettü Dağıtımının Hisse Senetlerine Etkisi:2005-2015 Yılları Arasında Çimento Sektörü Üzerine Bir Uygulama (Yüksek Lisans Tezi). İstanbul: Marmara Üniversitesi Bankacılık ve Sigortacılık Enstitüsü Sermaye Piyasası ve Borsa Anabilim Dalı.

Türko, M. (2002). Finansal Yönetim (2. Baskı). İstanbul: Alfa Basım.

Ünal, E.M. (2020). Temettü Dağıtım Politikalarının Finansal Performansa Etkisi: Bist

Temettü 25 Endeksi Üzerine Bir Uygulama (Yüksek Lisans Tezi). İstanbul: İstanbul Ticaret Üniversitesi Finans Enstitüsü.

Ünal, A.C. (2006). Anonim Şirketlerde Kar Payı, Kar Dağıtım Ve Yedek Akçe Ayrılması (Yüksek Lisans Tezi Ankara: Başkent Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü.

Yaldız, B. (2019). Nakit Temettü Ödemelerinin Firma Değeri Üzerine Etkilerinin Panel Veri Yöntemi İle Analizi Bist 30 Üzerine Bir Uygulama (2007-2017) (Yüksek Lisans Tezi). Sivas: Sivas Cumhuriyet Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü.

Yıldız, B. (2012). Firmalarda Temettü Politikalarını Etkileyen Unsurlar: İmkb Sanayi İşletmeleri Üzerine Bir Panel Veri Uygulaması (Doktora Tezi). Zonguldak: Bülent Ecevit Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü.

Yıldız, B., Gökbulut, R. İ., Korkmaz, T. (2014). “Firmalarda Temettü Politikalarını Etkileyen Unsurlar: BİST Sanayi İşletmeleri Üzerine Bir Panel Veri Uygulaması”. Ekonomik ve Sosyal Araştırmalar Dergisi, 10 (1). 185-206.

Yılmaz, E. (2001). Hukuk Sözlüğü (6. Baskı). Ankara: Yetkin Yayınları.

Yurttadur, M. (2009). Kobi’lerde Sermaye Yapısı Ve Kar Dağıtım Politikasının Büyüme Üzerine Etkileri (Doktora Tezi). İstanbul: Kadir Has Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü.

Zeren, F. (2017). “Kar Payı Bilmecesinin Araştırılması: Bist Temettü 25 Endeksi Üzerine Bir Uygulama”. Kırklareli Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi, 6(5). 172-183.

EK 1: Kar Payı Dağıtım Tablosu

..A.Ş. 20.. Yılı Kar Payı Dağıtım Tablosu		
1.Ödenmiş/Çıkarılmış Sermaye		
2.Genel Kanuni Yedek Akçe (Yasal Kayıtlara Göre)		
Esas sözleşme uyarınca kar dağıtımında imtiyazvar ise söz konusu imtiyaza ilişkin bilgi		
	SPK ' ya Göre	Yasal Kayıtlara (YK) Göre
3.	Dönem Karı	
4.	Vergiler (-)	
5.	Net Dönem Karı (=)	(3-4)
6.	Geçmiş Yıl Zararları (-)	
7.	Genel Kanuni Yedek Akçe (-)	((5YK - 6YK)*0,05)
8.	NET DAĞITILABİLİR DÖNEM KARI=	(5-6-7)
9.	Yıl içinde Yapılan Bağışlar (+)	
10.	Bağışlar Eklenmiş Net Dağıtılabilir Dönem Karı	(8+9)
11.	Ortaklara Birinci Kar Payı	((1 veya 10)* Ortaklık tarafından belirlenen oran)
	-Nakit	
	-Bedelsiz	
	-Toplam	
12.	İmtiyazlı Pay Sahiplerine Dağıtılan Kar Payı	Esas sözleşme hükümleri çerçevesinde imtiyazlı pay sahiplerinedağıtılacak kar payı tutarı
13.	Dağıtılan Diğer Kar Payı	
	-Yönetim Kurulu Üyelerine	
	-Çalışanlara	
	-Pay Sahibi Dışındaki Kişilere	
14.	İntifa Senedi Sahiplerine Dağıtılan Kar Payı	
15.	Ortaklara İkinci Kar Payı	
16.	Genel Kanuni Yedek Akçe	((11+12+13+14+15+20) - (1*%5)) * %10
17.	Statü Yedekleri	
18.	Özel Yedekler	
19.	OLAĞANÜSTÜ YEDEK	8- (11+12+13+14+15+16+17+18)
20.	Dağıtılması Öngörülen Diğer Kaynaklar	

Tablo Açıklamaları

1. Ödenmiş/Çıkarılmış Sermaye: Bu alana ortaklığın ödenmiş/çıkarılmış sermayesi yazılacaktır.
2. Genel Kanuni Yedek Akçe: Bu alana son yıllık finansal tablo dönemi itibariyle yasal kayıtlarda bulunan genel kanuni yedek akçe tutarı yazılacaktır.

3. Dönem Karı: Bu alanlara, Sermaye Piyasası Kurulu'na (SPK) göre bireysel finansal tablo hazırlayan ortakların vergi öncesi dönem karı tutarını, konsolide finansal tablo hazırlayan ortakların ise vergi öncesi konsolide dönem karı tutarını yazmaları gerekmektedir. Vergi öncesi karın hesaplanmasında sürdürülen ve durdurulan faaliyetlerden elde edilen kar/zarar tutarlarının toplamı dikkate alınır. Ayrıca, yasal kayıtlara göre hazırlanan finansal tablolarda yer alan vergi öncesi dönem karları da “Yasal Kayıtlara (YK) Göre” alanına yazılacaktır.
4. Vergiler: SPK'ya göre olan kısımda, SPK'ya göre hazırlanan kâr zarar ve diğer kapsamlı gelir tablosuna yansıtılan sürdürülen faaliyetlerin ve durdurulan faaliyetlerin vergi gelir/giderlerinin toplam tutarı; yasal kayıtlara göre olan kısımda ise yasal kayıtlardaki “vergiler” tutarı yazılacaktır.
5. Net Dönem Karı: SPK'ya göre olan kısımda, SPK'ya göre dönem karından SPK'ya göre vergilerin düşülmesi suretiyle bulunan tutardır. Ancak konsolide finansal tablo hazırlayanlar için bu alana ana ortaklığa ait konsolide net dönem karı yazılır.
6. Geçmiş Yıllar Zararları: Yasal kayıtlara göre olan kısımda, yasal kayıtlara göre geçmiş yıllar zararları yazılacaktır. SPK'ya göre olan bölümde ise Tebliğin 11 inci maddesinin birinci fıkrası uyarınca ortakların geçmiş yıllar zararlarının; geçmiş yıllar karları, paylara ilişkin primler dahil genel kanuni yedek akçe, sermaye hariç öz kaynak kalemlerinin enflasyon muhasebesine göre düzeltilmesinden kaynaklanan tutarların toplamını aşan kısmı yazılır.
7. Genel Kanuni Yedek Akçe: Bu tutarın matrahı, yasal kayıtlarda yer alan net dönem karından varsa yasal kayıtlara göre geçmiş yıllar zararlarının düşülmesi suretiyle bulunur ve 519 uncu maddesinin birinci fıkrası uyarınca ödenmiş/çıkarılmış sermayenin beşte birini buluncaya kadar genel kanuni yedek akçe ayrılması zorunludur.
8. Net Dağıtılabilir Dönem Karı: Net dağıtılabilir dönem karına, net dönem karından varsa geçmiş yıl zararlarının ve yukarıda (7) numaralı maddede belirtilen genel kanuni yedek akçenin düşülmesi suretiyle ulaşılır. 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 hakların satışından doğan kazançlarının özel bir fon hesabında tutulmasına kara verilen kısmın; karın sermayeye ilavesine ilişkin kararın bulunmaması halinde, kar dağıtımında bir indirim kalemi olarak dikkate alınması mümkün değildir.

9. Yıl İçinde Yapılan Bağışlar: Yıl içinde ortaklık tarafından yapılan bağışların toplam tutarı bu alana yazılır.
10. Birinci Kar Payının Hesaplanacağı Bağışlar Eklenmiş Net Dağıtılabilir Dönem Karı: Yıl içinde bağış yapıldı ise, bağış tutarı net dağıtılabilir dönem karına eklendikten sonra birinci kâr payı hesaplanır. Burada bağış tutarının net dağıtılabilir dönem karına eklenmesi işlemi amaç, bağış yapılan tutarın net dağıtılabilir dönem karını ve dolayısıyla birinci kâr payı tutarını azaltıcı etkisinin giderilmesidir.
11. Ortaklara Birinci Kar Payı: Bağışlar eklenmiş net dağıtılabilir dönem karı üzerinden kar dağıtım başkasında belirlenen oran dikkate alınarak imtiyazsız pay sahiplerine dağıtılacak birinci kâr payı hesaplanır. Bu oran payları borsada işlem görmeyen ortaklıklar için Tebliğin 7nci maddesinin birinci fıkrası uyarınca yüzde yirmiden az olamaz. Bu tutar, 8 numaralı maddede yer alan kayıtlara göre net dağıtılabilir dönem karı tutarı ile karşılaştırılmalıdır. (Bkz. Örnek Kar Dağıtım Tablosu). Birinci kâr payı tutarının tamamı, yasal kayıtlarda yer alan net dağıtılabilir dönem karından (8 nolu yasal kayıt bölümü) karşılanabildiği sürece; Sermaye Piyasası Mevzuatı uyarınca hazırlanan finansal tablolara göre bulunan bağışlar eklenmiş net dağıtılabilir dönem karı üzerinden birinci kar payı dağıtılır. Ancak genel kurul tarafından, yasal kayıtlarda yer alan net dağıtılabilir dönem karından daha fazla kâr payı dağıtılmasına karar verilmesi halinde; olağan üstü yedek akçeler, geçmiş yıl karları gibi yasal kayıtlarda yer alan ve kar dağıtımına konu edilebilecek diğer kaynakların da kar dağıtımında kullanılmasına karar verilmesi gerekir. Burada, dağıtımına karar verilecek tutarın, ortaklıkların yasal kayıtlarında bulunan geçmiş yıl zararlarının düşünülmesinden sonra kalan dönem karı ve kar dağıtımına konu edilebilecek diğer kaynakların toplam tutarı ile karşılanabilir olmasına dikkat edilmelidir. Hesaplamalar sonucunda bulunan birinci kâr payı tutarının ne kadarının nakit, ne kadarının ise pay olarak dağıtılacağı yine bu bölüme belirlenecektir. Katılma

İntifa Senetleri (KİS) sahiplerine kardan pay verilmesi durumunda, KİS sahiplerine verilen kar payları bu satırdan sonra gelmek üzere ayrı bir satırda gösterilir.

12. İmtiyazlı Pay Sahiplerine Dağıtılan Kar Payı: Esas sözleşme hükmüne dayanılarak genel kurul kararı ile imtiyazlı pay sahiplerine dağıtılması ön görülen/ karar verilen tutar bu alana yazılır.
13. Yönetim Kurulu Üyeleri, Çalışanlar ve Pay Sahibi Dışındaki Kişilere Kar Payı; Esas sözleşme hükmüne dayanılarak genel kurul kararı ile yönetim kurulu üyeleri, çalışanlar ve pay sahibi dışındaki kişilere dağıtılması ön görülen/ karar verilen tutar bu alana yazılır. Tahvillere kardan pay verilmesi durumunda, dağıtım tutarı bu satırda gösterilecek tablonun altında konuya ilişkin olarak açıklama yapılır
14. İntiba Senedi Sahiplerine Dağıtılan Kar Payı; ortaklığın kurucu ve adi intifa senedi bulunması durumunda, esas sözleşme uyarınca bu paylara dağıtılması ön görülen/ kararlaştırılan tutar bu alana yazılır
15. Ortaklara İkinci Kar Payı; Esas sözleşme ile ya da genel kurul kararı ile ortaklara dağıtılması ön görülen/ karar verilen ikinci kâr payı tutarı bu alana yazılır
16. Genel Kanuni Yedek Akçe; TTK'nın 519 uncu maddesinin ikinci fıkrasının (C) bendi kapsamında bu tutarın matrahı, pay sahipleri ile kara iştirak eden diğer kimselere dağıtılacak tüm kâr payı tutarlarının toplamından ortaklığın ödenmiş /çıkarılmış sermayesinin yüzde beşi düşüldükten sonra bulunan tutardır. Bu matrahın onda biri, genel kanuni yedek akçe olarak hesaplanıp ayrılır. TTK'nın 519 uncu maddesinin birinci fıkrasında yer alan ödenmiş / çıkarılmış sermayenin beşte birine ilişkin üst sınır sadece yukarıda/ 7 numaralı maddede belirtilen genel kanuni yedek akçe için geçerli olup, söz konusu yasal sınırın aşıldığı durumda dahi bu maddede belirtilen genel kanuni yedek akçe ayırmaya devam edilecektir. Holdingler için bu fıkra hükmü uygulanmaz. Öte yandan, net dağıtılabilir dönem karının tamamının dağıtılmasına karar verilmesi durumunda; sadece bu durumla sınırlı olmak üzere, bu maddede belirtilen genel kanunu yedek akçe, net dağıtılabilir dönem karından ödenmiş/ çıkarılmış sermayenin yüzde beşi düşüldükten sonra bulunan tutarın (1/11)'i oranında ayrılır. Kâr

payının sermayeye ilave edilmek suretiyle pay olarak dağıtılması durumunda, bu maddede belirtilen genel kanuni yedek akçenin ayrılmasına gerek yoktur.

17. Statü Yedekleri: Esas sözleşme hükümleri uyarınca ayrılması ön görülen yedek akçe tutarı bu alana yazılır.

18. Özel Yedekler: Ayrılması ön görülen diğer yedek tutarları bu alana yazılır.

19. Olağanüstü Yedek: bu alana yukarıdaki tabloya göre hesaplanan tutar yazılır.

20. Dağıtılması Öngörülen Diğer Kaynaklar: Bu alana dönem karı dışında, geçmiş yıl karı, olağanüstü yedekler ile TTK ve esas sözleşme uyarınca dağıtılabılır diğer yedeklerden dağıtılması ön görülen/kararlaştırılan tutarlar yazılacaktır. Bu madde uyarınca dağıtılacak tutarlar yukarıda (6) numaralı bölümde geçmiş yıllar zararlarının hesabında dikkate alınması. Dağıtılacak kâr payı, net dönem karından ve serbest yedek akçelerden (genel kanuni yedek akçelerin ödenmiş/çıkarılmış sermayenin yarısını aşan kısmı ile TTK ve esas sözleşme gereği ayrılanlar dışında genel kurulca ayrılmasına karar verilen yedek akçeler) dağıtılabilecektir. Bu kapsamda, bu alana dönem karı dışında, önceki dönemlerde elde edilmiş karlardan dağıtılmayan kısımlar, kar dağıtımına istikrar kazandırma amacıyla ayrılan yedek akçeler, belli bir amaca tahsis edilmemiş yedek akçeler ile ihtiyari yedek akçelerden dağıtılması mümkün olan kısımlardan dağıtılması ön görülen/kararlaştırılan tutarlar yazılacaktır. Diğer taraftan,

a) TMS/TFRS' ye ilk geçişte karşılaştırılmalı finansal tabloların söz konusu düzenlemeleri göre yeniden hazırlanması nedeniyle ortaya çıkan geçmiş yıllar karları,

b) Üzerinde kar dağıtımını engelleyici herhangi bir kayıt bulunmayan yedek kalemlerinden kaynaklanan "Öz sermaye enflasyon düzeltme farkları",

c) maddesi finansal tabloların ilk defa enflasyona göre düzeltilmesinden kaynaklanan geçmiş yıllar karları, ortaklara nakit kâr payı olarak dağıtılabılır.

Bu durumda, dağıtma konu olacak kalemin mahiyeti hakkında ortakların yeterli ve doğru olarak bilgilendirilmesi ve kar dağıtımına ilişkin diğer mevzuat hükümlerine uyulması gerekmektedir. Ayrıca, konsolide finansal tablolardaki öz kaynaklar arasında "Satın Almaya İlişkin Öz Sermeye Etkisi" hesap kaleminin bulunması durumunda, net dağıtılabılır dönem karına ulaşılırken söz konusu

hesap kaleminin bir indirim veya ekleme kaleme olarak dikkate alınmaması gerekmektedir.



EK 2: Borsa İstanbul'da İşlem Gören Firmalar

SIRA	KOD	Şirket Unvanı
1	AKSA	AKSA AKRİLİK KİMYA SANAYİİ A.Ş.
2	AKGRT	AKSİGORTA A.Ş.
3	ALGYO	ALARKO GAYRİMENKUL YATIRIM ORTAKLIĞI A.Ş.
4	ALKIM	ALKİM ALKALİ KİMYA A.Ş.
5	ANSGR	ANADOLU ANONİM TÜRK SİGORTA ŞİRKETİ
6	AEFES	ANADOLU EFES BİRACILIK VE MALT SANAYİİ A.Ş.
7	BIMAS	BİM BİRLEŞİK MAĞAZALAR A.Ş.
8	CCOLA	COCA-COLA İÇECEK A.Ş.
9	EGEEN	EGE ENDÜSTRİ VE TİCARET A.Ş.
10	ENKAI	ENKA İNŞAAT VE SANAYİ A.Ş.
11	EREGL	EREĞLİ DEMİR VE ÇELİK FABRİKALARI T.A.Ş.
12	FROTO	FORD OTOMOTİV SANAYİ A.Ş.
13	SAHOL	HACI ÖMER SABANCI HOLDİNG A.Ş.
14	ISDMR	İSKENDERUN DEMİR VE ÇELİK A.Ş.
15	ISMEN, IYM	İŞ YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.
16	NUHCM	NUH ÇİMENTO SANAYİ A.Ş.
17	OTKAR	OTOKAR OTOMOTİV VE SAVUNMA SANAYİ A.Ş.
18	TOASO	TOFAŞ TÜRK OTOMOBİL FABRİKASI A.Ş.
19	TCELL	TURKCELL İLETİŞİM HİZMETLERİ A.Ş.
20	SISE	TÜRKİYE ŞİŞE VE CAM FABRİKALARI A.Ş.
21	VESBE	VESTEL BEYAZ EŞYA SANAYİ VE TİCARET A.Ş.
22	YGGYO	YENİ GİMAT GAYRİMENKUL YATIRIM ORTAKLIĞI A.Ş.