

T.C.
BEYKENT ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ
İŞLETME ANABİLİM DALI
FİNANS BİLİM DALI

**TÜRKİYE ‘DE HALKA AÇIK İŞLETMELERDE
TEMETTÜ DAĞITIM KARARINI ETKİLEYEN
FAKTÖRLER**

Yüksek Lisans Tezi

Tezi Hazırlayan:
Mehtap KAYA

İstanbul, 2019

T.C.
BEYKENT ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ
İŞLETME ANABİLİM DALI
FİNANS BİLİM DALI

**TÜRKİYE ‘DE HALKA AÇIK İŞLETMELERDE
TEMETTÜ DAĞITIM KARARINI ETKİLEYEN
FAKTÖRLER**

Yüksek Lisans Tezi

Tezi Hazırlayan:

Mehtap KAYA

Öğrenci No:

165514035

Tez Danışmanı

Dr. Öğr. Üyesi Hakan BAL

İstanbul, 2019

YEMİN METNİ

Yüksek Lisans Tezi olarak sunduğum "TÜRKİYE'DE HALKA AÇIK İŞLETMELERDE TEMETTÜ DAĞITIM KARARINI ETKİLEYEN FAKTÖRLER" başlıklı bu çalışmanın, bilimsel ahlak ve geleneklere uygun şekilde tarafımdan yazıldığını, yararlandığım eserlerin tamamının kaynaklarda gösterildiğini ve çalışmamın içinde kullanıldıkları her yerde bunlara atıf yapıldığını belirtir ve bunu onurumla doğrularım. 18/06/2019

Mehtap KAYA



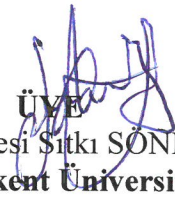
T.C.
BEYKENT ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ MÜDÜRLÜĞÜ
TEZLİ YÜKSEK LİSANS SINAV TUTANAĞI

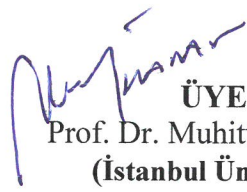
18/06/2019

Enstitümüz *İşletme* Anabilim Dalı *İşletme Yönetimi* Programı yüksek lisans öğrencilerinden **165514035** numaralı **Mehtap KAYA**'nın "*Beykent Üniversitesi Lisansüstü Eğitim – Öğretim Yönetmeliği*"nin ilgili maddesine göre hazırlayarak, Enstitümüze teslim ettiği "*Türkiyede Halka Açık İşletmelerde Temettü Dağıtım Kararını Etkileyen Faktörler*" konulu tezini, Yönetim Kurulumuzun 28/05/2019 tarih ve 2019/22 sayılı toplantısında seçilen ve Taksim Yerleşkesinde toplanan biz jüri üyeleri huzurunda, Beykent Üniversitesi Lisansüstü Eğitim ve Öğretim Yönetmeliğinin 29. maddesinin 3. fıkrası gereğince (60) dakika süre ile aday tarafından savunulmuş ve sonuçta adayın tezi hakkında ~~oyçokluğu/oybirliği~~ ile ~~Kabul/Red veya Düzeltme~~ kararı verilmiştir.

İşbu tutanak, 4 nüsha olarak hazırlanmış ve Enstitü Müdürlüğü'ne sunulmak üzere tarafımızdan düzenlenmiştir.


DANIŞMAN
Dr. Öğr. Üyesi Hakan BAL
(Beykent Üniversitesi)


ÜYE
Dr. Öğr. Üyesi Sıtkı SÖNMEZER
(Beykent Üniversitesi)


ÜYE
Prof. Dr. Muhittin KAPLAN
(İstanbul Üniversitesi)

Adı Soyadı : Mehtap KAYA
Danışman : Dr. Öğr. Üyesi Hakan BAL
Türü Ve Tarihi : Tez Mayıs 2019
Alanı : Finans
Anahtar Kelimeler : Temettü, Temettü Politikaları, Temettü Dağıtım Politikası,

ÖZ

TÜRKİYE ‘DE HALKA AÇIK İŞLETMELERDE TEMETTÜ DAĞITIM KARARINI ETKİLEYEN FAKTÖRLER

Temettü politikası kurumsal finansın önemli konularından biridir. Bu çalışmada 2009-2015 yılları arasında hisse senetleri BİST Sınai endeksinde işlem gören şirketlerde temettü dağıtım politikasını etkileyen faktörler incelenmiştir. Çalışmada temel olarak panel veri analizi kullanılarak likidite, kaldıraç, büyüme fırsatları, büyüklük, piyasa-defter oranı, kârlılık, satışlardaki büyüme, aktif devir hızı, hisse volatilitesi, duran varlık oranı ve sahiplik değişkenlerinin sanayi işletmelerinin nakit temettü dağıtım kararları ve oranları üzerindeki etkisi araştırılmıştır. Yapılan araştırma sonucunda temettü dağıtım kararı ile temettü dağıtım oranlarını belirleyen faktörlerin farklı olduğu sonucuna ulaşılmıştır. Temettü dağıtım kararını, borç oranı ve maddi duran varlık oranı negatif yönde etkilemektedir. Temettü dağıtım oranını ise borç oranı artışı, fiyat kazanç oranı ve varlık verimliliği pozitif yönde etkilerken, satış büyümesi negatif yönde etkilemektedir. Sonuçlar temettü dağıtım kararında artık değer ve sinyal teorisini desteklerken, temettü oranında sinyal teorisini desteklemektedir.

Adı Soyadı : Mehtap KAYA
Danışman : Dr. Lecturer Hakan BAL
Türü Ve Tarihi : Master, 2019
Alanı : Finance
Keywords : Dividend, Dividend Policies, Dividend Distribution Policy

ABSTRACT

TURKEY ON THE PUBLIC DECISION AFFECTING DIVIDEND DISTRIBUTION IN SURFACE MINING FACTORS

Dividend policy is a principal subject of corporate finance. In this study, the factors that drive the dividend policies of the firms listed in BIST Industrials between 2009 and 2015 are examined. Using panel analysis, the effects of liquidity, leverage, growth opportunities, size, market-to-book ratio, profitability, sales growth, asset turnover, share price volatility, fixed asset ratio and foreign ownership on the decision to distribute dividends and dividend payout ratio are examined. The results indicate that the factors that drive the decision to distribute are different from the ones that drive the dividend payout ratio. Debt ratio and fixed asset ratio negatively affects the dividend distribution decision. On the other hand, while the change in the debt ratio, price-earnings ratio and asset turnover positively affects the dividend payout ratio, the effect of sales growth is negative. The results support signalling theory and residual value theory in the decision to distribute, while they support signalling theory in the dividend payout ratio decision.

İÇİNDEKİLER

Sayfa No.

ÖZ	i
ABSTRACT	ii
İÇİNDEKİLER	iii
TABLolar LİSTESİ	vi
ŞEKİLLER LİSTESİ	vii
KISALTMALAR	viii
GİRİŞ	1

BİRİNCİ BÖLÜM KAVRAMSAL ÇERÇEVE

1.1. Temettü ve Temel Kavramlar	3
1.2. Temettü Dağıtım Politikası İle İlgili Görüşler	5
1.2.1 İlintisizlik Teorisi	5
1.2.2. Eldeki Kuş Teorisi	9
1.2.3.Vergi Farklılığı Teorisi	12
1.2.4.Müşteri Etkisi Teorisi	14
1.2.5.Artık Değer Teorisi.....	14
1.2.6.Sinyalizasyon Teorisi	16
1.2.7.Walter Formülü	19
1.3. Temettü Politikasını Etkileyen Faktörler	20
1.3.1.Kârlılık	20
1.3.2.Halka Açıklık Oranı	20
1.3.3.Vergi	20
1.3.4.Yatırım Fırsatları	21
1.3.5.Kontrol Yapısı	22
1.3.6.Serbest Nakit Akışları	22
1.3.7.Yasal Faktörler	22
1.3.8.Belirsizlik	23

1.3.9.İşletme Borçlarının Ödenme Zorunluluğu	23
1.4.Firma Değerini Etkileyen Faktörler	23
1.4.1.Finansal Kaldıraç	23
1.4.2.Firma Büyüklüğü	24
1.4.3.Likidite	24
1.4.4.Büyüme ve Büyüklük	24
1.4.5.Sahiplik Yapısı	25
1.5. Temettü Politika Çeşitleri	25
1.5.1.İstikrarlı Kâr Payı Dağıtılması	26
1.5.2. Sabit Oranda Kâr Payı Dağıtılması	27
1.5.3.Sabit Tutarda Kâr Payı Dağıtılması	27
1.5.4.Nakit Olarak Kâr Payı Dağıtılması	28
1.5.5. Hisse Senedi Şeklinde Kâr Payı Ödeme	29

İKİNCİ BÖLÜM

KÂR PAYINA İLİŞKİN DÜZENLEMELER

2.1. Anonim Şirket Nedir ?	32
2.2. Sermaye Piyasası Kanunu'na Göre Kâr Payına İlişkin Düzenlemeler	33
2.3. Türk Ticaret Kanunu'na Göre Kâr Payına İlişkin Düzenlemeler	34
2.4. Gelir Vergisi Kanunu'na Göre Kâr Payına İlişkin Düzenlemeler	37

ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

TÜRKİYE'DE HALKA AÇIK İŞLETMELERDE TEMETTÜ DAĞITIM KARARINI ETKİLEYEN FAKTÖRLER: BİST'TE BİR UYGULAMA

3.1. Araştırmanın Veri Seti ve Yöntemi	40
3.1.1. Bağımlı ve bağımsız değişken bilgileri	40
3.1.2. Bağımlı ve Bağımsız Değişkenlerin Açıklayıcı İstatistikleri	43
3.2. Korelasyon Analizi	46
3.3. Temettü dağıtım kararı	48
3.4. Temettü dağıtım oranı	51
SONUÇ	55
KAYNAKÇA	57

EKLER	63
Ek-1 Araştırmada kullanılan tüm şirketlerin listesi	63
Ek-2 Araştırmada kullanılan temettü dağıtan şirketlerin listesi	64
ÖZGEÇMİş	65



TABLÖLAR LİSTESİ

Sayfa No.

Tablo:1 Bağımlı ve bağımsız değişken bilgileri	41
Tablo:2 Temettü Dağıtım Politikasını Etkileyen Faktörler	43
Tablo:3 Tüm şirketlere ait değişkenlerin betimleyici istatistikleri	44
Tablo:4 Temettü dağıtan şirketlerin betimleyici istatistikleri	45
Tablo 5. Tüm şirket değişkenlerindeki korelasyon	46
Tablo 6. Temettü dağıtan şirket değişkenlerindeki korelasyon	48
Tablo 7. Panel Logit Regresyon Sonuçları	50
Tablo 8. DPR2 için panel data regresyon sonuçları	54



ŞEKİLLER LİSTESİ

Sayfa No.

Şekil 1 Modigliani-Miller Hipotezi	7
Şekil 2 Gordon-Lintner Temettü Hipotezi	10
Şekil 3 Gordon Modelinde Verim ile Dağıtılmayan Kâr Arasındaki İlişki	11
Şekil 4. Temettü dağıtım oranının (DPR) ve üstten sınırlanmış temettü dağıtım oranının histogramları	51



KISALTMALAR

AGE	:	Yaş
ATURN	:	Varlık Devir Hızı
CR	:	Cari Oran
DA	:	Borç Oranı
DIV	:	Temettü Dağıtanlar için 1 olan kukla değişken
DPR	:	Temettü Ödeme Oranı
EPS	:	Hisse Başına Kazanç
GVK	:	Gelir Vergisi Kanunu
LNSIZE	:	Log Büyüklük
NPR	:	Net Kâr Marjı
OWN	:	Sahiplik
PD	:	Piyasa Defter Değeri
PE	:	Fiyat Kazanç Oranı
RVOL	:	Hisse Volatilitesi
SGROW	:	Satışlardaki Büyüme
SPK	:	Sermaye Piyasası Kanunu
TANG	:	Maddi Duran Varlık Oranı
TTK	:	Türk Ticaret Kanunu

GİRİŞ

Bu çalışmada Türkiye ‘de Halka Açık Şirketlerde Temettü Dağıtım Kararını Etkileyen Faktörler ele alınmıştır. Türkiye için 2009-2015 örneklem dönem için halka açık şirketlerde dağıtım kararını etkileyen faktörlerin incelenmesi hedeflenmiştir. Bu amaç doğrultusunda tezin 1. Bölümünde temettü ödeme politikası ile ilgili görüşler; İlintisizlik Teorisi, Eldeki Kuş Teorisi, Vergi Farklılığı Teorisi, Müşteri Etkisi Teorisi, Artık Değer Teorisi, Sinyalizasyon Teorisi ve Walter Formülü başlıkları altında ele alınarak açıklanmaya çalışılmaktadır.

Lintner ‘in (1956) firmaların temettü politikalarını etkileyen faktörlerin tespiti üzerine yapılan ilk çalışmalardan birisi olduğu bilinmektedir. Modigliani – Miller (1961) de kâr payı ile ilgili ilk teorik çalışmayı yaptığı bilinmektedir. Modigliani – Miller ‘e göre, bir firmanın değeri varlıkların kazanma gücü, firmaya ilişkin risk düzeyi ve firmanın yatırım politikası tarafından belirlenir (Yıldız,2014,185-206).

Temettü politikasını etkileyen faktörler; Kârlılık, Halka Açıklık Oranı, Vergi, Yatırım Fırsatları, Kontrol Yapısı, Serbest Nakit Akışları, Yasal Faktörler, Belirsizlik ve İşletme Borçlarının Ödeme Zorunluluğu olarak ele alınmaya çalışılmaktadır.

Firma değerine etki edebileceği düşünülen faktörler Finansal Kaldıraç, Firma Büyüklüğü, Likidite, Büyüklük, Büyüme olarak ele alınmaktadır.

Temettü ödeme çeşitleri İstikralı Kâr Payı Dağıtılması, Sabit Oranda Kâr Payı Dağıtılması, Sabit Tutarda Kâr Payı Dağıtılması, Nakit Olarak Kâr Payı Dağıtılması ve Hisse Senedi Şeklinde Kâr Payı Ödeme şeklinde ele alınarak açıklanmaya çalışılmaktadır.

Çalışmanın 2. Bölümünde Kâr Payına İlişkin Düzenlemelerden bahsedilmeye çalışılmaktadır. Sermaye Piyasa Kurulu (SPK), Türk Ticaret Kanunu (TTK), Gelir Vergisi Kanunu (GVK) ‘na göre kâr payına ilişkin düzenlemelerden bahsedilmeye çalışılmaktadır.

SPK, 19. Ve 20. Maddelerinde kâr payına ilişkin getirilen hükümler yer almaktadır. TTK da ise TTK ‘nın eski ve yeni çıkarılan kanunları ele alınmaktadır. GVK ‘da da yeni düzenleme değişiklikleri ele alınmaktadır.

Çalışmanın 3.Bölümünde 2009-2015 yılları arasındaki hisse senetleri BİST SINAİ endeksinde işlem gören şirketler ele alınıp, temettü politikasını etkileyen finansal unsurlar analiz edilmiştir. Çalışmada temel data analizi kullanılarak likidite, kaldıraç, büyüme fırsatları, hisse volatilitesi, varlık yapısı, sahiplik, yaş, boyut, kazanç gibi değişkenlerin temettü dağıtım kararlarını pozitif yönde mi yoksa negatif yönde mi etkilediği araştırılmıştır. Yapılan araştırma sonucunda temettü dağıtım kararı ile temettü dağıtım oranlarını farklı finansal faktörlerin etkilediği sonucuna ulaşılmıştır. Temettü dağıtım kararını, borç oranı ve maddi duran varlık oranı negatif yönde etkilerken; temettü dağıtım oranını borç oranı artışı, fiyat kazanç oranı ve varlık verimliliği pozitif yönde, satış büyümesi ise negatif yönde etkilemektedir. Sonuçlar temettü dağıtım kararında artık değer ve sinyal teorisini desteklerken, temettü oranında sinyal teorisini desteklemektedir.

BİRİNCİ BÖLÜM

KAVRAMSAL ÇERÇEVE

1.1. Temettü ve Temel Kavramlar

Temettü, Sermaye Piyasası Kurulu (SPK) Kâr Payı Rehberinde “Genel kurul tarafından oluşturulan politika dâhilinde, işlem dönemi itibari ile net dönem kazancı ve kazanç tevzisine konu olabilecek farklı kaynaklar üzerinden pay sahiplerine ve kazanç dâhil olan diğer kişilere dağıtılması söz konusu olan tutar” olarak tanımlamıştır (Sermaye Piyasası Kurulu, 2018 : 2).

Yatırımcıların firmaya yapmış olduğu yatırıma istinaden dönem sonlarında oluşan net kârdan yapılan ödemedir. Yatırımcılar sadece temettü ödemesi değil yaptıkları yatırımdan sermaye kazancı da beklemektedir (Okka, 2015:603).

Temettü terimi genel bir ifade ile kâr payı manasını taşımaktadır. Temettü ağırlıklı olarak firmaların işlem dönemi neticesinde sağladıkları kazançtan, pay sahiplerinin payları oranında kendilerine düşen bölümü alma hakkı şeklinde tanımlanmaktadır. Temettü borsa alanında ise pay sahiplerinin işlem döneminde oluşan kazançtan kendilerine düşen bölümü alma hakkı olarak kullanılmaktadır. Temettü, firmaların var olan kazançları üzerinden pay sahiplerine gerçekleştirdikleri varlık tevzisi. Temettüyü elde eden pay sahibi, yatırımı üstünden denetimli ve mülkiyeti kâr payını alarak kazanmakta ve sağladığı bu miktara karşılık olarak yatırdığı para üstünden sağlanabilecek kârı firmaya bırakmaktadır. Firmalar gerçekleştirilen yatırımlar neticesinde üzerinde karar yetkisi oldukları miktarı işletme ve bunun sonucunda belirli dönemlerde yatırımcılara temettü olarak tevzisini sağlamaktadırlar. Söz konusu olan ortaklığı doğuran yatırımın parasal bir değer olması zorunlu değildir. Bu doğrultuda yatırılan aynı sermaye ve kimi zaman gerçek kişilerin sarf etmekte oldukları emekleri doğrultusunda kazanç hak kazanmaları söz konusudur (Kırbaş, 2015: 4).

Hissedarlarla kazanca dâhil olan diğer kişilere tevzi edilmesine karar verilen kazançtan, söz konusu olan kişilerden her birine düşen orana karşılık gelen kâr payı, firmaya gerçekleştirilen yatırımlar üstünden kâr sağlanmasının en olağan ve asli metotlarından bir tanesidir. Payı düşürmeyen ve sabit pay üstünden kişilere ileriye dönük temettü haklarını sürdürme olanağı veren firmaların hissedarlara gerçekleştirdiği bir ödeme konumunda olan temettü, finansal açısından bir firmanın anaparasına gerçekleştirilen yatırımın geri dönüşü anlamına gelmektedir. Esasen, temettünün anaparanın bir getirisi olması nedeni ile firmalar kazanç tevzi kararı vermeden önce sermaye değerini güvence altına almak durumundadır. Fakat ifade edilen koşulun sağlanması ile firmalar işlem dönemi neticesinde artan kazanç söz konusu ise artan kazancın tevzisi söz konusudur (Ateşgaoğlu, 2012: 17).

Temettünün en asli ögesi kâr olup kârın, terim karşılığı “üretim unsurlarından olan müteşebbisin üretimden sağladığı kazançtır. Farklı bir ifade ile total kazançla üretim için total harcanan değerlerin toplamı arasındaki artıdır. Kazanç veya kayıp, Türkiye Muhasebe Standardı, Finansal Tabloların Sunuluşunda “total gelirden diğer gelir ögeleri haricindeki maliyetlerin çıkarılması” olarak yer verilmiştir (Kamu Gözetimi Kurumu, 2018: 3).

İşletmelerin belli bir dönemde oluşan gelir ve giderleri arasındaki olumlu ilişki olarak tanımlanabilir. En çok dikkat edilmesi gereken husus aynı mali dönem içindeki gelir ve giderlerin karşılaştırılmasıdır. Aksi halde çıkacak kârlılık rakamları doğru olmayacaktır (Küçüksavaş, 2016: 33).

Kârı bir işlem dönemi neticesinde sağlanan toplam kazançla bu kazanca yönelik maliyetler arasındaki artı fark şeklinde tanımlanması gerekmektedir. Bunun yanı sıra, firmanın ilgili bir işlem dönemi neticesinde öz sermayesinin aynı işlem döneminin başındaki değerle kıyaslanması neticesinde belirlenen aradaki olumlu fark şeklinde de tanımlana bilinir. Görüleceği üzere üç tanımın da benzer ifadelerle yapılmasının yanında uygulamada, ticari ve vergi hukuku kararlarındaki farklılıklar nedeni ile hesaplanan firma kârlılığında farklılıklar görülebilmektedir. Bunun başlıca nedeni ise yasal indirim olarak kabul edilen ya da kabul edilmeyen masraf kalemleri, tenzilat ve istisna kazançtır.

Sermaye kazancı hisse senedinin alım ve satımı arasındaki olumlu farkı ifade etmektedir. Firma kârlılığı ve temettü dağıtım politikaları hisse değerini artıran faktörler olarak nitelendirilmektedir (Ercan ve Ban, 2016:117). Ayrıca temettü firmanın geçmiş ve gelecekte oluşacak performansını ve buna bağlı olarak başarılı olup olmadıkları konusunda önemli bilgiler sunmaktadır (Okka, 2015: 604).

Temel olarak firmalar kazanç sağlama adına kurulmakta olup kazanç birçok yönden firmaların varlık sebebidir. Firmalar yaşamlarını sürdürebilmeleri adına kazanç sağlamak zorundadır. Bunun yanı sıra, firmalar büyümeleri, farklı teşebbüslerde bulunabilmeleri, tecrübeli ve kabiliyetli personel istihdamı yaratabilmeleri adına kaynaklarını korumaları ve bunun devamını sağlayabilmek adına ve rekabet üstünlüğü sağlayabilecek şartlarda kredi alabilmeleri ve benzeri sebeplerle kazanç sağlamaları gerekmektedir. Bu doğrultuda kazanç sağlama, her firmanın takaddümü olup genel tüm değerlendirmelerde asli gösterge konumundadır. Temel sebebi ise kazanç firmaların büyüme, tepe yönetim açısından başarı sağlama ve personeller açısından ise motivasyon ve isteklendirme aracı olmasıdır (Omağ, 2007: 3).

1.2. Temettü Dağıtım Politikası İle İlgili Görüşler

Temettü dağıtım politikası ile ilgili görüşler aşağıda İlintisizlik Teorisi, Eldeki Kuş Teorisi, Vergi Farklılığı Teorisi, Müşteri Etkisi Teorisi, Artık Değer Teorisi, Sinyalizasyon Teorisi ve Walter Formülü başlıkları altında ele alınarak açıklanmıştır.

1.2.1 İlintisizlik Teorisi

Franco Modigliani ve Merton H. Miller'ın 1961 senesinde “Kâr Dağıtım Politikası, Büyüme ve Hisse senetlerinin Değerlemesi” konulu çalışmasında, kâr dağıtım yaklaşımı ile hisse senedi değerleri arasındaki korelasyonu içeren öncü araştırmalardandır. “Kâr Dağıtım Politikası, Büyüme ve Hisse senetlerinin Değerlemesi” konulu çalışmada Modigliani-Miller, bir takım hipotez doğrultusunda kâr dağıtım stratejisi ile hisse senetlerinin fiyatı arasında anlamlı bir korelasyonun söz konusu olmadığını ileri sürmüştür (Demirel, 2014: 53).

Modigliani – Miller kâr payı ile ilgili ilk teorik çalışmayı yapmış olup, temettü politikasının hisse senedi pazar fiyatı ve sermaye maliyetini etkilemediğini, firmanın hisse değeri firmanın varlıklarının getirisine bağlıdır görüşünü savunmaktadır (Ercan ve Ban, 2016:259).

Modigliani–Miller’a göre yatırımcılar yüksek kâr veren ya da yüksek sermaye kazancı olan firmaları tercih edeceklerdir. Firmalar temettü politikasını değiştirse bile bu durumda hoşnut olmayan yatırımcıyı kaybedebilir ancak bu temettü politikasını beğenebilecek yeni yatırımcı bulmaktadır. Firma değerinde herhangi bir artış ve azalış olmayacaktır (Ercan ve Ban, 2016:259).

Modigliani–Miller ‘ın varsayımları aşağıdaki şekildedir (Modigliani ve Miller, 1961:411-433):

- Kişisel veya kurumsal gelir vergileri mevcut değildir,
- Finansal Kaldıraç, sermaye maliyetini etkilemez,
- Firmanın gelecekteki beklentileri ile ilgili bilgilere hem yöneticiler hem de yatırımcılar aynı şekilde erişim hakkına sahiptir,
- Hisse senedi alım satımlarında işlem maliyeti yoktur,
- Temettü politikasının firma sermayesi üzerinde etkisi bulunmaktadır.

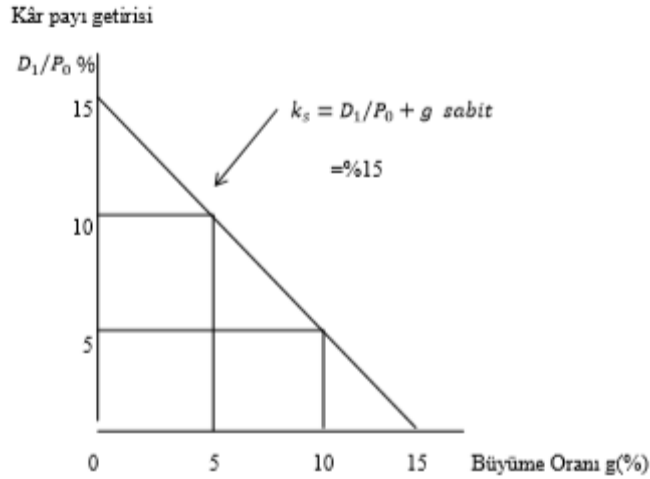
Modigliani-Miller, firmanın sağladığı kazancın tevzi edilmesi veya tevzi edilmemesi hisse sahipleri bakımından bir değişikliğe neden olmayacağını ileri sürmüştür. Hisse senedinin ederini belirleyen firmanın piyasa ederini etkileyen ögelerin firma riski ve asli kazanç sağlama kazanma gücü olduğunu ileri sürmüştür. Farklı bir ifade ile tam rekabet koşullarının haiz olduğu piyasalarda, cari kazanç payı arasında anlamlı bir regülasyon söz konusu değildir. Modigliani-Miller Yaklaşımı üç asli varsayım dâhilinde geçerliliğini korumaktadır (Modigliani ve Miller, 1961: 412):

- “Mükemmel Sermaye Piyasalarında” hem alıcı hem de satıcıların işlemleri ile hisse senetleri değerlerinin tayin edilmesinde, önemli bir etkisi söz konusu değildir. Her işlem yapan, hisse senetleri değerlerinin tayin edilmesi ve diğer bütün

niteliklere ilişkin bilgiye denk ve maliyetsiz şekilde ulaşabilmektedirler. Menkul kıymetlerin alımında, satımında ya da ihracında, transfer vergisi veya farklı işlem maliyeti bulunmamaktadır. Tevzi edilmiş ve tevzi edilmemiş kazançlar arasında ya da kâr payı ve anapara kazançları arasında vergilendirme açısından bir farklılık söz konusu değildir.

- “Rasyonel Davranış”, yatırım yapan kimselerin her daim az varlıktan ziyade daha çok varlığı seçecekleri prensibini temel almaktadır. Farklı bir ifade ile yatırım yapan kimselerin varlığındaki yükselişin nakit kâr dağıtımı veya hisse senedinin ederindeki yükseliş ile yatırım yapan kimseler bakımından bir farklılık arz etmeyecektir. Neticede ise yatırım yapan kimseler adına temel amaç daha fazla varlıktır.

- “Tam Belirlilik” hem yatırım yapan kişinin hem de yatırım yapan firmanın ileriki dönemdeki yatırım programları ve gelecekteki kazançları hakkında tam güvenini içermektedir. İfade edilen güven sebebi ile değerlendirmenin bu adımda fon kaynakları olarak pay senedi ve tahvil herhangi bir farkı söz konusu değildir.



Şekil 1 Modigliani-Miller Hipotezi

Kaynak: (Demirel, 2014: 55).

Modigliani-Miller Hipotezi kâr dağıtım politikasının hisse senedi değerine etki etmeyeceğini ileri sürmektedir. Modigliani-Miller Hipotezinde firmanın öz sermaye maliyeti yüzde 15 düzeyinde olup kâr dağıtımı arasında bir regülasyon bulunmamaktadır (Demirel, 2014: 54). Modigliani-Miller varsayımlarının haiz olduğu koşullarda, hisse senetlerinin değerleri, verimlerinin birbirine denkliğini sağlayacak şekilde oluşmaktadır. Tersî söz konusu olur ise, verimli olmayan hisse senetleri elden çıkartılarak verimlilere geçiş yapılmak istenir. Bu durumda verimi az olan pay belgitlerinin değeri düşer ve verim oranı satılmayı gerektirmeyecek düzeye çıkar (Modigliani ve Miller, 1961: 412).

Modigliani-Miller yaklaşımının varsayımları değerlendirildiğinde; Yatırım yapan kişinin ya da firmanın hisse senedi alım satım işlemlerinde herhangi bir işlem maliyeti yoktur. Alım satım işlemleri için komisyon veya herhangi bir ücret ödenmesi söz konusu değildir. Gelir ve kurumlar vergisi ödenmemektedir. İşletmelerin pay belgiti oluşturma maliyeti bulunmamaktadır. Firma idarecileri, yatırım yapan kişi ya da firmalar, yatırım yapılacak firmaya ilişkin eşit bilgilerle sahip olup tam bir belirlilik durumu haizdir. Tam rekabet durumu söz konusu olup yatırım yapan kişi ya da firmalar rasyonel hareket etmektedir. Firmaların sermaye bütçelemesine yönelik stratejileri, kâr dağıtım stratejilerine bağlı değildir (Yükçü, 1999: 1008).

Modigliani-Miller yaklaşımının varsayımların söz konusu olduğu ekonomilerde pay belgiti sahiplerinin, kazancı tevzi edilmeyip firmada bırakılmasıyla payların gerçekleşecek eder artışına etki etmemektedir. Bunun sebebi tevzi edilecek kâr kadar meydana gelecek ihtiyaç borç ya da öz kaynaklardan sağlanması halinde, firmanın tevzi ettiği kârla yükselen piyasa ederi, tekrar aşağıya inerek geçmişteki düzeye gelecek olmasıdır. Ancak gerek gelişmiş gerekse gelişimini sürdüren sermaye piyasalarında Modigliani-Miller yaklaşımının varsayımlarının tümüyle haiz olduğunu söylemek zordur. Modigliani-Miller yaklaşımının varsayımlarının tümüyle haiz olduğunu söylemenin zor olması sebebi ile kârın tevzi edilmesinin hisse senedi değerleri ve buna bağlı olarak firmaların piyasa değerliliğini arasında bir regülasyon söz konusudur (Demir, 2001: 63). Bunun yanı sıra hem firmalar hem de yatırım yapan kişi ve kurumlar vergiye tabidir.

1.2.2. Eldeki Kuş Teorisi

Franco Modigliani ve Merton H. Miller'ın Modigliani-Miller Yaklaşımına yönelik bulgular bir takım tartışmalara neden olmuştur.

Gordon'un sabit büyüme modeline göre hisse senedi maliyeti belirlenirken doğrudan riski baz almamakta , hissenin pazar fiyatına göre yönetmektedir (Okka, 2015:495). Gordon Mayıs 1963'de Amerikan Finans Derneği, Maliye Dergisi'nde yazdığı yazıda Modigliani – Miller'ın temettü teorisinin hatalı olabileceğini ve kârlılığın etkisini görmezden geldiklerini belirtmiştir (Gordon, 1963:264-272).

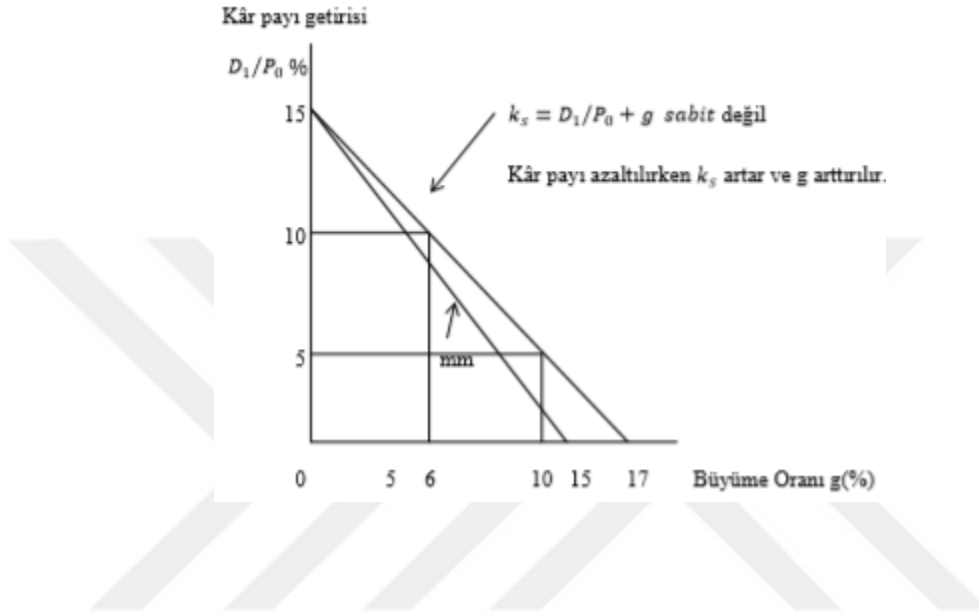
John Lintner tarafından 1962 yılında “Kâr Payı, Kazanç Kaldırıcı, Hisse Fiyatları ve İşletmelere Sermaye Sağlama” çalışmasında Modigliani-Miller Yaklaşımının tam tersi olarak kâr dağıtım stratejilerinin işletme değerine etki ettiğini ileri sürmüştür (Demirel, 2014: 61).

Gordon ve Lintner 'e göre temettü ödemeleri hisse senedi değeri üzerinde etkilidir. Gordon 'a göre firmanın temettü politikası firmanın kârlılık oranı hesaplamasına göre hazırlanmalıdır. Eğer firmanın kârlılık oranı dağıtılan temettü rakamından daha fazla olacak ise, kâr sermaye bütçesi finansmanında kullanılmalıdır. Eğer tam tersi ise dağıtılmalıdır (Görüşünü sonradan değiştirmiştir) (Okka, 2015:619).

Lintner 1956'da Amerikan Ekonomi Derneği için yazmış olduğu makalede 600 üzeri firmada inceleme yapıp görüşlerini bildirmiştir. Temettü dağıtımı açısından incelenen 28 firmada, şirketlerin çeyrek veya yıl sonu mevcut oranına bakmadan sabit yüzdeli temettü dağıttığını belirlemiştir. Şirketin faydaları düşünülmeden dağıtım yapılmıştır. Lintner'e göre bu yanlış bir temettü politikasıdır. Temettü ödemelerinde tutarlılık olsa bile bunu mantığa dayandırmanın zor olduğunu belirtmiştir Yapılan çalışmaların sonucunda firmaların bir kısmının temettü politikalarını değiştirme kararı aldığını da belirtmiştir.

Kâr payı kazancı, sermaye kazancına oranla tahmini daha mümkündür. Firma idaresi, kâr payı stratejilerinin kontrol edebilir iken, hisse senedinin piyasadaki ederini belirlenmesi mümkün değildir. Bu sebeple de yatırımcılar, kâr payı kazancı

kadar sermaye kazançlarına güvenememektedirler. Bu sebeple sermaye kazançları, kâr payı kazançlarına oranla daha yüksek düzeyde ıskonto edilmektedir. Özetle kâr payı kazançları sermaye kazancına oranla daha garantili görülmektedir (Temiz ve Hacıhasnoğlu, 2017: 136).



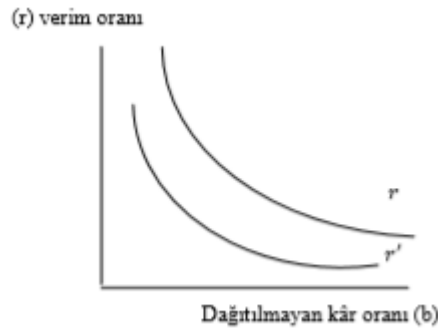
Şekil 2 Gordon-Lintner Temettü Hipotezi

Kaynak: (Demirel, 2014: 62).

John Lintner kâr dağıtım politikasında tevzi edilen kâr payları nakit olup yatırımın ne düzeyde kâr getireceği konusunda yatırımcının bilgisi olmaması sebebi ile kâr dağıtımı, sermaye getirisine oranla daha az risk içermektedir (Lintner, 1956: 107). Farklı bir anlatımla, kâr payı tevzisinin yatırım yapanın risk düzeyini aşağıya çektiğini ifade etmektedir. Neticede kâr payı tevzisinin yüksek olması yatırımcıların arzu ettiği bir uygulamadır (Demirel, 2014: 62). M. Gordon 1963 yılında ortaya attığı kâr dağıtım politikası temelde sahip olunan bir kuş daldaki iki kuşa tercih edilir” mantığını taşımaktadır. Hisse sahipleri yönünden, kazancın firmada bırakılması, ele geçen kâr payına oranla daha yüksek risk içermektedir. M. Gordon, kâr dağıtım politikasının, işletmenin piyasadaki ederine etki edeceğini ileri sürmüştür ve en

uygun bir kâr payı dağıtım oranının söz konusu olduğunu finansman idarecisinin de bu oranı yakalamak adına gayret göstermesinin gerekli olduğunu vurgulamıştır (Gordon, 1963: 264-272). Gordon ortaya attığı kâr dağıtım politikası modelinin de bir takım var sayımları söz konusudur. İç verim oranı r ve uygun indirim oranı k sabittir. Vergi söz konusu olmayıp büyüme oranı da sabit kabul edilmektedir. Ayrıca dış finansman bulunmamaktadır (Kutukız, 1997: 57).

Varsayımlar doğrultusunda bir hisse senedinin değerinin hesaplanmasına yönelik formülde, işletmenin her sene aynı miktarda kâr payı dağıtımını yapacağı ve aynı sermaye maliyetiyle indirim yapacağı kabul edilmiştir. Ancak kâr payı tevzi süresinin artmasıyla hisse senedinin içerdiği riski düzeyi de yükselmekte ve buna karşılık yüksek kapitalizasyon düzeyinin gerektiği ve hızla büyüyen işletmelerin her sene daha fazla kâr payı dağıtması gerekmektedir. İşletme aralıksız kazanç sağlayacağına ve bu kazanç her sene büyüme neticesinde artış göstereceğine göre yukarıdaki formül içeriği basit faiz değerlendirme temeli doğrultusunda (t) dönemindeki hisse başına kâr payını dağıtacak biçimde şekillendirilebilir:



Şekil 3 Gordon Modelinde Verim ile Dağıtılmayan Kâr Arasındaki İlişki

Kaynak: (Demirel, 2014: 69).

Gordon-Lintner kâr dağıtım politikası modeli, yatırımcılar, kâr payını, sermaye getirisinden daha değerli kabul etmeleri sebebi ile total kazanç bileşimini ön

planda tutmaktadırlar. Yatırımcılar, total kazançları içerisindeki kâr payı oranı düştükçe, daha yüksek oranlarda sermaye getirisi bekleyeceklerdir.

Yatırımcılar için düzenli aldıkları temettü ödemeleri ileride oluşacak sermaye kazancından daha çok önem taşımaktadır. Yatırımcılara göre düzenli elde ettikleri temettü ödemesi eldeki kuş, sermaye kazancı da daldaki kuştur. Eldeki kuş teorisi daha az riskli bir yatırım düşüncesidir. Günümüzde düzenli az riskli bir yatırım düşüncesidir. Günümüzde düzenli temettü ödemesi yapan şirketler daha çok rağbet gördüğünden daha değerli hale gelmektedir (Günalp, Kadioğlu ve Kılıç, 2010:47-69).

Ortaklar açısından temettü ödemeleri az olan firmaların hisselerini yüksek iskonto, temettü ödemeleri çok olan firmaların hisselerini de düşük iskonto ile sermayelerine katabildiklerinden temettü politikası iskonto oranlarını etkilemektedir (Akgüç, 2013:780-781).

1.2.3.Vergi Farklılığı Teorisi

Diğer kâr payı dağıtım modelleri vergi hususunu dikkate almamış olup vergiler, yatırım yapan kişi ve kurumların yatırıma yönelik alacakları kararlarda önemli bir unsurdur (Temiz ve Hacıhasnoğlu, 2017: 136). Ağırlıklı olarak vergi uygulamaları hisse sahiplerinin edindikleri nakit kâr paylarından gelir vergisi kesilmektedir. Nakit şekilde kâr payı tevzisi yapan firmalar hisse sahiplerini vergi mükellefi yapmaktadırlar. Bunun önüne geçilmesi adına firmalar, ağırlıklı olarak kâr payı tevzisini, hisselerin geri satın alınması ile aşmaya çalışmaktadırlar (Gürel, 2008: 15).

Vergi Farklılığı Teorisi'nin asli amacı vergilerin kâr payı dağıtım uygulamalarına olan etkisini belirlemektir. Bu teori yatırım yapan kişi ve kurumları sermaye getirisi üzerindeki pozitif vergi etkisinden dolayı daha az kâr payı dağıtımını yapmayı seçeceğini ileri sürmektedir. Yatırım yapan kişi ve kurumların yüksek oranlı kâr payından ziyade düşük oranlı kâr payı ödemesini tercih dağıtımının

Vergi Farklılığı Teorisi açısından temel olarak üç sebebi bulunmaktadır (Demirel, 2014: 70).

- Sermaye getirisi, kâr payı dağıtımına oranla daha düşük oranda vergilendirilmektedir.
- Hisse senedinin satışı gerçekleştirilinceye dek hisse sahibi kişi veya kurumlar vergi vermesi gerekmemektedir.
- Yatırım yapan hisse sahibi yaşamı boyunca hissesini satmaz ise sermaye getiri vergisi ödemeyecektir.

Sonuç olarak sermaye getirisi, sermaye getirisi üzerindeki vergi etkisi, kâr payı dağıtım kazancından daha düşük olacaktır. Bu sebeple hisse sahipleri, firmaların sağladıkları kazancı kâr payı şeklinde dağıtmaktan ziyade, kazancın firmada bırakılmasını tercih edeceğini ileri sürmektedir.

Temettü ve sermaye kazancına uygulanan vergilerin farklı olmasından dolayı yatırımcılar temettü alımı ya da sermaye kazancı arasında tercih yapma durumunda kalmaktadırlar. Temettüye daha yüksek oranda vergi konulmasına (stopaj kesintisi) rağmen geleceğe ilişkin olumsuz düşünce ve belirsizlikten dolayı yüksek temettü ödeyen şirketlerin hisselerini tercih etmektedirler (Okka, 2015:629).

Üst ve alt vergi diliminde olan yatırımcılar temettü ödeme konusunda tercihte bulunacaklardır. Üst vergi dilimindeki yatırımcı sermaye kazancı ve az temettü ödeyen firmaları tercih ederken az vergi dilimindeki yatırımcılar yüksek temettü ödemesi yapan firmaları tercih ederler (Korgun, 1999: 11-12).

Ayrıca ülkemizde hisseyi 3 yıl elinde tuttuğunda hisseden elde edilecek sermaye kazancı vergiden muaf tutulmuştur. Bunu bilen bazı firmalar büyüme amacı ile temettü politikalarını göre düzenleme yoluna gidebilmektedirler. Bu nedenle SPK her yıl halka açık firmaların temettü dağıtım oranlarını belirlemiştir (Okka, 2015:629).

1.2.4.Müşteri Etkisi Teorisi

Modigliani ve Miller kâr payı dağıtımı konusunda müşteri etkisine odaklanmışlardır. Modigliani ve Miller, bir işletme özel bir kâr payı dağıtım stratejisi izliyorsa, yatırım yapanları da izledikleri bu stratejiyle kendine çekeceğini ifade etmektedirler. İşletmenin izlediği kâr payı dağıtım stratejisiyle kendisine çektiği yatırımcılar bir bakıma işletmenin izlediği stratejiyi onaylayan yatırımcılar olduğunu sonucunu ortaya çıkarmaktadır. Bu durumda bir üniversite öğrencisi veya emekli yatırımcı, mevcut kazancı tercih ederken kimi yatırımcılar ise yüksek oranda kâr payı dağıtılmasını sermaye getirisine tercih edebilmektedirler (Demirel, 2014: 77).

Elton ve Gruber tarafından 1970 senesinde yürütülen araştırmada, müşteri etkisini değerlendirmişlerdir. Elton ve Gruber, bir işletme kâr payı dağıtım yaptığı zaman, işletmenin hissedarlarının vergi oranlarını dikkate almışlardır. Buna göre, düşük vergi diliminde olan hisse sahipleri yüksek kâr payı dağıtım yapıldığı durumda hisse senedi değerlerinin yükseldiğini, yüksek gelir dilimindeki hisse sahiplerinin ise düşük kâr payı dağıtım gerçekleştirildiğinde hisse senedi değerinin yükseldiğini bulgulamışlardır.

Pettit tarafından 1977 senesinde müşteri etkisine yönelik gerçekleştirilen çalışmada düşük oranda kâr payı dağıtımının yüksek vergi dilimindeki yatırımcıların, ağırlıklı olarak daha genç ve yüksek sistematik riske sahip olan hisse sahiplerince tercih edildiğini bulgulamışlardır (Copeland vd., 2005: 667). Sonuç olarak, piyasada alternatif kâr payı dağıtım politikası gereksinimi duyan hisse sahipleri söz konusu olabilmektedir. Ancak, işletmenin uygulayacağı yeni kâr payı dağıtım politikasından memnun olmayan hisse sahiplerinin paylarını elden çıkarma, uygulamadan memnun olan yatırımcıların ise hisse satın alma eğiliminde olacağı unutulmamalıdır.

1.2.5.Artık Değer Teorisi

Firma optimum uygulama stratejilerini gözden geçirdikten sonra arta kalan kazancı hissi sahiplerine kâr payı olarak tevzi etmesi artık değer teorisi olarak adlandırılmaktadır. Bu teoride işletmenin çabası yatırım gereksinimlerini doyurmak ve kâr payı dağıtımını gerçekleştirilmeden önce istediği borç/öz sermaye oranını

muhafaza etmesi söz konusudur. Kâr payı dağıtım uygulamalarında artık değer teorisinin izlenmesinde üç temel aşama söz konusudur (Demirel, 2014: 81);

- Artık Değer Teorisinin ilk aşaması: En uygun sermaye harcamaları düzeyinin belirlenmesidir.

- Artık Değer Teorisinin ikinci aşaması: En uygun sermaye yapısı oranlarından yararlanarak, ilk aşamada oluşturulan harcamaların desteklemesi adına ihtiyaç duyulan sermaye miktarının belirlenmesidir.

- Artık Değer Teorisinin üçüncü aşaması: Tevzi edilmemiş kâr paylarının maliyeti, yeni hisse senedi maliyetinden daha düşük olması sebebi ile tayin edilen sermaye gereksiniminin karşılanması adına tevzisi gerçekleştirilmemiş kâr paylarından yararlanılmaktadır. Ancak tevzisi gerçekleştirilmemiş kâr payları yeterli düzeyde değil ise yeni hisse senedi satışı gerçekleştirilmelidir. Fakat hali hazırda tevzi edilmemiş kâr payları bu gereksinimin üzerinde ise daha fazla para kâr payı dağıtımı yani artık değer şeklinde tevzi edilebilir.

Artık değer teorisine göre aynı risk derecesinde, ortaklar temettülerden sağlayacakları getirinin daha yüksek ya da eşit oranda getiri sağlayabilecek ise temettü dağıtılması yerine yatırımda kullanılmasını tercih edebilirler ve firma da bu politikayı takip eder. Firma ve ortaklar tüm yatırım projeleri finanse edilip eğer fon kalır ise temettü olarak ödeme yapılmasına karar verilmektedir. Artık değer teorisini kullanan firmaların düzenli temettü ödemeleri bulunmamaktadır. Yatırım fırsatlarının durumuna göre temettü dağıtım politikaları belirlenmektedir. Bu teoriye göre temettü politikası pasif karakterlidir ve firma pazar değerinde etkisi bulunmamaktadır (Okka, 2015:624-625).

Bu teorisinin negatif etkileri de bulunmaktadır. Artık fonlar yöneticilerin en kolay manipüle edilecekleri kaynaklardır. Yöneticiler artık fonları kendi çıkarları için harcama yapmaya da çalışabilirler. Temettü dağıtımı düzenli olduğunda bu tarz sorunlar ile karşılaşılma olasılığı çok düşüktür. Temettü, hissedar ve yöneticilerin çıkarlarının birbirine uyumlu hale gelmesine yardımcı olmaktadır (Günel, Kadioğlu ve Kılıç, 2010:53).

Artık Değer Teorisi bilhassa Weston ve Brigham tarafından kabul görmüş olup, kâr payı tevzisi pasif bir karar olup firmanın borçlanma politikası ve sermaye maliyeti tespit edildikten sonra, kâr payı tevzi kararı doğal olarak ortaya çıkmaktadır. İşletme, kazanç oranı sermaye maliyetinden büyük ise mevcut fonlar ile karşılanıp, düştükse, mevcut para kâr payı tevzisi gerçekleştirilecektir. Artık Değer Teorisi'ne göre, hisse sahipleri, daha yüksek düzeyde kazanç elde edeceklerine inandıkları sürece, elde ettikleri kâr payından vazgeçip firmaya değerlendirilmesini kabul edeceklerdir.

1.2.6.Sinyalizasyon Teorisi

Temettünün bilgi içerdiği görüşü ilk kez Lintner (1956) tarafından sonra Modigliani –Miller tarafından ileri sürülmüştür ve sonrasında sinyal teorisi olarak adlandırılmıştır. Düzenli temettü ödemesi yapan firmada temettü ödemesinin düşmesi ya da yükselmesinin yatırımcılar üzerinde yaptığı etki olarak tanımlanabilmektedir. Artan temettü ödemesinde bazı yatırımcılar firmanın fazla nakit girişi elde edeceğini ve firma değerinin yükseleceğini düşünebilir. Ancak bazı yatırımcılarda fazla yapılan ödemenin ileride firmayı zora sokabileceği düşüncesine sevk edebilir. Düşen temettü ödemeleri de firmanın geleceği ile ilgili olumsuz düşüncelere sevk edilmektedir. Firmalar temettü politikalarını kullanarak piyasalara istedikleri sinyalleri vermektedir (Okka, 2015:628).

Süreklilik için verimli sinyal verme mantığı elde edilmektedir. Joseph Williams'ın 1987'deki Journal of Finance Dergisi'ndeki makalesinde Verimli Sinyal Verme Dengesi ile ilgili modelleme yapıp sonuçlarını test etmiştir. 1. Modelde şirket içinden özel bilgi sahipleri bulunmaktadır. Kamuoyuna açık bilgilere bağlı olarak içerideki riskleri hesaplayabilmektedirler. Koşullar olumsuz olsa dahi dış yatırımcılar riskli projeleri bilmediklerinden yayınlanan verilere güvenmektedirler (Williams, 1987:737-747).

Sinyalizasyon teorisinde işletmeler, kâr payı dağıtımına yönelik yatırımcılara pozitif sinyaller vermektedirler. Yatırımcılara kâr payının tevzi edilme uygulamaları firma idarecilerinin şeffaf şekilde açıklayamadıkları konuları, hisse sahiplerine ifade etme özelliğine sahiptir. Firma idarecileri söz konusu firmanın başarısından

umutluysa hisse sahiplerine kâr payı tevzisini yükseltme politikası izleyebilirler. Firma idarecileri söz konusu firmanın başarısından umutluysa değil ise ve firmanın geleceğini parlak görmüyor ise hisse sahiplerine kâr payı tevzisini azaltma politikası izleyebilirler. Hisse sahiplerine kâr payı tevzisine yönelik değişim hisse sahiplerine ne şekilde tavır sergileneceğine yönelik sinyal vermektedir (Temiz ve Hacıhasnoğlu, 2017: 136).

İşletmeler gelecekte yönelik istikrarlı ve verimli bir kâr artışı beklemedikleri sürece, hisse sahiplerine kâr payı tevzisini yükseltme politikası izlememekte ve bunun aksi halinde, kazançta belirgin bir azalma beklemedikçe hisse sahiplerine kâr payı tevzisini yükseltme politikası izleyeceğine bilinmektedir. Franco Modigliani ve Merton H. Miller'e göre, yüksek kâr payı tevzisi açıklayan işletmelerin hisse senetlerinin değerlerinin artması, hisse sahiplerinin kâr payı tevzi düzeyinin yüksek olması tercihinden ziyade, yüksek açıklanan temettünün ileriye dönük olumlu sinyal içermesinden olduğunu ileri sürmektedir. Kâr payı dağıtımı sinyalizasyonu teorisi birtakım etkileri bünyesinde barındırmaktadır (Servaes ve Tufano, 2006: 14):

- İşletmeler finans dünyasına sinyal kalitesi ile kâr payı dağıtacaktır,
- İşletmeler, kâr payı dağım oranını azaltmanın veya kesmenin olumsuz etkileri nedeni ile bunu tercih etmeyecektir,
- İşletme, hisse sahipleri kendini güvende gördüğü sürece kâr payı dağıtım oranını arttırmayacaktır,
- Hisse sahiplerine kâr payı dağıtımındaki artış hisse senedi değerlerinin yükselişi ile ilişkili olacaktır,
- Hisse sahiplerine kâr payı dağıtımındaki azalış veya kesme hisse senedi değerlerinin azalmasıyla ilişkili olacaktır.

Hisse sahiplerine kâr payı dağıtım uygulamaları bilgi içeriğine bünyesinde barındırmakta ve işletmenin gelecek beklentisine yönelik bir sinyal olarak yararlanılabilen önemli bir unsurdur. Hisse sahiplerine kâr payı dağıtım uygulamalarında sinyal etkisinin işletme idaresinin başarılı olduğunu algısı yaratabilmesinin iki temel şartı söz konusudur. Sinyal etkisinin işletme idaresinin

başarılı olduğunu algısı yaratabilmesinin ilk şartı, yatırımcıların bu sinyali dikkate almalarıdır. Sinyal etkisinin işletme idaresinin başarılı olduğunu algısı yaratabilmesinin ikinci şartı, kâr payı dağıtım uygulamaları işletmenin beklentisine yönelik değerli sinyalleri içermelidir. Yatırımcılara verilen sinyal, hisse sahiplerine kâr payı dağıtım uygulamalarının hisse senedi değerlerini etkilediği varsaymaktadır. Yatırımcılara verilen sinyalde hisse sahiplerine kâr payı dağıtım uygulamaları, işletmenin kârlılığına yönelik sinyalleri içermektedir. İşletmeler ileriki dönemde kârlılıklarının olumlu olacağını, olumlu bilgi içerikleri ile finans dünyasına imâ etmektedirler. Yatırımcılara verilen sinyaller, hisse sahiplerine kâr payı dağıtım uygulamalarının basit bir ilanından öte, hisse sahiplerine kâr payı dağıtımında ilave bir yükselme olacağı beklentisini içermektedir. İşletme istikrarlı sürdürdüğü hisse sahiplerine kâr payı dağıtımını daha da yükselteceğini sinyal eder ise, yatırımcılar işletmenin ileriki dönemdeki kârlılığına yönelik olumlu bir hava olduğu yönünde beklenti yaratabilir. Bu doğrultuda yatırımcılarda, hisse senedi değerlerinin daha da yükseleceği algısı yaratmaktadır (Demirel, 2014: 79).

Aharoney ve Swary tarafından 1980 senesinde gerçekleştirilen araştırmada hisse sahiplerine kâr payı dağıtım uygulamalarının sinyalizasyon teorisi üzerinde etkisinin olduğunu bulgulamışlardır. Dewenter ve Warther tarafından 1998 senesinde gerçekleştirilen araştırmada Amerika Birleşik Devletleri ile Japonya’da sinyal etkisini karşılaştırması yapmışlardır. Bu çalışma neticesinde, Amerika Birleşik Devletleri’nde Japonya’dan daha yüksek oranda bilgi içeriği etkisinin söz konusu olduğunu bulgulamışlardır. Araştırmacılar, Japonya’da yatırımcıyla işletme idarecisinin yakın ilişki içerisinde olduklarını vurgulamışlardır (McLaney, 2000: 297).

Sinyalizasyon teorisi sonuç olarak firma idaresi hisse sahiplerine kâr payı dağıtım uygulamalarını kullanarak yatırımcılara vermek istedikleri sinyalleri aktarmakta ve bu aktarım doğrultusunda, yatırımcılar olumlu veya olumsuz tepkiler vermektedirler. Verilen tepkiler hisse sahiplerine kâr payı dağıtım oranına değil, firma idarecisinin aktardığı sinyallerdir. Bu sayede sinyal etkisiyle hisse sahiplerine kâr payı dağıtımının firmanın ileriki dönemde kârlılığı yönünde sinyalleri aktarabileceği düşünülmektedir.

1.2.7.Walter Formülü

Walter Teorisi James E. Walter tarafından 1956 yılında ileriye sürülmüştür. Walter Teorisi işletmenin kâr payı dağıtım uygulaması, işletmenin ve hisse değerlerini pazar değerini etkilediği görüşündedir. Buna göre kâr payı dağıtım uygulamaları hisse senedi değeri arasında doğrusal bir ilişki söz konusudur. Walter Teorisi, kâr payı dağıtım uygulamalarının işletme değerine olan etkisi üzerinde yoğunlaşmakta olup hisse değerlerini sermaye maliyeti k ile getiri r arasındaki ilişkiyi karşılaştırmaktadır (Demirel, 2014: 72). “Artık Teorisi” şeklinde de nitelendirilen bu teori Walter tarafından kapsamı genişletilerek, kâr payı dağıtım oranıyla firmaların piyasa değeri arasındaki ilişkiyi formüle dökmüştür (Walter, 1956: 29).

Walter, büyüme düşük temettü oranları ile karakterize edilir demiştir. Firmalar için önemli olan ek yatırımların getiri oranlarıdır, genişleme – kazanç yüzdesine göre oranlar belirlenmelidir. “Büyüme Stoğu” kavramı genel anlamda yatırımcıların sahip olduğu hisse senetlerine benzetme olarak kullanılmaktadır. Büyüme stok kategorisine hak kazanmak, marjinal kârlılık temel kriteridir.

Gelecekteki kâr paylarının oranını belirler. Temettü dağıtım oranı ne kadar düşük ise büyüme stoğunun değeri artacaktır. Dönemden döneme kazanç değişimlerinin olası olmasından dolayı kararları alırken geçmiş ile ilişkilendirme yapıp, gelecek kazanç tahmin edilebilir. Ayrıca fiyat ve seviye değişiklikleri yanılmaya neden olabilir. Temettü yerine sermaye kazancının tercih edilmesi hem vergi açısından hem de büyüme stokları açısından etkiler oluşturur. Sermaye kazancı tercihi, gelecekteki temettü rakamlarını arttırabileceği gibi ileride hisse satışından elde edilecek gelire olumlu etki edebilir. Ayrıca sermaye kazancı toplam vergi miktarını da azaltır (Walter, 1956:29-41).

Walter Teorisinin formülü r ve k arasındaki ilişkilerce tayin edilen ve piyasa değerinin maksimize edilmesi adına kâr payı dağıtım kararlarının nasıl alınması gerektiğini açıklamaktadır. Sonuç olarak Walter Teorisi, en uygun kâr payı dağıtım uygulamasının, sadece yatırım yapanın kazancı bakımından tayin edilmesi gerektiğini vurgulamaktadır.

1.3. Temettü Politikasını Etkileyen Faktörler

Temettü politikasını etkileyen faktörler aşağıda kârlılık, halka açıklık oranı, vergi, yatırım fırsatları, kontrol yapısı, serbest nakit akışları, yasal faktörler, belirsizlik ve işletme borçlarının ödenme zorunluluğu başlıkları altında ele alınarak açıklanmıştır.

1.3.1.Kârlılık

İşletmelerin kaynak kullanımında elde edecekleri kazanç oranı, hisse sahipleri ile kâr payı dağıtımının nispi çekiciliğine etki etmektedir. Bu durumda işletmenin kaynak kullanımında elde edecekleri kazanç oranı, hisse sahiplerinin kâr paylarının farklı kullanım yollarında elde edeceği kazanç oranından daha fazlaysa hisse sahiplerine kazancın tevzisi yapılmayarak işletme bünyesinde bırakılması daha cazip konuma geçmektedir (Ataş, 2004: 27).

1.3.2.Halka Açıklık Oranı

Halka açık firmalarda, hisse sahipleri ağırlıklı olarak sağladıkları kârları giderlerini karşılamada kullanmaktadırlar. Bu sebeple hisse sahipleri yüksek kâr payı tevzisini beklemektedir. Emekli sandığı, sigorta kurumları ve benzeri, yüksek düzeyde kâr payı tevzisi gerçekleştiren firmaların hisse senetlerine yönelmektedirler. Bu nedenle işletmenin hisse paylarını elinde tutan bu kuruluşlar da yüksek kâr payı tevzisini beklemektedirler. Halka açık firmaların hangi oranda kâr payı tevzisinin gerçekleştirileceği kanun hükümlerince belirtilmiştir. Fakat halka açık olmayan anonim şirketlerde kârlar tevzisi gerçekleştirilmeyerek, yatırım giderlerinde kullanılmaktadır (Güngör, 2012: 78).

1.3.3.Vergi

Firmaların kâr payı dağıtım stratejilerine etki eden farklı bir konu da vergi unsurudur. Sermaye Piyasası Araçlarının kârlılıkları; yasal düzenlemeler doğrultusunda Menkul Sermaye İradı olarak kabul edilmekte olum bu şekilde vergiye tabi tutulmaktadır. Sermaye piyasası araçlarının vergilendirilmesinde, sağlanan gelirin irat ya da kazanç durumuna göre farklılık göstermektedir. Sermaye piyasası araçları karşılığında sağlanan gelir dönemsel özellikteyse “Menkul Sermaye

İradı”, satışından sağlanan kazançsa “Değer Artış Kazancı” şeklinde değerlendirilmektedir. Vergi uygulamalarında kâr payı gelirin sermaye gelirinde farklı düzeyde vergiye tabi tutulması, firma hissedarlarının tabi oldukları vergi dilimi, firmalarca kurgulanacak hisse sahiplerine kâr payı dağıtılma stratejilerine etki etmektedir.

Vergilerin şahsi yatırım kararları ve firmaların hisse sahiplerine kâr payı dağıtılma kararlarına büyük oranda etki etmektedir. Bir hisse senedinin piyasa değer, yatırımcısının sağlaması olası nakit akışlarına denktir. Bunun yanı sıra piyasa fiyatı, vergi sonrası nakit akışlarının iskonto edilmesiyle elde edilmektedir. Sermaye kazancıyla hisse sahiplerine kâr payı dağıtımına farklı vergiye tabi tutulması yatırımcıların verginin kesilmesinin ardından sağlayacakları kazancı da etkilemektedir. Farklı bir anlatımla yatırımcıların kâr payı dağıtılma beklentilerine etki etmektedir. Bu doğrultuda, vergiler, piyasa fiyatını azami hale getirme gayretinde olan idarecilerin hisse sahiplerine kâr payı dağıtılma kararlarına etki etmektedir (Gholenji, 2015: 32).

1.3.4.Yatırım Fırsatları

Firmaların verimli yatırım fırsatları yakalaması durumunda, sağlanan kazancın firma kalmasını sağlayarak yatırımlar adına kullanılması söz konusu olabilmektedir. Firmalar tarafından gerçekleştirilen ihraçlar bir maliyet oluşturması sebebi ile bunun karşılanması adına gereksinim olan fon düzeyinden daha yüksek düzeyde ihraç söz konusu olabilmekte, bunun neticesinde de piyasadaki firma hisse senedi adedi yükselmekte ve firma hissedarlarının aleyhine bir durum meydana gelmektedir. Yüksek enflasyonist koşullarda yer alan ve düşük maliyetli kredi tahsis edemeyen firmaların fırsat yatırımlarının maliyetinin karşılanması adına kaynakları tevzi edilmeyen kârlar söz konusu olmaktadır. Borçlanma imkanları kısıtlı işletmeler adına, bu finansman politikası mecburi duruma gelebilmektedir. Bu mecburiyet sermaye piyasasına başvurma olanağı olan firmalarda daha az olsa da bu olanağı söz konusu olmayan firmalarda bilhassa dikkate alınması gereken bir prensip konumundadır.

1.3.5.Kontrol Yapısı

Kontrol biriminin yeni hisse sahiplerinin etkilenmemesi gayretinde olan firmalar, fon gereksinimlerini sağladıkları kazançtan temin etmeyi seçmektedirler. Bu sayede kontrol firma bünyesinde tutulmaktadır. Bu stratejinin temel olarak olumsuz yönü, firmanın sermaye maliyetlerini arttırması ve tam olarak gerekli olmayan bir takım yeni yatırımlar yapmasına sebebiyet verebilmesidir.

1.3.6.Serbest Nakit Akışları

Firmalar yatırımları için gerekli nakde sahip olduğu hallerde hisse sahiplerine kâr payı dağıtımını gerçekleştirebilmektedirler. Aksi durumda sağladıkları kazanç yüksek olsa da hisse sahiplerine kâr payı dağıtımını yapamazlar. Fakat bazı hallerde yeterli düzeyde nakit bulunmasına rağmen hisse sahiplerine kâr payı dağıtımını yapılamayabilir. Bu durumun başlıca sebebi ileriki dönemlerde meydana gelebilecek nakit gereksinimidir. Neticede, hisse sahiplerine kâr payı dağıtılma kararı verilebilmesi adına yalnızca kazanç sağlamak kâfi gelmemektedir. Bunun yanında hisse sahiplerine kâr payı dağıtımını yapabilecek seviye nakit bulunması gereklidir.

1.3.7.Yasal Faktörler

Firma sözleşmesinde yer alan esaslardan yola çıkarak, kanun düzenlemeleri dâhilinde genel kurulca hisse sahiplerine kâr payı tevzi oranları belirlenmektedir. Türkiye’de hisse sahiplerine kâr payı dağıtımına yönelik kanun düzenlemesi Türk Ticaret Kanunu (TTK) ve Sermaye Piyasası Kanunu (SPK) çerçevesinde belirlenmiştir. Türk Ticaret Kanunu’nda kâr dağıtımına yönelik temel ilkeler bulunmaktadır. Temel ilkelerden ilki net kârdır. Net kâr ilkesine göre, kâr payı cari yıl net kârından ve bu nedenle ayrılmış tevzi edilmemiş kârdan dağıtılabılır. Temel ilkelerden diğeri ise esas sermayenin temettü dağıtımından negatif yönde etkilenmemesidir. Bu ilke esas sermayenin hisse sahiplerine kâr payı olarak tevzi edilmesini engellemektedir. Bir diğeri temel ilke ise borç ödeme varlığı olup bu ilke borç tutarı net aktifinden daha büyük olan firmaların hisse sahiplerine kâr payı tevzisini engellemektedir. Buradaki amaç ile alacaklıların teminat altına alınmasıdır.

1.3.8.Belirsizlik

Hisse sahipleri, firmanın finansal sağlamlığına yönelik görüşlerdeki belirsizlik sebebi ile firmaya güven duymayabilirler. Bu negatif hali ortadan kaldırmak adına işletmeler hisse sahiplerine kâr payı dağıtma yoluna gitmektedirler. Bu sayede hisse sahiplerinin, firmanın sağlamlığı ve güvenilirliğine yönelik negatif düşünceleri aşılmış olmaktadır. Bu sebeple sermaye piyasalarında yeterli güveni sağlayamadıklarını düşünen firmalar, bu durumu aşmak adına daha yüksek miktarda kâr payı tevzisi gerçekleştirebilmektedirler (Güngör, 2012: 79).

1.3.9.İşletme Borçlarının Ödenme Zorunluluğu

Borçlar, finansal nitelikleri sebebi ile mecburi ödemeleri beraberinde getirmektedirler. Firma aldığı borçları geri ödemede bir takım kararlar almalıdırlar. Bu kararlardan ilki yeniden borçlanarak geçmiş borçların kapatılması, faaliyet neticesinde sağladığı fonları borcun kapatılmasında kullanma, yüksek düzeyde borcu olan firmalar, faaliyetleri neticesinde sağladıkları kazançları, hisse sahiplerine kâr payı ödemelerinde kullanılması yerine, mevcut borçlarının kapatılmasında kullanılması, bu firmaların varlıkları adına alınması gereken kararlardandır. Firmalar ödemesi gereken borçları olmalarına karşın nakit kâr payı dağıtan firmalar tekrardan borçlarını yapılandırma yoluna gidebilmektedir (Gholenji, 2015: 33).

1.4.Firma Değerini Etkileyen Faktörler

Firma değerine etki edebileceği düşünülen faktörlere yönelik araştırmalara aşağıda başlıklar altında yer verilmiştir.

1.4.1.Finansal Kaldıraç

Finansal kaldıraç faktörüne yönelik gerçekleştirilen araştırmalarda işletmenin yabancı kaynaklarındaki değişimin işletme değerine etkisini araştıran çalışmaların söz konusudur. Bu konudaki temel araştırmalar, Modigliani ve Miller (1958), Modigliani ve Miller (1963), Miller (1977), Myers (1977), Fama ve French (1998) tarafından gerçekleştirilmiştir. Bu araştırmalarda kısmen farklı görüşler bulunsa da yüksek kaldıraç oranının firma değerine olumsuz yönde etki ettiği bulgulanmıştır. Bu doğrultuda yüksek kaldıraç oranının firma değerini olumsuz etkilediği söylenebilir.

Yüksek finansal kaldıraç oranına sahip şirketlerde bazen mevcut temettü politikaları yetersiz kalabilmektedir. Bu durumlarda yatırımcı ve hissedar tarafından olumsuz değerlendirilmemek için nakit temettü oranlarını düşük tutmayı tercih edebilmektedir (Yıldız ve Diğerleri,2014).

1.4.2.Firma Büyüklüğü

İşletme büyüklüğünün işletme değeri üzerinde büyük bir etkisi söz konusudur. Varaiya, Roger ve Weeks (1987), Payne, Boudreaux ve Rumore (1996) tarafından gerçekleştirilen araştırmalarda büyümenin işletme değerine olumlu yönde etki ettiği bulgusuna varılmıştır. Ölçek ekonomisine sahip işletmelerin az maliyet ile ve güçlü rekabet gücünü ellerinde bulundurması önemli bir etkidir. Ancak Fama ve French (1998) bu düşüncesinin aksini savunmuştur (Korkmaz ve Dilmaç, 2018: 180).

1.4.3.Likidite

İşletme değerine etki eden bir diğer faktör de likiditedir. Michalski (2010), kâfi düzeyde olmayan likiditenin işletmenin faaliyet riskini yükselteceğini, ayrıca yüksek likiditenin de bulundurma maliyetinin alternatif maliyetten düşük olması halindeyse, işletmenin değerinin yükseleceğini ileri sürmektedir. Bagchi ve Khamrui (2012) tarafından gerçekleştirilen araştırmadaysa sermayesi yönetimi dâhilinde likiditenin, kazancı ve işletme değerini etkilediğini vurgulamaktadır.

Elinde yüksek likidite bulunduran şirketler, likidite mevcudu az olan şirketlere oranla daha yüksek miktar ve oranlarda temettü dağıttığı görülmektedir. Başka bir söylem ile şirketlerin likidite mevcudu ile temettü ve şirketlerin piyasa değeri arasında ilişki var olduğu gözlenmektedir. (Yıldız ve Diğerleri,2014).

1.4.4.Büyüme ve Büyüklük

Demirgüneş (2016) tarafından gerçekleştirilen araştırmada, büyüme ve büyüklükle ilişkili değişkenlerin işletme değerini olumlu yönde etkilediğini bulgulamıştır. Du, Wu ve Liang (2016), tarafından gerçekleştirilen araştırmada işletme piyasa değeriyle firma likiditesi, aktif kârlılığı, maddi olmayan duran varlıklar, kaldıraç ve firma büyüklüğü arasındaki ilişkiyi incelemiştir. Çalışma

sonucunda, maddi olmayan duran varlıklar işletme değerini olumlu yönde, likidite ve firma büyüklüğünü ise olumsuz yönde etkilediği sonucuna varmıştır.

Sualehkhattak ve Hussain (2017), tarafından gerçekleştirilen araştırmada büyüme olanaklarının sahiplik yapısı, kâr dağıtım stratejisi ve sermaye yapısının işletme değeriyle ilişkisini araştırmışlardır. Sualehkhattak ve Hussain (2017), işletme değeriyle finansal kaldıraç ve sahiplik yapısı arasında olumlu yönlü, aktif büyüklükle olumsuz yönlü ilişki olduğunu bulgulamışlardır. Bunun yanında daha hızlı büyüyen işletmelerin daha yavaş büyüyen işletmelere oranla bu ilişkinin daha güçlü olduğunu da vurgulamaktadırlar (Korkmaz ve Dilmaç, 2018: 184).

1.4.5.Sahiplik Yapısı

Aile kontrolünde ve yöneticilerin ortaklık paylarının yüksek olduğu şirketlerde temettü dağıtım oranları, ortaklık payları geniş dağılım gösteren şirketlere kıyasla daha düşük olmaktadır. Şirketlerin sahiplik yapıları ile temettü politikaları arasında yakın bir ilişki olduğu düşünülmektedir (Gugler,2003). Genellikle aile şirketlerinde kontrol aile içinde olduğundan büyük miktarda temettü ödemesi beklenmemektedir (Shleifer ve Vishy, 1986).

Temsil maliyetleri ile de şirketlerin sahiplik yapısı arasında sıkı bir ilişki bulunmaktadır. Şirket ortaklarının, elinde bulundurdukları hisse oranlarına göre yönetime katılma, karar alma ve alınan kararların yürütülmesi aşamasında farklı haklara sahip olduğu gözlemlenmektedir (Yıldız ve Diğerleri,2014).

1.5. Temettü Politika Çeşitleri

Temettü politika çeşitleri aşağıda istikrarlı kâr payı dağıtılması, sabit oranda kâr payı dağıtılması, sabit tutarda kâr payı dağıtılması, nakit olarak kâr payı dağıtılması ve hisse senedi şeklinde kâr payı ödeme başlıkları altında ele alınarak açıklanmıştır.

1.5.1.İstikrarlı Kâr Payı Dağıtılması

Hisse sahiplerine istikrarlı kâr payı dağıtma politikasıyla hisse sahiplerine tevzi edilen kâr paylarında iniş gözlenmeksizin belli bir istikrarı korumaları ve uzun dönemde dağıtılan kâr paylarında artış gözlemlenmesi anlatılmaktadır. Bilhassa kurumsal yatırımcıların, istikrarlı kâr payı tevzisi gerçekleştiren yani tevzi ettikleri kâr payının istikrarlı bir artış eğilimi söz konusu olan işletmelerin hisse senetlerine yatırım yapmaktadırlar. İstikrarlı kâr payı dağıtımıyla hisse sahiplerinin senelik kazançları istikrarlı olarak artmaktadır. Hayat giderlerini karşılamak adına yatırımlarını hisse senetlerine yapanlar, temettü ödemelerinde istikrarsızlık olan firmalara yatırım yapmamaları rasyonel bir davranıştır. Bu doğrultuda, istikrarlı kâr payı dağıtımı yapan firmaların hisse senetleri değerinin, istikrarlı kâr payı dağıtımı yapmayan firmaların hisse senetlerinin değerinden daha yüksektir (Akgüç, 2013: 790).

Yatırımcı açısından istikrarlı kâr payı dağıtımı gerçekleştiren işletmenin riski daha düşük olması yaygın bir görüştür. İşletme olası bir zarar yaşasa da kâr payı dağıtımı yapıldığı müddetçe, yatırımcıların gözündeki yerini koruyacaktır. Bu tür işletmelerin hisse senetlerinin değeri göreceli olarak yüksek seyir etmektedir. Bilhassa hisse payı başına gelire önem verenlerle hayat sigorta firmaları, emeklilik fonları, tasarruf sandıkları gibi finansman kurumları, sağlam ve istikrarlı kazanç sağlayan firmalar olarak görülmektedir. Firmaların istikrarlı kâr payı dağıtımı yapabilmeleri adına almaları gereken önlemler aşağıda sıralanmıştır (Arslan, 2016: 24);

- Artan kârın hepsinin hisse sahiplerine kâr payı olarak dağıtmayarak, kârları yükseldiği sürece, hisse sahiplerine kâr payı dağıtılma oranını istikrarlı olarak yükseltmek,
- Kârlılıkta uzun dönemde istikrarlı artış yaşanmadan, cari kâr payı dağıtım oranını arttırmamak,
- Kârlılıkta uzun dönemde süre gelen önemli düşüşler söz konusu olmadan, hisse sahiplerine kâr payı dağıtma oranını değiştirilmemesi gerekmektedir.

1.5.2. Sabit Oranda Kâr Payı Dağıtılması

Hisse sahiplerine kâr payı dağıtma yöntemlerinden bir tanesi de hisse sahiplerine sabit oranda kâr payı dağıtımını gerçekleştirilmesidir. Sabit oranda kâr payı dağıtma yöntemi ile firma faaliyet kârlarının belli bir yüzdesini, hisse sahiplerine her kâr payı dağıtma döneminde ödemeyi planlar. Sabit oranda kâr payı tevzisiyle her sene dönem kârının belli bir oranı hisse sahiplerine kâr payı olarak tevzi edilmektedir. Firma sözleşmesinde, hisse sahiplerine kâr payı dağıtma oranı belirtilmiş olabilir. Hisse sahibi adedine göre, kârın tevzi edilecek bölümü değişiklik gösterebilir. İşletmelerin uyguladıkları her sene sabit oranda hisse sahiplerine kâr payı tevzisi “Dağıtılan Kâr Payı / Net Kâr” üzerinde elde edilmektedir. Firmanın kârlarında düşüş yaşandığında veya yatırımların beklenen kârlılığı getirmemesi sebebiyle zarar oluşması halinde sabit oranda hisse sahiplerine kâr payı dağıtımının firma açısından temel olumsuz yönüdür. Bu doğrultuda hisse sahiplerine kâr payı dağıtımını büyük oranda düşmektedir. Bu politika, hisse sahiplerine dağıtılacak kâr payının belli bir yüzdesine karşılık gelmesi sebebi ile değişken özelliğindedir. Her sene elde edilen kârlarda yaşanan hareketlilik ışığında, hisse sahiplerine ödenecek kâr payı düzeyinde de hareketlenme söz konusudur. Bu nedenle, firmanın kârlılığıyla birlikte güvensizlik riskini üzerinde taşıyan bir kâr payı dağıtım uygulamasıdır. Hisse sahiplerine sabit oranda kâr payı dağıtım uygulaması, işletme değerine pozitif etki etme olasılığı çok düşüktür (Weston ve Brigham, 1992:693).

Hisse sahiplerine sabit tutarda kâr payı dağıtım uygulaması halka açık anonim firmalarca daha sık uygulanır iken, sabit oranda kâr payı dağıtım uygulaması ağırlıklı olarak halka kapalı işletmelerde uygulanmaktadır. Hisse sahiplerine sabit oranda kâr payı dağıtım uygulamasındaki sorun temelde işletmenin kazancının azalmasıyla meydana gelmektedir. Hisse sahiplerine kâr payı dağıtımını önceden belirlenmiş oranla yapılacağından, kazancın azalmasıyla hisse sahiplerine dağıtılacak kâr payı da azalmaktadır (Arslan, 2016: 26).

1.5.3. Sabit Tutarda Kâr Payı Dağıtılması

Hisse sahiplerine sabit tutarda kâr payı dağıtım uygulamasını gerçekleştiren firmanın faaliyet kazancı bir önceki seneye oranla yükselsin veya düşsün, dağıttıkları

kâr payında değişme yaşanmamaktadır. Bu nedenle hisse sahiplerine sabit tutarda kâr payı dağıtma stratejisinde, işletmenin hisse sahipleri de kendilerini güvende hissetmektedirler. Sabit tutarda kâr payı tevzisi gerçekleştiren işletmenin hisse senetlerinin piyasa değeri de istikrar göstereceği de hisse sahiplerince beklenmektedir. İşletmenin kârlılığı gözetilmeksizin, her sene sabit tutarda kâr payı dağıtımı yapılmaktadır. İşletme bu durumda hisse sahiplerinin gözünde firmaya yönelik olumlu bir izlenim sunmaktadır. Cari dönemde azalan bir firmanın dağıttığı kâr payı düzeyinde bir düşüş yaşanmayacağından, hisse sahiplerinin güveni negatif yönde etkilenmeyecektir. Bilhassa kâr payı dağıtımını ön planda tutan yatırımcılar, her sene sabit tutarda kâr payı tevzi eden firmaları seçmektedir. Bunun yanı sıra, kurumsal firmalar da kâr payı kazancı belli olan firmaların hisselerine yatırım yapmaları rasyonel bir davranıştır (Türko,1999: 533).

Sabit tutarda kâr payı dağıtılması, yatırımcıların belirsizlik endişesinden kurtulmaları adına cazip gelse de işletmelerin hisse senetleri sabit tutarda kâr payı dağıtılmasıyla sabit gelir sağlayan bir menkule dönüşmektedir. Hisse sahiplerine sabit tutarda kâr payı dağıtma stratejisi, işletmelerin piyasada hisse senetlerinin değerlerinin artması adına sınırlayıcı bir etkidir Sabit tutarda kâr payı dağıtan firmaların hisse senetlerinin piyasa değerinde önemli bir artış yaşanmamaktadır. Yatırımlarını hisse senetleriyle değerlendirenlerin ön görülerinden bir tanesi de değer artışından faydalanarak sermaye kazancı sağlamaktır. Bu sebeple sabit tutarda kâr payı dağıtılması, birikimlerini pay senetlerine kanalize ederek değer yükselişinden kaynaklanan sermaye getirisi bekleyen yatırımcılar adına cazip bir tercih değildir (Akgüç, 2013: 790).

1.5.4.Nakit Olarak Kâr Payı Dağıtılması

Hisse sahiplerine nakit olarak kâr payı dağıtılması, firmanın hisse sahiplerine yaptığı nakit ödemedir. Firmaların hisse sahiplerine kâr payı dağıtmasında başvuracakları ilk kaynak firmanın nakdidir. Firmaların nakit varlıkları kâfi düzeydeyse kâr payı dağıtımı nakit olarak gerçekleştirebilirler. Hisse sahiplerine nakit olarak kâr payı dağıtımı, firma bünyesinde nakit çıkışını sağladığından, firmanın mevcut nakit durumu oldukça önemlidir. Firmanın nakit durumu iyi analiz edilmeli daha sonra hisse sahiplerine kâr payı dağıtımının nakit olarak yapılmasına

karar alınmalıdır. Hisse sahiplerine kâr payı dağıtımının nakit olarak yapılması uygulamada en çok karşılaşılan stratejidir. Kâr payı dağıtma hisse sahiplerinin kazançlarında yükselmeye, firmanın aktiflerindeyse bir düşüşe neden olmaktadır. Hisse sahiplerine nakit olarak kâr payı dağıtma süreci birbirini izleyen şu süreçlerle işlemektedir; Önce hisse başına dağıtılacak kâr payı düzeyi işletmece ilan edilmektedir. Sonrasında belli tarihler arasında hisse sahiplerinin kâr payı dağıtılma başvuruları alınmaktadır. Ardından da belirlenen ileri bir tarihte işletme hisse sahiplerine nakit olarak kâr payı dağıtımını yapmaktadır (Arslan, 2016: 28).

1.5.5. Hisse Senedi Şeklinde Kâr Payı Ödeme

İşletme hisse sahiplerine kâr payı dağıtımını her zaman nakit olarak yapmamaktadır. Firmalar hisse senedi olarak da kâr payı dağıtımını gerçekleştirebilirler. Hisse sahiplerine hisse senedi olarak kâr payı dağıtımını, firmanın hissedarlarına ilave hisse payı vermeleri ile gerçekleştirilmektedir. Firma hisse senediyle kâr payı dağıtımını yaptığında, firmanın gelirinde veya riskinde bir değişim gözlemlenmeksizin, firmanın dolaşımdaki hisse senedi adedi yükseltilmiş olunmaktadır. Temelde firma hisse senedi olarak kâr payı dağıtımını gerçekleştirerek, birikmiş kârlarını öz kaynağa aktarmıştır. Hisse sahiplerine kâr payı dağıtımının hisse senedi şeklinde gerçekleştirilmesinde, firma elde edilen kârı ana sermayeye ekleyerek sermaye yükseltmeye gitmektedir. Sermayeye dâhil edilen kâr düzeyinde de hisse senedi üreterek, hisse sahiplerine temettü olarak dağıtmaktadır. Firmalar sermaye yükselimlerinin bir bölümünü veya tamamını sağlamak adına mevcut hissedarlara bedelsiz pay senedi dağıtmaktadır. Sağlanan kârı firma bünyesinde muhafaza eden ve öz kaynaklarına aktaran firma hisse sahiplerine ilave hisse dağıtarak kâr payı dağıtımını gerçekleştirir (Akgüç, 2013: 792).

Kârın hisse sahiplerine tevzi edilmeden hisse senedi olarak dağıtılan kâr payı miktarı sermayeye dâhil edilmektedir. Bu uygulama neticesinde hisse sahiplerinin firma içindeki payı değişim göstermez. Total hisse senedi adedi artar bu sayede pay başına kâr, pay başına tevzi edilen kâr ve pay fiyatı düşmektedir. Ağırlıklı olarak hisse senedi olarak tevzi edilen kâr payı, tevzi edilmeyen kârları tüketmektedir. Bir işletmenin hisse senedi şeklinde tevzi edilen kâr payı ilan etme gücü tevzi edilmeyen kârları tarafından kısıtlanmaktadır. Türkiye’de de hisse senedi olarak hisse

sahiplerine kâr payı dağıtımı gerçekleştirilmektedir. Sermaye Piyasası Kurulu'nun halka açık hisse senetlerini borsada işlem gören anonim ortaklıkların dönem neticesinde sağladıkları kazançların hisse senedi olarak verilebileceğine yönelik kararı, hisse senedi olarak kâr payı dağıtımını da yaygınlaştırmıştır. Hisse senedi şeklinde kâr payı dağıtımının işletme ve hisse sahipleri tarafından bir takım üstünlükleri söz konusudur (Akgüç, 2013: 792);

- İşletme nakit çıkışı gerçekleştirmeden hisse sahiplerine kâr payı dağıtmıştır. Kârı firmada muhafaza etmekle tevzi etmek arasındaki çelişki sonlanmıştır. Bunun yanında kâr firmada muhafaza edilerek, hisse sahiplerine kâr payı tevzi edilmiştir. Bu yolla firma kârlı yatırım olanaklarına aktaracak kaynağı temin etmiş olmaktadır. Sermaye artışına katılma hisse sahipleri adına da mantıklı bulunmakta ayrıca, psikolojik yönde pozitif etki etmektedir.

- Hisse sahipleri ellerindeki hisse senetlerini, gereksinim duyduklarında nakde çevirebilirler. Bu sayede aşamalı gerçekleşse de temettülerini nakit olarak alma imkânları bulunmaktadır.

- Türkiye'de kâr payı dağıtılmasının hisse sahipleri bakımından vergi avantajı bulunmamaktadır.

- Firma hisse senedi ile hisse sahiplerine kâr payı dağıttığında, firma mülkiyeti daha geniş kitlelere yayılma imkânı söz konusudur. Hisse senediyle hisse sahiplerine kâr payı dağıtımı gerçekleştiren işletmelerin hissedar sayısının ağırlıklı olarak daha çok olduğu görülmektedir. Hissedar kompozisyonunu farklılaştırmayı amaçlayan veya halka açılmayı planlayan işletmeler adına bu kâr payı dağıtma uygulaması avantajlı olacaktır.

- Hisse senedi yolu ile kâr payı dağıtılması, hisse senetleri nominal ederi daha düşük hisse senetlerine bölmek anlamına gelmektedir. Hisse senetlerine bölmek avantajı, bir hisse senedinin piyasa ederinin aşırı oranda yükselmesini önlemektedir. Hisse senetlerinin piyasa değerinin aşırı oranda artması, hisse senedinin sermaye piyasasındaki dolaşımını yani alım ve satımını güçleştirmektedir. Hisse senedi yolu ile kâr payı dağıtılması bir taraftan hisse senedi sunumunu yükseltmekte diğer taraftan hisse senetlerinin aşırı oranda fiyatının artmasının önüne geçerek, sermaye

piyajasında dolaşımı güçlenmekte, alım ve satışını kolaylaştırarak, yatırıma kısıtlı olanların da alımı kolaylaştırmaktadır.

Firmaların bazı hallerde hisse senedi yolu ile kâr payı dağıtması, nakit olarak kâr payı dağıtımını gerçekleştirmesinden daha rasyonel olabilmektedir. Buna yönelik maddeler aşağıda özetlenmiştir (Arslan, 2016: 29).

- Firmanın büyüme sürecini devam ettirmesi,
- Firma adına verimli yatırım olanaklarının söz konusu olması,
- İşletmenin kazançlarının tümünü nakit şekilde dağıtmak istememesi,
- Hisse sahibi sayısının yükseltilerek mülkiyetin daha yaygınlaşması istendiğı hallerde firmalar hisse senedi yolu ile kâr payı dağıtmayı seçmektedirler.

İKİNCİ BÖLÜM

KÂR PAYINA İLİŞKİN DÜZENLEMELER

2.1. Anonim Şirket Nedir ?

Minimum 50.000 TL sermaye ile kurulabilen şirket sermayesi paylara bölünebilen ve böylece borsalarda ya da örgütlenmemiş sermaye piyasalarında kolayca el değiştirilme kolaylığı olan şirket şeklidir. Kuruluş için belli aşamalar yerine getirilmelidir (Berk, 2017: 10);

- Şirket sözleşmesinin düzenlenmesi,
- Esas sözleşmenin hazırlanması,
- Organların oluşturulması,
- Esas sermayenin en az $\frac{1}{4}$ 'ünün ödenmesi
- Şirketin ticaret sicile kaydedilmesi ve yayınlanması,
- Şirketin vergi dairesine kaydedilmesi.

Anonim şirketlerin pay senetleri sahiplerine aşağıdaki hakları sağlamaktadır (Berk, 2017: 10);

- Yönetim Kurulu 'na üyelik hakkı,
- Oy kullanma hakkı,
- İptal davası hakkı,
- Kârdan pay alma hakkı,
- Tasfiye sonuçlarına katılma hakkı.”

Anonim şirketlerde de ortakların sorumlulukları sermayeleri ile sınırlıdır. Faaliyetleri ile ilgili daha rahat bilgi alınabilmektedir. Ayrıca bir kısım anonim

şirketlerin mali verilerini kamuoyuna paylaşma zorunluluğu bulunmaktadır (Berk, 2017: 10).

Halka arz; bir anonim ortaklığın kaynak ihtiyacını karşılamada başvurduğu doğrudan finansman yöntemidir (SPK Bilgilendirme Kitapçığı, 10). Hisseleri borsada işlem gören halka açık şirketlerin temettü dağıtım konusunda asgari zorunluluğu olan %20 kaldırılmıştır. Temettü nakit, hisse senedi veya karma olarak dağıtılabilmektedir (Dizdar, 2012: 11). Ayrıca ortak sayısı 250'den fazla olan halka açık A.Ş.'ler, Ticaret Kanunu'nun yanı sıra SPK'na da tabi olmaktadır (Berk, 2017: 11).

2.2.Sermaye Piyasası Kanunu'na Göre Kâr Payına İlişkin Düzenlemeler

Sermaye piyasasına yönelik 06.12.2012 tarihin kabul edilen 6362 nolu Sermaye Piyasası Kanunun 19. ve 20. Maddelerinde kâr payına ilişkin getirilen hükümler yer almaktadır. Bunlar (Resmî Gazete, 2012);

- Sermaye Piyasası Kanunun 19. Maddesine göre;
 - Halka açık şirketler, kazançlarını genel kurulda tayin edilen temettü stratejileri dâhilinde ve ilgili kanun düzenlemeleri ışığında tevzi etmektedirler. Kurul halka açık ortaklıkların temettü politikalarına yönelik, benzer özellikteki ortaklıklar bazında alternatif esaslar tayin edebilirler.
 - Yasal düzenleme ile ayrılması gereken yedek akçeler ve esas sözleşmede hisse sahipleri adına tayin edilen temettü ayrılmadığı sürece farklı bir yedek akçe ayrılmasına, sonraki sene kazanç aktarılmasına ve intifa senedi sahiplerine, yönetim kuruluna ve hissedar personellerine kârdan pay verilmesine karar verilemeyeceği gibi, tayin edilen temettü dağıtılmadıkça bu kişilere temettü dağıtımı yapılamamaktadır.
 - Halka açık şirketlerde temettü, dağıtım tarihi itibarı ile hali hazırdaki payların tamamına, bunların ihraç ve iktisap tarihleri göz önüne alınmaksızın eşit olarak tevzi edilmektedir.

- Halka açık şirketlerin sermaye yükseltme işlemlerinde, bedelsiz hisseler yükseltme tarihindeki hali hazırdaki paylara tevzi edilmektedir.
- Halka açık şirketlerce bağış yapılabilmesi ya da hisse sahibi haricindeki kişilere kazançtan pay verilebilmesi adına esas sözleşmede hüküm olması gerekmektedir.
- Sermaye Piyasası Kanunun 20. Maddesine göre;
 - Bir hesap işlem döneminde içerisinde verilecek total kâr payı avansı önceki senenin işlem kârının yüzde ellisini geçemez.
 - Dağıtılan kâr payı avansının hükümlere uygulanmaması nedeni ile oluşacak zararlar adına ortaklığa, hisse sahiplerine, ortaklık alacaklılarına kâr payı avansının kararlaştırıldığı ya da ödendiği işlem döneminde pay iktisap etmiş olan kişilere karşı sorumludurlar.

2.3.Türk Ticaret Kanunu'na Göre Kâr Payına İlişkin Düzenlemeler

Eski Ticaret Kanunu'nun, , sermaye firmalarında senelik temettü tevzisi bir mecburiyet olup ve bazı durumlarda kanun koyucu tarafından da kâr ve zarar hesabının alacak bakiyesinin farklı bir ifade ile bilanço'ya göre hâsıl olan temettü olarak tevzi edilmesi zorunluluktur. Anonim ve limitet firmalarda ortaklar tarafından konulan sermaye oranına göre, işlem dönem sonunda tevzi edilebilir. Eski Türk Ticaret Kanunun 470. maddesinde temettünün yalnızca safi kârdan ve bu nedenle ayrılmış yedek akçelerden tevzi edilebileceğine yer verilmiştir. Yeni Türk Ticaret Kanunu'nda temettü ve yedek akçelere yönelik hükümlerin oluşturulmasında, eski Türk Ticaret Kanunu'ndaki düzenlemeler temel alınsa da ekonomik ve ticari hayatın gelişmesine sonucunda yeni bir anlayış getirildiği görülmektedir. Yeni Türk Ticaret Kanunu'nda firmanın temettü dağıtımı kadar varlığını sürdürme ve uzun dönemde vadede doğabilecek riskleri dikkate alma gerekliliği öne çıkarılmıştır.

Yeni Türk Ticaret Kanunu'nun 507.nci maddesi doğrultusunda her hisse sahibi, düzenleme ve esas sözleşme gereklerine göre, hisse sahiplerine tevzi edilmesi kararlaştırılmış "Net Dönem Kârına" hisse oranında dâhil olma hakkı tanınmıştır. Eski Türk Ticaret Kanunu'nun 455. Maddesinde ise, "Safi Kazanç" ifadesi yer

almakla beraber, kâr payı tanımını yapan 470. maddede ifade edilen safi kârdır. Safi kâr, firmanın tüzel kişiliğiyle ilgili vergilerin düşürülmesi ile elde edilen bölümdür. Yeni Türk Ticaret Kanunu'nda ortaklara tevzi edilecek kâr payına yönelik anlam karmaşası sonlandırılarak "Net Dönem Kârı" ibaresi eklenmiştir. Yeni Türk Ticaret Kanunu'nun 508.nci maddesinde, "Yıllık Kâr" bilanço'ya göre belirlenir, ibaresine yer verilmiştir. Bu doğrultuda ile 507. madde yer verilen net dönem kârı ibaresi ile beraber ele alındığında, artık ortaklara tevzi edilebilecek kârın "Net Dönem Kârı" olduğu, yeni Türk Ticaret Kanunu'nda net bir şekilde karara bağlanmıştır.

Türk Ticaret Kanunu'nda yedek akçelerin ayrılması ile ilgili hükümler 519 nolu maddede yer verilmiştir.

- Senelik kârın yüzde beşi, ödenmiş sermayenin yüzde yirmisine gelinceye dek genel kanuni yedek akçeye ayrılır.

- Birinci fıkradaki düzeye erişilmesi ile aşağıdaki hükümler geçerli olmaktadır;

- Yeni hisselerin çıkarılması ile elde edilen primin, çıkarılma giderleri, itfa karşılıkları ve hayır amaçlı ödemeler adına kullanılmamış kısmı,

- Iskat nedeni ile iptal edilen hisse senetlerinin bedeli adına ödenmiş tutardan, bunlara karşılık verilecek yeni senetlerin çıkarılma maliyetlerinin düşülmesinden sonra elde edilecek kalan kısmı,

- Hissedarlara yüzde beş oranında temettü tevzi edilmesinin ardından, kârdan pay alacak kişilere tevzi edilecek total tutarın yüzde onu, genel kanuni yedek akçeye eklenmektedir.

- Genel kanuni yedek akçe sermayenin ya da çıkarılmış sermayenin yüzde ellisini geçmediği sürece, yalnızca zararların karşılanmasına, sürecin olumlu seyretmediği hallerde firmayı devam ettirmeye ya da işsizliğin engellenmesine ve neticelerin yumuşatılmasına yönelik tedbirlerin alınması adına kullanılabilir.

- Özel düzenlemeler tabi olan anonim firmaların yedek akçelerine yönelik hükümler saklı tutulmaktadır. Eski Türk Ticaret Kanunu'nda birinci tertip yedek

akçenin ayrılacağı baz olarak safi kâr baz alınır iken yeni Türk Ticaret Kanunu'nda senelik kâr ibaresi kullanılmıştır.

Türk Ticaret Kanunu'nda firmanın iktisap ettiği kendi pay senetlerine bırakılan yedek akçe ve yeniden değerlendirme fonları ile ilgili hükümlere 520 nolu maddede yer verilmiştir. Firmanın kendi hisse senetlerine sahip olması firmanın kuruluş amacıyla çelişse de bunun koşulları da belirtilmiştir. Buna göre;

- Firma, iktisap ettiği kendi hisseleri adına iktisap değerlerini karşılayan miktarda yedek akçe ayırmaktadır. Ayrılan yedek akçeler, anılan hisseler devredildikleri ya da yok edildikleri durumda iktisap değerlerini karşılayan miktarda çözülebilirler.

- Yeniden değerlendirme fonuyla pasifte bulunan diğer fonlar, sermayeye çevrildikleri ve yeniden değerlendirilen aktifler amorti edildikleri ya da devredildikleri takdirde çözülebilirler.

Bunun yanı sıra, iptal edilen hisse senetleriyle ilgili yedek akçenin ayrılmasında, yeni Türk Ticaret Kanunu'ndaki düzenleme eski düzenlemeden farklıdır. Eski Türk Ticaret Kanunu'nda, iptal konusu olan hisse senetleriyle ilgili ödenmemiş kısmını, çıkarılan yeni hisse senedinin hasılatından düşükten sonra, kalan kısmın yedek akçeye ayrılması söz konusu iken, yeni Türk Ticaret Kanunu'nda iptal edilen hisse senetlerinin ödenmiş kısmından, sadece, yeni hisse senedinin ihraç giderleri düşükten sonra kalan kısmının yedek akçelere ayrılmaktadır. Yasal yedek akçenin ayrılmasındaysa, hisse sahiplerine yüzde beş oranında ilk kâr payı ayrıldıktan sonra, kârdan pay alacak kişilere tevzi edilecek toplam miktarın, yüzde onu ifadesine yer verilmiştir. Eski Türk Ticaret Kanunu'ndaki "1/10'u ibaresi yerine, yüzde on ibaresine yer verilerek çelişkiye son verilmiştir.

Türk Ticaret Kanunu'nda kâr payıyla yedek akçeler arasında ilgiye 523 nolu maddede yer verilmiştir;

- Kanuni ve esas sözleşmede öngörülen isteğe bağlı yedek akçeler ayrılmadıkça hisse sahiplerine tevzi edilecek temettü tayin edilememektedir.

- Genel kurul;

-Aktiflerin yeniden sağlanabilmesi adına gerekli ise,

-Tüm hissedarların çıkarları göz önünde bulundurulduğunda, firmanın sürekli gelişimi ve mümkün olabildiğince kararlı temettü tevzisi bakımından haklı görülüyor ise, Kanunda ve esas sözleşmede belirtilen başka yedek akçe ayrılması yönünde karar alınabilir.

• Esas sözleşmede hüküm yer almasa dahi, genel kurul, firmanın personelleri adına yardım sandıkları ve diğer yardım kurumları kurulması ya da bunların devam ettirilmesi adına, bilanço kârından yedek akçe ayırabilir.

2.4. Gelir Vergisi Kanunu'na Göre Kâr Payına İlişkin Düzenlemeler

Türkiye’de, dönem kâr payından ve sermaye kazancında sağlanan kazançlara ilişkin düzenleme değişiklikleri yapıldığı görülmektedir. 2014 sene sonu itibariyle yürürlüğe alınan Gelir Vergisi Kanunu (GVK) Madde 94/6 hükümlerine göre kesintiler aşağıdaki gibidir;

• Tam mükellef Kurumlarda Gelir Vergisi Kesinti Uygulaması:

- Tam mükellef kurumlarınca yalnızca tam mükellef gerçek kişilere tevzi edilecek kâr paylarından kesinti yapılmaktadır.

- Tam mükellef kurumlardan tam mükellef kurumlara tevzi edilecek kâr payları iştirak kazancı özelliğinde olmalarından ötürü kesintiye konu olmamaktadır.

- Kurum gelirlerinden istisna olsun ya da istisna olmasın kesinti, kazancın tevzi edilmesi adımıyla gerçekleştirilmektedir.

- Halka açık olan veya olmayan firmalardan sağlanan temettüye uygulanan kesinti oranı, 23.07.2006 tarihinden itibaren yüzde on beştir.

• Tam Mükellef Kurumlar Tarafından Dağıtılan Kâr Paylarının Tarafları

- Tam mükellef gerçek kişilere,

- Gelir ve kurumlar vergisi mükellefi olmayanlara,
- Gelir ve kurumlar vergisinden muaf olanlara,
- Dar mükellef gerçek kişilere,
- Gelir vergisinden muaf olan dar mükelleflere, tevzi edilen temettüye yüzde on beş oranında gelir vergisi kesintisi uygulanmaktadır.



ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

TÜRKİYE’DE HALKA AÇIK İŞLETMELERDE TEMETTÜ DAĞITIM KARARINI ETKİLEYEN FAKTÖRLER: BİST’TE BİR UYGULAMA

Şirketlerin yıllık veya çeyreklik olarak öz sermayedarlara dağıttığı kâr paylarının, yani temettülerin hangi politikalarla belirlendiği akademik literatürde sıklıkla çalışılan bir konudur. Modigliani ve Miller (1961)’ın temettü politikasının şirketin değerini etkilemediğini gösteren modelinden sonra bu çalışmadaki varsayımların finansal piyasalarda sağlanmadığını, bu yüzden temettü politikasının şirket değerini etkileyebileceğini gösteren çeşitli modeller geliştirilmiştir.

Eldeki kuş teorisi temettü dağıtmayan şirketlerin daha az değerli olacağını iddia etse de, Modigliani ve Miller modelinde yatırımcı açısından bakılacak olursa, şirket temettü dağıtmazsa bile elindeki hisselerin bir kısmını satarak yine temettü ödenmesini taklit edebileceğinden, şirket değerinin temettü politikasına bağlı olmadığı, bu iddianın bir yanılsama olduğu düşünülebilir. Şirket temettü dağıtırca yatırımcının elinde nakit ve nakit çıkışından dolayı şirketin değerinin azalmasından kaynaklı düşük fiyatlı hisse gelirken, temettü dağıtılmazsa yatırımcı yüksek fiyatlı hissenin bir kısmını satarak aynı sonucu elde edebilir.

Vergi farklılığı teorisi ise temettülerle sermaye kazancının aynı oranda vergilenmediği için bazı yatırımcıların temettü almayı bazılarının ise sermaye kazancını tercih edebileceğini iddia eder.

Sinyalizasyon teorisi ise şirketlerin düzenli ve yüksek miktarda temettü dağıtımını finansal güçlerini yatırımcılara sinyal verme amacı ile kullanabileceğini, bu yüzden temettü ödemenin şirket değerine katkı sağlayabileceğini iddia eder.

Artık değer veya olgunluk teorileri ise olgunlaşan ve sermaye yatırımı gerektirmeyen şirketlerin temettü ödemeye daha yatkın olduğunu, bu yüzden temettünün şirket değerini azaltabileceğini iddia eder. Bu teorilerin bir kısmı şirketlerin finansal oranları ile temettü politikası arasında bir ilişki iddia eder. Bu ilişki üzerine literatürde birçok çalışma vardır, fakat çalışılan ülke, çalışılan dönem ve çalışılan şirketlere göre sonuçlar farklılıklar göstermektedir.

Bu çalışmada şirketlerin finansal oranları ile temettü politikası arasındaki bu ilişki incelenmiştir. Önceki çalışmalardan farklı olarak temettü dağıtım kararı ile temettü dağıtım oranları ayrı olarak çalışılmıştır.

3.1. Araştırmanın Veri Seti ve Yöntemi

Bu çalışma, 2009-2015 yılları arasında hisse senetleri Borsa İstanbul (BİST)'da işlem gören BİST SİNAI endeksindeki firmaları kapsamaktadır. Çalışmadaki firmalar finans, sigorta ve banka gibi temettü kararları ve finansal raporları farklı standartlara da uyum sağlaması gereken şirketler değil, sanayi ve üretim şirketleridir. Kullanılan panel veri setindeki finansal rapor verileri Kamuyu Aydınlatma Platformu (KAP)'ın internet sitesinden, şirketin hissesi ile ilgili olan bilgiler ise Yahoo Finance web sitelerinden elde edilmiştir.

Çalışmada temettü dağıtım dağıtmama kararlarının incelenmesinde (panel) logit regresyonu, temettü dağıtım oranlarının incelenmesinde ise (panel) regresyonları kullanılacaktır. Sonuçlar, daha önceki yapılan çalışmalardaki sonuçlarla karşılaştırılacak, teorilerin hangilerinin desteklendiği tartışılacaktır.

3.1.1. Bağımlı ve bağımsız değişken bilgileri

Veri setinde kullanılacak oranların ve değişkenlerin listesi Tablo 1'de verilmiştir. Bazı şirketler zarar etmelerine rağmen temettü dağıtmışlar, bu da temettü dağıtım oranının negatif çıkmasına sebep olmuştur. Negatif dağıtım oranına sahip şirketler listeden çıkarılmıştır. Bunun yanında negatif özsermayeye sahip şirketler de elenmiştir.

Bazı şirketler kazandıklarından fazla temettü dağıtmış, bu da temettü dağıtım oranının 1'in üzerinde çıkmasına sebep olmuştur. Temettü dağıtım oranları en yüksek bir olacak şekilde sınırlanarak ve sınırlanmadan iki durum için de analiz yapılmıştır. (Kuzucu, 2015)

Tablo:1 Bağımlı ve bağımsız değişken bilgileri

Sembol	Açıklama	Hesaplama
DPR	Temettü Ödeme Oranı	Temettü/Net Kâr
DPR2	Sınırlanmış temettü Ödeme Oranı	DPR 1'den küçük ise DPR, DPR 1'den büyükse 1.
DIV	Temettü dağıtımı	DPR 0'dan büyükse 1 DPR 0 ise 0
CR	Cari Oran	Dönen Varlık/Kısa Vadeli Borç
DA	Borç oranı	Borç / Varlık
PE	Fiyat/kazanç	Hisse Fiyatı
SGROW	Satış büyüme oranı	Toplam satışlardaki yıllık büyüme oranı
LNSIZE	Toplam varlığın doğal logaritması	LOG(toplam varlık)
EPS	Hisse başına kazanç	Net kazanç/ödenmiş pay sayısı
PB	Defter fiyat oranı	Piyasa değeri/defter değeri
OWN	Firmadaki Yabancı Ortak Oranı (yarıdan fazla/az)	Fazla=0 Az=1
AGE	Firma yaşı	Cari yıl-kuruluş yıl
NPR	Net kâr marjı	Net kâr/Satışlar
RVOL	Hissenin o yıldaki volatilitesi	Her günlük hisse getirilerinin karelerinin ortalamasının yıllık hale getirilmesi
ATURN	Varlık devir hızı	Satışlar / Varlık
TANG	Varlıkların ne kadarı maddi duran varlık	Maddi duran varlık / Varlıklar

Temettü ödemesi sadece ödenen temettü miktarına bağlı olmamakla beraber, ortakların ödeme istekliliği, yasal düzenlemeler, makroekonomideki eğilimler, durgunluklar ve finansal krizler gibi birçok etkenin temettü politikalarına etkileri vardır (Kirkulak ve Kurt ,2010).

Temettü ödemeleri, bilançoda borçlara göre özkaynak oranını azaltır. Yatırım yapmak için finansal kaynak arayan firmalar ya daha fazla kazanç elde ederler ya da borç verir. Yüksek ödemesi olan firmaların daha az finansal kaldıraç kullandıkları varsayılmıştır (Kuzucu,2015).

Bir firmanın kontrolü, bilgi sahibi olduğunda en yüksek artırımlı değeri sağlar. Firma önceden sinyal veriyor ise temettü politikası bilgi asimetrisini azaltır

(Jensen ve diğerleri,1992). Sinyal teorisine göre, şirket yöneticileri, temettü dağıtım politikası ile ilgili alınan kararlar ile şirketlerin gelecekteki kârlılığı ve nakit akışları hakkında yatırımcılara ve sermaye piyasalarına bilgi aktarabildiği ve piyasaların şirketle ilgili düşüncelerini değiştirebilmektedir. Bu da firma değerini etkilediği düşünülmektedir (Yıldız ve diğerleri,2014).

Temettü ödeyen firma sayısında son yıllarda azalma gözlenmektedir. Düşük kârlılığa ve yüksek büyüme fırsatlarına sahip küçük firmaların sayısı artıkça, temettülerin algılanan faydaları da zaman içinde azalma göstermektedir (Fama ve Frenc,2001). Diğer gelişmekte olan ülkelere göre Türkiye’de temettü ödeme oranının Türkiye’ye göre oldukça yüksek olduğu gözlenmektedir (Kirkulak ve Kurt,2010).

Büyük şirketler küçük şirketlere oranla daha yüksek temettü dağıttığı gözlenmektedir. Küçük şirketlerin hayatını devam ettirebilmeleri için, nakit akışlarında çok fazla düzensizliğe gitmemeleri gerekmektedir. Büyük şirketler gibi olumsuz olaylar ve risklerle karşılaştığı takdirde sermaye piyasalarına erişimi daha zor olacağından daha az temettü dağıtma eğilimi göstermektedir (Yıldız ve diğerleri, 2014).

Finansal kaldıraç; finansal riskin ölçülerinden biri olduğu bilinmektedir. Şirketlerin finansal giderleri ne kadar artarsa finansal kaldıraç oranı da o kadar artış göstermektedir. Faiz ve vergiden önceki kârlarda oluşan yüzde değişikliğin hisse başına kârlardaki yüzde değişim oranıdır (Okka,2015).

Tablo 2’de kullanılan değişkenler için teorilere göre beklenen etkileri yazılmıştır. Bu çalışmada sinyal ve artık değer teorileri test edilmiştir. Sinyal teorisine göre kârlı, verimli, büyüyen, büyüme fırsatları olan şirketler kendilerini yatırımcıya belli etmek için daha fazla temettü dağıtır. Artık değer teorisine göre kârlı, olgun, kaldıraçsız ve likit şirketlerde daha fazla nakit fazlası bulunacağından daha fazla temettü dağıtırlar.

Tablo:2 Temettü Dağıtım Politikasını Etkileyen Faktörler

Değişkenler	İlintisizlik Teorisi	Eldeki Kuş Teorisi	Vergi Etkisi Teorisi	Müşteri Etkisi Teorisi	Sinyalizasyon Teorisi	Artık Değer Teorisi
Maddi Duran Varlık Oranı	+/-	+/-	+/-	+/-	+/-	+
Net Kâr Marjı	+/-	+/-	+/-	+/-	+	+
Varlık Devir Hızı	+/-	+/-	+/-	+/-	+	+/-
Hisse Volatilitesi	+/-	+/-	+/-	+/-	+/-	+/-
Sahiplik	+/-	+/-	+/-	+/-	+	+/-
Yaş	+/-	+/-	+/-	+/-	+/-	+
Satışlardaki Büyüme	+/-	+/-	+/-	+/-	+	+/-
Firma Büyüklüğü	+/-	+/-	+/-	+/-	+/-	+/-
Fiyat Kazanç Oranı	+/-	+	+/-	+/-	+	+/-
Piyasa Defter Değeri	+/-	+	+/-	+/-	+	+
Kaldıraç	+/-	+/-	+/-	+/-	+	-
Likidite	+/-	+/-	+/-	+/-	+/-	+

3.1.2. Bağımlı ve Bağımsız Değişkenlerin Açıklayıcı İstatistikleri

Yukarıda belirtildiği gibi, iki veri seti oluşturulmuştur. Bunlardan biri tüm şirketleri, diğeri ise sadece temettü dağıtanlar üzerinedir. Tüm şirketlerin olduğu veri setindeki değişkenlerin betimleyici istatistikleri Tablo 3’de, sadece temettü dağıtan şirketlerin betimleyici istatistikleri ise Tablo 4’te verilmiştir

Topaloğlu ve Korkmaz (2019) (TK) BIST100’deki 33 firma için 2010-2016 arasında benzer değişkenleri çalışmıştır. Temettü dağıtım oranı (DPR) ortalaması 0,35’tir, TK ise 0,46 bulmuştur, standart sapmaları benzerdir. Aynı çalışma buradaki TANG değeri için 0,349 ortalama ve 0,188 standart sapma bulurken burada yakın olarak sırasıyla 0,36 ve 0,15 olarak bulunmuştur. TK’da BUYF olarak tanımlanan satışlarda büyüme için buradaki ortalama ve standart sapma sırasıyla 0,03 ve 0,75 iken TK 0,16 ve 0,25 bulmuştur. Bu farkın sebebi 2009’daki ekonomik duraklamanın buradaki veri setinde olup, TK’dakinde olmamasından kaynaklanabilir. Borç oranındaki ortalama ve standart sapma 0,43 ve 0,21, TK’nin veri setinde 0,52 ve 0,22 olarak yakın değerlerdedir. Tablodaki DIV değeri 0,53 olarak gözlemlerin %53’ünde

temettü dağıtıldığını göstermiştir. Varlık yapısı bu çalışmada 0,36 (0,15 standart sapma) olarak bulunurken, TK'da 0,349 (0,188 standart sapma) olarak yakın değerdedir.

Birim kök testlerine bakıldığında Harris-Tzavalis birim kök testine göre yaş (AGE) hariç tüm değişkenlerin %10 güven seviyesinde durağan olduğu sonucuna varılmıştır.

Tablo:3 Tüm şirketlere ait değişkenlerin betimleyici istatistikleri

Değişken adı	Tanımı	Gözlem	Ortalama	St. Sapma	Min	Maks.	Harris-Tzavalis birim kök test istatistiği
DPR	Temettü dağıtım oranı	574	0,35	0,68	0,00	6,89	-0,0748**
DPR2	Temettü dağıtım oranı (üstten 1 ile sınırlanmış)	574	0,27	0,34	0,00	1,00	0,1337**
CR	Cari oran	574	2,41	2,06	0,33	17,64	0,4613**
DA	Borç oranı	574	0,43	0,21	0,05	0,94	0,5307**
PE	Fiyat kazanç oranı	574	11,88	66,82	-695,05	822,28	-0,4605**
LNSIZE	Log büyüklük	574	19,05	1,95	12,88	23,36	0,3190**
PD	Piyasa defter değeri	574	1,99	4,67	0,02	74,60	0,5472*
OWN	Sahiplik	574	0,54	0,50	0,00	1,00	0**
NPR	Net kâr marjı	574	0,06	0,17	-2,20	0,73	0,0447**
ATURN	Varlık devir hızı	574	0,93	0,45	0,07	2,91	0,2195**
RVOL	Hisse volatilitesi	574	0,40	0,21	0,15	3,42	-0,0177**
SGROW	Satışlardaki büyüme	574	0,03	0,75	-6,81	5,65	-0,1875**
AGE	Yaş	574	45,77	16,01	12,00	105,00	1,00
DIV	Temettü dağıtanlar için 1 olan kukla değişken	574	0,53	0,50	0,00	1,00	-
TANG	Maddi duran varlık oranı	574	0,36	0,15	0,00	0,77	0,3620**

* p<%1, ** p<%5, † p<%10 anlamlılık gösterir.

Araştırmada kullanılan tüm şirketlerin listesi ; EK-1'de verilmiştir.

Sadece temettü dağıtan şirketlerin değişkenlerinin istatistikleri Tablo 4'te verilmiştir. Kuzucu (2015) Borsa İstanbul'da işlem gören 142 şirketten 2006-2013 arasında 626 firma-yıl verisi ile çalışmıştır. 2009 ve 2015 arasındaki bu çalışma ile karşılaştırıldığında bulgularımız şöyledir. Kuzucu (2015) nakit temettü dağıtım oranını 0,551 ve standart sapmasını 0,287 olarak bulmuştur. DPR'nin en yüksek

değeri 1 olarak verilmiştir. Buna istinaden bu çalışmadaki ortalama DPR 0,62 olmakla beraber en yüksek olarak 6,89'dur. Temettü dağıtım oranları en tepede 1 ile kısıtlanarak DPR2 adlı değişken türetilmiştir. DPR2'deki ortalama temettü dağıtım oranı Kuzucu (2015) ile benzer özellikler taşımaktadır; ortalama 0,52 ve standart sapma 0,31. Kuzucu (2015)'te cari oran ortalama olarak 2,126 (3,609 standart sapma) iken bu çalışmada buna yakın olarak 2,79 (2,28 standart sapma) olarak bulunmuştur. Kuzucu (2015)'teki borç oranı, FK oranı, PD oranı ortalamaları sırası ile 0,379; 6,397 ve 2,146 iken bu değerler bu çalışmada sırası ile 0,37; 15,76 ve 2,26 olarak yakın değerlerdedir.

Birim kök testlerine bakıldığında Harris-Tzavalis birim kök testine göre yaş (AGE) ve borç oranı (DA) hariç tüm değişkenlerin %10 güven seviyesinde durağan olduğu sonucuna varılmıştır. Bu yüzden yapılacak analizler için borç oranındaki yıllık değişim olarak DDA adlı durağan değişken kullanılmıştır (Drukker, 2003).

Tablo:4 Temettü dağıtan şirketlerin betimleyici istatistikleri

Değişken adı	Tanımı	Gözlem	Ortalama	St. Sapma	Min	Maks.	Harris-Tzavalis birim kök test istatistiği
DPR	Temettü dağıtım oranı	203	0,62	0,66	0,00	6,89	-0,0136**
DPR2	Temettü dağıtım oranı (üstten 1 ile sınırlanmış)	203	0,52	0,31	0,00	1,00	0,0779**
CR	Cari oran	203	2,79	2,28	0,82	17,64	0,4256**
DA	Borç oranı	203	0,37	0,19	0,05	0,85	0,55
DDA	Borç oranı farkı (önceki yıldan fark)	203	0,01	0,06	-0,26	0,17	-0,0889**
PE	Fiyat kazanç oranı	203	15,76	13,60	0,30	88,63	0,1934**
LNSIZE	Log büyüklük	203	19,20	2,20	13,72	22,85	0,1533**
PD	Piyasa defter değeri	203	2,26	1,81	0,03	9,67	0,5169†
OWN	Sahiplik	203	0,45	0,50	0,00	1,00	0**
NPR	Net kar marjı	203	0,11	0,06	0,01	0,37	-0,0729**
ATURN	Varlık devir hızı	203	1,00	0,44	0,38	2,80	0,4359**
RVOL	Hisse volatilitesi	203	0,34	0,10	0,15	0,64	0,0642**
SGROW	Satışlardaki büyüme	203	0,06	0,50	-6,70	0,58	-0,2068**
AGE	Yaş	203	46,31	10,43	23,00	71,00	1,00
TANG	Maddi duran varlık oranı	203	0,35	0,14	0,05	0,66	0,3538**

* p<%1, ** p<%5, † p<%10 anlamlılık gösterir.

Araştırmada kullanılan temettü dağıtan şirketler; EK-2'de verilmiştir.

3.2. Korelasyon Analizi

Çoklu doğrusallık, model bağımlı değişkene değil, aynı zamanda birbirine de bağlı birden çok faktörü içerdiğinde oluşmaktadır (Kuzucu,2015). Tablo 5’de 2009 – 2015 yılları arasındaki dönem için değişkenlerin korelasyon katsayıları sergilenmektedir.

Tablo 5. Tüm şirket değişkenlerindeki korelasyon

	DIV	DPR	DPR2	CR	DA	PE	LNSIZE	PD	OWN	NPR	ATURN	RVOL	SGROW	AGE
DPR	0,48*	1												
DPR2	0,74*	0,75*	1											
CR	0,21*	0,14	0,14	1										
DA	-0,31*	-0,14	-0,22*	-0,67*	1									
PE	0,1	0,14	0,09	0,04	-0,03	1								
LNSIZE	0,18*	0,12	0,18*	-0,05	-0,02	0,03	1							
PD	-0,01	0,03	0,05	0	0,15*	0,09	-0,05	1						
OWN	-0,05	0,05	-0,01	0,02	-0,03	0,03	0,02	0,08	1					
NPR	0,32*	0,09	0,20*	0,20*	-0,21*	0,06	0,16*	0,01	0,19*	1				
ATURN	0,11	0,1	0,18*	-0,18*	0,23*	0,01	-0,13	0,12	-0,01	0,08	1			
RVOL	-0,22*	-0,15*	-0,25*	-0,03	0,09	0,07	-0,09	0,1	0,01	-0,15*	-0,12	1		
SGROW	0,03	-0,01	0,01	-0,03	0,03	0	0,23*	-0,02	-0,02	0,01	0	0,01	1	
AGE	0,09	0	0,01	-0,15*	0,19*	0,09	0,14	0,03	0,04	0,01	-0,11	0,1	0,03	1
TANG	-0,09	-0,02	-0,05	-0,20*	-0,06	-0,01	0,12	-0,05	0,07	-0,28*	-0,34*	0,09	-0,02	0,02

* p<%1, ** p<%5, † p<%10 anlamlılık gösterir.

Yukarıdaki tabloda veri setindeki değişkenler arasındaki ilişki gösterilmiştir. Temettü dağıtım kuklasının (DIV) korelasyonlarına bakıldığında, en yüksek ilişkinin kârlılık (0,32) olduğu görülmüştür. Kârlı, riski düşük, kaldıracı düşük, büyük ve likiditesi fazla olan şirketlerin temettü dağıttığı sonucuna ulaşılmıştır. Temettü dağıtım miktarı (DPR)’ye bakıldığında DIV ile ulaşılan sonuca ulaşamamıştır; sadece riski düşük şirketlerin daha fazla temettü dağıttığı sonucuna ulaşılmıştır. Bu DPR değişkeninin volatilitésinin veya uç değerlerinin yüksek olması olabilir. Nitekim uç değerlerin sınırlanması ile oluşturulan DPR2 değişkenine bakıldığında DIV değişkeni gibi riski düşük, kaldıracı düşük ve likiditesi fazla olan şirketlerin daha fazla temettü dağıttığı sonucuna ulaşılmıştır.

Veri setinde cari oran ile ve borç oranı arasında negatif, net kâr marjı ile pozitif, varlık devir hızı ile ise negatif ve maddi varlık oranı ile pozitif korelasyon bulunmuştur. Daha genç, daha az borçlu, daha az varlık performansı, daha kârlı, daha fazla maddi varlığı olan şirketlerin daha likit olduğu söylenebilir. Maddi varlık oranı ile ilgili olan sonuç Topaloğlu ve Korkmaz (2019) ile uyumludur. CR ile DIV (temettü kararı) arasında pozitif yönlü düzeyde anlamlı bir ilişki olduğu görülmektedir. Bunun nedeni ise cari oran ne kadar yüksekse firmanın uzun vadeli borçları ödemesinde zorluk çekmeyeceği ve sıkışıklık yaşamayacağı anlamına gelmektedir. Borç ödemesinde sıkıntı çekmeyen firmaların temettü dağıtma kararı vermelerinde çekincemede bulunmayacakları söylenebilir.

DA (kaldıraç oranı) ile DIV ve DPR2 (temettü kararı ve oranı) arasında ters yönlü ve anlamlı bir ilişki bulunmaktadır. Borç oranı ne kadar yüksekse varlıkların o kadar fazla yabancı kaynaklarla finanse edildiğini göstermektedir ve literatürde kaldıraç oranının %50'nin altında olması beklenmektedir. Kaldıraç oranı yüksek olan firmaların yabancı kaynağa çok fazla bağımlı olduğu ve bu durumun temettü kararlarını olumsuz etkilediği sonucuna varılmaktadır. Borç oranına bakıldığında, borç oranı yüksek şirketlerin ortalama olarak temettü ödemedikleri veya az temettü ödedikleri, cari oranlarının ve kârlılıklarının düşük olduğu, varlık verimliliklerinin yüksek olduğu, daha yaşlı oldukları, büyüme fırsatlarının daha çok olduğu (daha yüksek piyasa defter değeri) görülmüştür.

Büyüklük (LNSIZE) değişkenine bakıldığında, büyük şirketlerin daha kârlı, daha yüksek büyüme oranı gösterdiği anlaşılmıştır. OWN değişkenine bakıldığında ise yerel sahipliği çok olan şirketlerin daha kârlı olduğu söylenebilir. RVOL değişkenine bakıldığında ise; riski çok olan şirketlerin daha az kârlı olduğu ve maddi varlık oranlarının daha düşük olduğu söylenebilir.

Varlık devir hızına bakıldığında; varlığını verimli kullanan şirketlerin daha fazla temettü ödedikleri, daha az likit oldukları, daha yüksek borç oranlarının olduğu ve daha düşük maddi varlık oranlarının olduğu anlaşılmıştır.

(SGROW) büyüme oranına bakıldığında, daha büyük şirketlerin daha hızlı büyüdüğü görülmektedir.

Tablo 6’da temettü dağıtan şirketler için yapılan korelasyon analizi vardır. Tüm şirketlerin korelasyonu olan Tablo 5’ten farklı olarak daha fazla temettü dağıtan şirketler, daha yüksek fiyat-kazanç oranına sahip olanlar, daha yüksek piyasa defter değeri (PD) oranına sahip olanlar olarak görülmüştür. Tablo 5’te temettü kararı kârlılık ve borç oranından etkilenirken, burada bu değişkenlerle korelasyonun sıfır olması reddedilememiştir. Yani temettü dağıtım kararı ile temettü dağıtım miktarı aynı değişkenlerden etkilenmediği görülmektedir.

Tablo 6. Temettü dağıtan şirket değişkenlerindeki korelasyon

	DPR	DPR2	CR	DA	PE	LNSIZE	PD	OWN	NPR	ATURN	RVOL	SGROW	AGE
DPR2	0,70*	1											
CR	0,17	0,02	1										
DA	-0,08	0,01	-0,60*	1									
PE	0,52*	0,28*	0,25*	-0,15	1								
LNSIZE	0,06	0,18	-0,04	-0,02	-0,13	1							
PD	0,30*	0,31*	0,35*	0,13	0,45*	-0,02	1						
OWN	0,07	0,06	0,25*	-0,34*	-0,02	0,05	0,07	1					
NPR	-0,11	-0,07	0,50*	-0,46*	-0,24	0,19	0,1	0,43*	1				
ATURN	0,09	0,23	-0,13	0,31*	-0,13	-0,15	0,27*	-0,12	-0,27*	1			
RVOL	0	-0,15	0,18	0	0,16	-0,12	0,13	-0,06	-0,06	-0,02	1		
SGROW	-0,05	-0,02	0,02	0,07	-0,01	0,15	0,05	0,04	0,08	-0,07	0,05	1	
AGE	-0,1	-0,17	-0,02	0,11	0,09	-0,06	0,06	-0,27*	0,02	-0,21	-0,04	0,01	1
TANG	0,04	0,02	-0,09	-0,36*	0,19	0,18	-0,28*	0,15	-0,06	-0,34*	-0,05	0,03	-0,26*

* p<%1, ** p<%5, † p<%10 anlamlılık gösterir.

3.3. Temettü dağıtım kararı

Temettü dağıtım kararı (DIV) üzerine yapılan logit analizlerinin sonuçları Tablo 7’de verilmiştir.

$$p_{it} = P(DIV_{it} = 1)$$

$$\text{Grup etkisiz: } \log\left(\frac{p_{it}}{1-p_{it}}\right) = \beta_0 + \beta_1 X_{1,it} + \dots + \beta_K X_{K,it}$$

$$\text{Sabit etkiler: } \log\left(\frac{p_{it}}{1-p_{it}}\right) = \beta_i + \beta_1 X_{1,it} + \dots + \beta_K X_{K,it}$$

$$\text{Rassal etkiler: } \log\left(\frac{p_{it}}{1-p_{it}}\right) = u_i + \beta_1 X_{1,it} + \dots + \beta_K X_{K,it}, \text{ var}(u_i) = \sigma^2$$

Buradaki modelde, DIV temettü ödeme kararını, $X_{K,it}$ ise bağımsız şirket bazlı değişkenleri, β_k parametreleri, ε_{it} ise hata terimlerini göstermektedir.

Tablo 7’de yapılan logit, sabit etkili panel logit ve rassal etkili panel logit analizin sonuçları yer almaktadır. Rassal ve sabit etkili modellerde OWN değişkeni çıkarılmıştır, çünkü aynı şirkette yıllar boyunca değişiklik göstermediğinden şirket etkileri konulduğunda tanımlanma sorunu verir. Rassal etkili panel logit analizinde panel seviyesindeki varyansın toplam varyansa katkısının oranının olabilirlik oranı testinin Ki-Kare değeri 249,31 olarak %1 seviyesinde anlamlıdır. Buna göre rassal etkili model grup etkisiz modele tercih edilmiştir. Değişken varyans için, veriye sabit etkili panel doğrusal regresyon uygulanmış, bunun sonucunda yapılan düzeltilmiş Wald testinin p-değeri sıfıra yakın çıktığından varyansın şirketler arasında değiştiği sonucuna varılmış, parametrelerin standart sapma hesabında hatalar şirketlerde kümelenmiştir.

Sabit etkili model ile rassal etkili model karşılaştırıldığında, Hausman testi anlamsız çıkmıştır. Veri sayısına bakılırsa, verilerin büyük bölümünün düştüğü görülmektedir. Bunun nedeni birçok şirketin ya hiç temettü dağıtmaması, ya da hep temettü dağıtması, bu şirketlerin de sabit etkili modelde kullanılamamasıdır. Bu yüzden yorumlar rassal etkili model üzerinden yapılacaktır.

Tablo 7 (b)’nin ikinci kısmında daha önceki çalışmalarda kullanılan değişkenler kullanılmış, kârlılıkları yüksek olan şirketlerin daha fazla temettü dağıttıkları görülmektedir. Takmaz (2017) kârlılığın (net kâr/varlıklar) pozitif etkisini bulurken, Kuzucu (2015) hisse başına net kârın negatif etkisini bulmuştur. Diğer çalışmalarla karşılaştırıldığında temettü kararını etkileyen faktörlerin çok az çıkmasındaki bir sebep bu çalışmada hataların şirket bazında kümelenerek varyans değişimine göre düzeltilmesi, bu yüzden t-oranlarının düşük çıkması olabilir.

Bu durum kısmen sinyal teorisi ve artık değer teorisi ile uyumludur. Sinyal teorisinin piyasa defter değeri, büyüme gibi değişkenlerinin etkisi pozitif olsa da istatistiksel olarak anlamlı değildir. Artık değer teorisindeki büyüklüğün etkisi pozitif olsa da anlamlı çıkmamıştır. Daha önceki çalışmalarda kullanılmayan varlık devir oranı, hisse oynaklığı ve maddi duran varlık oranı katıldığında ise kârlılık oranı istatistiksel olarak anlamını yitirmiş, kaldıraç ve maddi duran varlıklar anlamlı hale gelmiştir. Kaldırıcı yüksek olan şirketler ve maddi duran varlık oranı yüksek olan şirketler daha az temettü dağıtmaktadır. Bu durum sinyal teorisi ile uyumsuz

görülmektedir. Fakat şirketlerin sinyal olarak kaldıraç da kullanılabileceği düşünüldüğünde, ilk modeldeki kaldıraç bağımsız değişken listesinden çıkarıldığında Tablo 7 (b)'nin üçüncü kısmı elde edilmiştir. Buna göre net kâr marjı ve varlık devir oranı temettü dağıtım kararını pozitif etkilerken, duran varlık oranı negatif olarak etkilemektedir. Bu durum ise sinyal teorisi ile şu şekilde açıklanabilir; kârlı ve verimli şirketler duran varlıkları çok ise kaldıraçlarını yükselterek sinyal vermekte, az ise temettü kullanarak sinyal vermektedir. Bu sonuç sinyal teorisi ile uyumludur; büyüme fırsatları olan şirketler kendilerini temettü vererek ayırır, maddi duran varlıkları olan şirketler ise temettü yerine borç gibi başka sinyal yöntemleri seçebilirler. Artık değer teorisinde ise yaş ve piyasa defter değeri gibi değişkenler ise anlamlı değildir. Sadece kârlılık anlamlı olarak beklenen yönde çıkmıştır.

Tablo 7. Panel Logit Regresyon Sonuçları

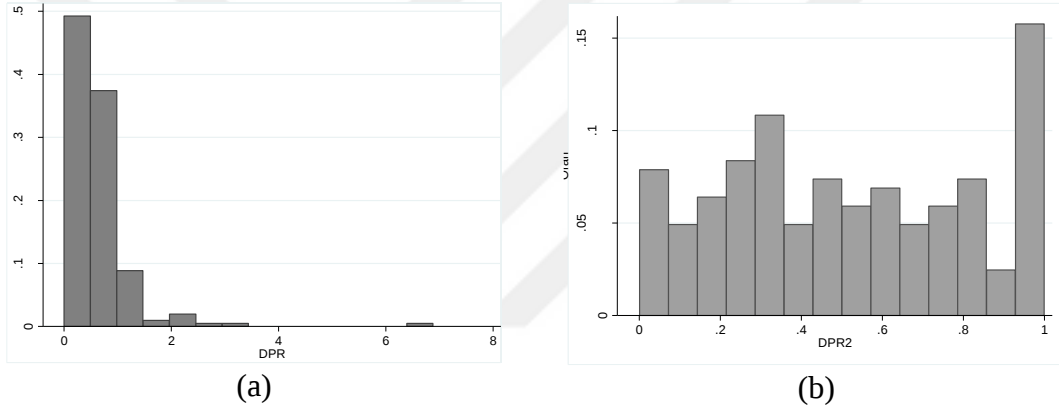
	(a)	(b)			(c)
	Logit (grup etkileri yok)	Panel logit (rassal etkiler)			Panel logit (sabit etkiler)
CR	0,0005 (0,142)	-0,0251 (0,3024)	0,0643 (0,267)	0,2948 (0,2675)	-0,0606 (0,2701)
DA	-2,3402 (1,4498)	-6,7091* (3,0925)	-4,1033 (2,5269)		-2,8777 (4,1581)
PE	0,0034 (0,0024)	0,0074 (0,0053)	0,0067 (0,0046)	0,0081 (0,0057)	0,0137* (0,0065)
LNSIZE	0,1413 (0,1225)	0,0287 (0,2317)	-0,0614 (0,2039)	0,0544 (0,212)	-0,1326 (0,249)
PD	0,0095 (0,0399)	0,033 (0,0456)	0,01 (0,0363)	-0,0222 (0,0425)	-0,0302 (0,0837)
NPR	8,3995** (3,2168)	4,593 (3,1082)	6,7613* (2,9947)	5,7543† (3,2709)	1,2236 (2,8659)
SGROW	0,0275 (0,124)	0,0887 (0,1355)	0,171 (0,1268)	0,0978 (0,1379)	0,0891 (0,1967)
ATURN	1,0333* (0,4862)	1,8571 (1,1903)		2,0913† (1,1471)	1,9992 (1,5581)
RVOL	-2,8705 (2,8676)	-1,3041 (0,8684)		-1,1246 (0,8491)	-0,7432 (1,1509)
TANG	0,6487 (1,474)	-8,7137* (4,1366)		-7,0702† (3,9464)	-14,1795** (4,5929)
OWN	-0,6851 (0,4112)				
Sabit	-1,8769 (3,1921)	4,2307 (5,7097)	2,5675 (4,059)	-0,7226 (4,9986)	
N	574	574	574	574	189
Grup sayısı	82	82	82	82	27
Ki Kare	37,43**	22,55**	19,63**	12,62**	30,11**
Log- olabilirlik	-303,75	-184,68	-189,29	-190,33	-52,63

** p<%1, * p<%5, † p<%10 anlamlılık gösterir. Logit ve rassal etkili panel logit regresyonlarında parametre standart sapmaları varyans değişimine karşı şirket bazında kümelenme ile hesaplanmıştır.

3.4. Temettü dağıtım oranı

Bu bölümde sadece temettü dağıtan firmaların verileri kullanılarak, temettü dağıtım oranını etkileyen faktörler incelenmiştir. Borç oranında birim kök reddedilemediği için DDA olarak borç oranındaki yıllık değişim tanımlanmış ve bu regresyonda bu değişken kullanılmıştır.

Şekil 4'te temettü dağıtım oranının (a) ve üstten bir ile sınırlanmış temettü dağıtım oranlarının (b) histogramları vardır. Temettü dağıtım oranında uç değerler bulunduğu için, sonuçların güvenilirliği için regresyonlarda bağımlı değişken olarak üstten bir ile sınırlanmış temettü dağıtım oranları (DPR2) kullanılmıştır.



Şekil 4. Temettü dağıtım oranının (DPR) ve üstten sınırlanmış temettü dağıtım oranının histogramları

Tablo 8'de yapılan panel regresyonlarının sonuçları vardır. Yıllık kukla değişkenler tanımlanmış, modelin sabit etki panel regresyonunda yıllık kukla değişkenlerinin sıfır olması hipotezinin Ki-Kare değeri 3,68 (p-değeri=0,7201) olarak bulunmuş ve reddedilememiş, tablodaki regresyonlarda yıllık kukla değişkenleri kullanılmamıştır. Modelle rassal etkili regresyon yapılmış (OWN değişkeni ile ve OWN değişkeni olmadan), Breusch and Pagan LM testi Ki-Kare değeri 59,21 (56,32) (p-değerleri=0,0000) olarak bulunmuş, rassal regresyonun grup etkisiz (havuzlanmış – pooled) regresyondan daha uygun olduğu sonucuna varılmıştır. Model 1'in OWN değişkeni olmadan yapılan Hausman test istatistiği Ki-Kare 17,29 (p-değeri=0,0682) olarak bulunmuş, rassal etkiler %10 anlamlılık derecesinde reddedilerek, sabit etkiler panel modeli yorumlanmıştır. OWN değişkeni

hariç Model 1'e sabit etkiler modeli uygulanmış, hatalar üzerine yapılan grup heteroskedastisitesi (varyans değişikliği) Ki Kare test istatistiği 287,77 (p-değeri=0,000) bulunmuş, bu yüzden havuzlanmış (pooled), sabit etkiler ve rassal etkiler regresyonlarında hatalar şirket içinde kümelenmiştir.

Modelde OWN değişkeni olmadan değişkenlere Wooldridge panel seri otokorelasyon testi yapılmış, F-test istatistiği 15,335 (p-değeri=0,0005) bulunmuş, seri otokorelasyon olmadığı reddedilememiştir. Aynı modelde yapılan Paseran şirketler arası korelasyon CD test istatistiği sabit etkiler modeli için -0,679 (p-değeri=0,497) olarak bulunmuştur, şirketler arası korelasyonun olmadığı sonucuna varılmıştır. Bu yüzden sabit etkiler modelinde parametre standart sapmaları için hatalar şirket bazında kümelenmiştir.

Tablo 8'in (c), (d) ve (e) kısmında yapılan sabit etkili regresyonun sonuçları vardır.

Grup etkisiz (havuzlanmış) model: $DPR2_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 X_{1,it} + \dots + \beta_K X_{K,it} + \varepsilon_{it}$

Rassal etkili model: $DPR2_{i,t} = u_i + \beta_1 X_{1,it} + \dots + \beta_K X_{K,it} + \varepsilon_{it}$, $var(u_i) = \sigma^2$

Sabit etkili model: $DPR2_{i,t} = \beta_i + \beta_1 X_{1,it} + \dots + \beta_K X_{K,it} + \varepsilon_{it}$

Analizdeki bazı sonuçların (örneğin Tablo 8 (c) kısmında NPR'nın negatif olması) örneklemdaki uç değerlere duyarlı olduğu görülmüştür. NPR'daki en yüksek değer çıkarıldığında temettü dağıtım oranı kârlılıktan etkilenmemektedir. Bu yüzden uç değerler o değişkenin %1'lik ve %99'luk sınırlarındaki değerleri ile sınırlandırılmış, yapılan analizin sonucu ise (d) ve (e) kısmında verilmiştir.

Tablo 8 (e) kısmına bakıldığında, temettü dağıtım oranını artıran faktörler; kaldıraçtaki artış, FK oranı, büyüme azlığı ve verimliliklerdir.

Geçen yıldan beri borç oranı artmışsa temettü oranı artmaktadır. Bu daha önce panel logit analizinde bulunan sonuçların tersidir; logit regresyonunda borç oranı arttıkça temettü oranı azalmaktaydı. Kuzucu (2015) ve Takmaz (2017) kaldıraçın temettü oranına negatif etkisini bulurken, Ersoy ve Çetanak (2015) etki bulamamıştır. Burada kullanılan değişken borç oranının kendisi değil, borç oranındaki yıllık değişimdir. Borç oranı çalışmada birim kök içerdiğinden değişimleri analiz edilmiştir. Borç oranının negatif etkilemesi, borç oranındaki

değişimin ise pozitif etkilemesi, şirketler arasında temettü miktarını etkileyen henüz modellenmemiş fakat kaldırıcıla pozitif ilişkili bir dışlanmış değişkenin etkisi olabilir. Borç oranının artışının pozitif etkisi sinyal teorisine göre şirketlerin hem borçla hem de temettü ile sinyal vermesi olabilir.

FK (PE) oranına bakılırsa, temettü dağıtım oranı FK oranı arttıkça artmaktadır. Bu sonuç Kuzucu (2015) ile uyumludur. Bu sonuç sinyal teorisi ve müşteri etkisi teorisi ile açıklanabilir. FK oranı büyüme fırsatları için bir aracı kabul edilirse, büyüyen şirketler kendilerini ayarştırmak için veya yatırımcılarını memnun etmek için temettü dağıtabilir ve sinyal teorisi ile uyumludur.

Satışların büyüme hızına (SGROW) bakılırsa büyümenin temettü dağıtım oranını ters etkilediği görülmektedir. Bu sonuç Kuzucu (2015) ile uyumludur. Bu bulgu artık değer teorisine uygundur; büyüyen şirketler nakit ihtiyacı duyar ve temettü dağıtmazlar; fakat sinyal teorisine terstir büyüyen şirketler sinyal amacıyla temettü dağıtmaya meyillidirler.

Bu çalışmada eklenen hisse volatilitesi (RVOL), duran varlık oranı (TANG) ve özellikle varlık devir hızı (ATURN) modelden çıkarıldığında şu sonuçlara ulaşılmıştır. Aktif büyüklüğe (LNSIZE) bakılırsa, (e) kısmında etkili değildir. Fakat bu çalışmada eklenen aktif devir hızı çıkarıldığında; (d) kısmında şirketler büyüdükçe temettü dağıtım oranı düşmektedir. Bu sonuç Kuzucu (2015) ile uyumlu değildir. Net kâr marjı (NPR) oranına bakılırsa, (e) kısmında etkili değildir. Fakat bu çalışmada eklenen aktif devir hızı çıkarıldığında; (d) kısmında kârlılık arttıkça temettü dağıtım oranı düşmektedir. Takmaz (2015) ise kârlılığın (kâr/varlıklar) pozitif bir etkisi olduğu sonucuna ulaşmıştır.

Tablo 8. DPR2 için panel data regresyon sonuçları

	Model 1 (grup etkisiz)	Model 2 (Rassal etkili)	Model 3 (Sabit etkili)		
	(a)	(b)	(c)	(d)	(e)
CR	-0,0062 (0,0126)	0,0065 (0,0121)	0,0007 (0,013)	0,003 (0,0193)	-0,0082 (0,0161)
DDA	1,4763** (0,2802)	1,3634** (0,2629)	1,2889** (0,2702)	1,4802** (0,287)	1,5595** (0,2246)
PE	0,0071** (0,002)	0,0077** (0,0018)	0,0075** (0,0015)	0,0058** (0,0019)	0,0084** (0,0017)
LNSIZE	0,0274† (0,0156)	0,0248† (0,0148)	-0,0109 (0,0153)	-0,0316† (0,0155)	0,0186 (0,0139)
PD	0,0216 (0,0174)	0,0232 (0,0155)	0,0334 (0,0208)	0,0534* (0,0207)	0,0239 (0,0162)
NPR	0,2363 (0,8708)	-0,5988 (0,4188)	-1,1361* (0,4442)	-1,2744* (0,5843)	-0,9005 (0,5717)
SGROW	-0,0382 (0,0368)	0,2408** (0,0722)	-0,0292 (0,0311)	-0,2293† (0,1151)	-0,5026** (0,1243)
ATURN	0,2** (0,0657)	-0,3332† (0,1759)	0,3513** (0,0991)		0,6438** (0,1302)
RVOL	-0,4904† (0,2522)	-0,0308 (0,0317)	-0,2281 (0,1985)		-0,1659 (0,1823)
TANG	0,064 (0,2347)	0,0735 (0,2139)	-0,0212 (0,2789)		-0,2236 (0,2722)
OWN	0,049 (0,0691)				
Sabit	-0,2632 (0,355)	-0,2481 (0,3215)	0,3784 (0,3595)	1,0515** (0,3304)	-0,3786 (0,3333)
N	203	203	203	203	203
Gruplar	29	29	29	29	29
R kare	0,3490	0,3092	0,19	0,128	0,216
Model anlamlılığı	F-testi 20,93**	Wald testi 269,87**	F-testi 15,89**	F-testi 16,73**	F-testi 19,57**

* p<%1, ** p<%5, † p<%10 anlamlılık gösterir. Regresyonlarında parametre standart sapmaları varyans değişimine karşı şirket bazında kümelenme ile hesaplanmıştır.

SONUÇ

Bu çalışmada BIST Sınai endeksindeki firmaların 2009-2015 yılındaki finansal tabloları kullanılarak, temettü dağıtım kararını etkileyen finansal oranlar analiz edilmiştir. Daha önceki çalışmalarda kullanılmayan üç yeni oran (varlık devir hızı, duran varlık oranı ve hisse volatilitesi) eklenmiş, bunlardan varlık devir hızının ve duran varlık oranının temettü kararlarına ve oranlarına etkisi olduğu görülmüştür.

Şirketlerin temettü dağıtım kararları ile temettü dağıtım oranları ayrı ayrı analiz edilmiştir. Temettü dağıtım kararı incelendiğinde, borç oranı arttıkça ve duran varlık oranı arttıkça şirketler temettü dağıtmaya daha az meyilli hale gelmektedir. Borç oranı modelden çıkarıldığında ise temettü dağıtım kararını kârlılık ve verimlilik pozitif etkilerken, duran varlıkların olması ise negatif yönde etkilemektedir. Sinyal teorisi ile yorumlanırsa, kârlı ve verimli şirketler sinyallerini temettü dağıtarak yaparken, duran varlıkları olan şirketler ise sinyallerini borç kullanarak yapmaktadır. Artık değer teorisine göre ise verimli ve kârlı şirketler temettü dağıtabilmesine rağmen, borç oranının çok olması şirketteki nakti azaltmakta bu yüzden bu şirketler temettü dağıtamamaktadır.

Temettü dağıtım oranı incelendiğinde ise; borç oranındaki yıllık değişim, büyüme fırsatları (yüksek FK oranı) ve verimlilik (yüksek aktif devir hızı) temettü dağıtım oranını pozitif etkilerken, satışlardaki büyüme negatif etkilemektedir. Bunlar sinyal teorisi ile uyumludur; verimliliği yüksek olan ve büyüme fırsatları olan şirketler hem borç oranını artırarak hem de temettü dağıtarak sinyal vermektedir. Artık değer teorisine ise terstir; verimli olan şirketlerin kaldırıcı arttıkça borç ödemelerinden dolayı naktin azalması ve temettü oranlarının düşmesi beklenir.

Şirketlerin temettü dağıtım kararını etkileyen faktörler ile temettü dağıtım oranını etkileyen faktörlerin farklı olduğu görülmüştür. Temettü dağıtım kararını sinyal teorisi ve artık değer teorisi açıklayabilirken, temettü dağıtım oranını sinyal teorisinin daha uygun açıkladığı görülmüştür.

Bu çalışmada temettü dağıtım kararının analizinde artık değer teorisini ve sinyal teorisini ayırt edilememiştir, bunun ayırt edilebilmesi için başka değişkenlerin bulunması ilerideki çalışmalara bırakılmıştır. Borç oranının kesitsel ve zaman serisi

olarak zıt sonuçlar çıkarması (temettü dağıtım kararı ve temettü dağıtım oranında) temettü kararını inceleyen analizlerde borç oranı ile korelasyonu olan dışlanmış değişken sebebiyle olabilir. Başka değişkenlerin incelenmesi ilerideki çalışmalara bırakılmıştır.



KAYNAKÇA

- Akgüç, Ö. (2013). Finansal Yönetim, İ.Ü. Muhasebe Enstitüsü Eğitim ve Araştırma Vakfı, Yayınları, İstanbul
- Arslan, Merve (2016). Firmaların Temettü Ödemeleri İle Firma Değeri Arasındaki İlişki ve BİST 100’de Bir Uygulama, Pamukkale Üniversitesi, Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, Denizli
- Ataş, Fatma, (2004). Şirketlerin Kârlılıklarının ve Temettü Politikalarının Hisse Senedi Fiyatı Üzerine Etkisi, Dokuz Eylül Üniversitesi, Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, İzmir
- Ateşgaoğlu, E., (2012). Vergi Hukuku Bakımından Anonim Şirketlerde Kâr Payı Dağıtımı, 1.Baskı, İstanbul: Oniki Levha Yayıncılık
- Bagchi B. ve Khamrui B. (2012) “Relationship between Working Capital Management and Profitability: A Study of Selected FMCG Companies in India”, Business and Economics Journal, 3(1), 1-11
- Berk, Niyazi (2017), Finansal Yönetim, 12.Baskı, Türkmen Kitapevi, 10-11
- Copeland, Thomas E., Weston, Fred J. and Shastri, Kuldeep (2005). Financial Theory And Corporate Policy (1th Edition). New York: Pearson Addison Wesley.
- Demir, Y., (2001). İşletmelerin Kâr Payı Dağıtım Politikaları ve Firma Değerliliğinin Vergi Uygulamaları İle İlişkisine Teorik Bir Yaklaşım. Süleyman Demirel Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi, 1(1), 55-71.
- Demirel, E., (2014). Temettü Dağıtım Politikasının Firma Değeri Üzerine Etkisi ve BIST 30 Endeksinde Bir Uygulama, Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, Selçuk Üniversitesi, Konya

- Demirgüneş, K. (2016) “Firma Değerinin Finansal Belirleyicileri: Ampirik Bir Analiz”, Kastamonu Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi, 11(1), 159-179
- Dizdar, YMM Asım Anıl (2012), Erta Bağımsız Denetim ve YMM LTD.ŞTİ.
- Drukker, D. M. (2003) "Testing for serial correlation in linear panel-data models." The Stata Journal, 3.2, 168-177.
- Du, J., Wu, F. ve Liang, X. (2016) “Corporate Liquidity and Firm Value: Evidence From China’s Listed Firms”. In SHS Web of Conferences, EDP Sciences, 24(1), 1-13
- Ercan, Metin Kamil ve Ban, Ünsal (2016). Değere Dayalı İşletme Finansı Finansal Yönetim, 9.Baskı, Gazi Kitap Evi, 117-259
- Ersoy, Ersan, Çetenak, Emin Hüseyin, (2015), “Sahip Yoğunlaşmasının Temettü Dağıtım Kararlarına Etkisi: Borsa İstanbul’da Bir Uygulama”, Ege Akademik Bakış, 15(4), 509-521
- Fama, E.F. ve French, K.R. (1998) “Taxes, Financing Decisions and Firm Value”, The Journal of Finance, 53(3), 819-843
- Fama, E.F. ve French, KR(2001) , Disappearing dividends : Changing firm characteristics or lower propensity to pay? , Journal of Financial Economics, 60, 3-43
- Gholenji, İraj, (2015). Hisse Başına Temettü Üzerinde Etkili Olan Faktörlerin Panel Veri Ve Genetik Algoritma İle Değerlendirilmesi: Borsa İstanbul’da Bir Uygulama, Atatürk Üniversitesi, Yayımlanmamış Yüksek Lisans Tezi, Erzurum
- Gordon, M.J., (1963). Optimal Investment and Financing Policy. The Journal Of Finance, 2(1), 264-272

- Gugler,Klaue (2003), Corporate Governance, Dividend Payout Policy, and the Interrelation between Dividends, R&D, and Capital Investment, Journal of Banking & Finance, 27(7)
- Güenalp, Burak, Kadioğlu, Eyüp ve Kılıç, Saim (2010), Nakit Temettü Bilgisinin Hisse Senedi Getirisi Üzerinde Önemli Bir Etkisi Olup Olmadığının İMKB’de Test Edilmesi, H.Ü. İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi, Cilt 28, Sayı 2, 47-69
- Güngör, Selim (2012). Sahiplik Yapısı Ve Temettü İlişkisi: İMKB’de Bir Uygulama, Hitit Üniversitesi, Yayınlanmamış Yüksek Lisans, Çorum
- Gürel, Eymen (2008). Kâr Dağıtım Politikalarının Etkinliği Ve İMKB Uygulaması, Doktora Tezi, Ankara Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Ankara
- Jensen,GR, Donald, PS, Zorn,TS (1992), Simultaneous determination of insider ownership, dept, and dividend policies, Journal of Financial and Quantitative Analysis,27(2),247-263
- Kamu Gözetimi Kurumu, (2018). Türkiye Muhasebe Standardı, Finansal Tablolar, http://www.kgk.gov.tr/Portalv2Uploads/files/Duyurular/v2/TMS/TMS_1_Finansal%20Tablolar%C4%B1n%20Sunulu%C5%9Fu.pdf Erişim Tarihi: 06.11.2018
- Kırbaş, A., (2015). Temettü Duyurularının Hisse Senedi Getirilerine Olan Etkilerinin Analizi: Borsa İstanbul Şirketlerinde Bir Uygulama, Yayınlanmamış Doktora Tezi, Başkent Üniversitesi, Ankara
- Kirkulak,Berna ve Kurt Guluzar (2010), Are Dividends disappearing or shrinking? Evidence from the Istanbul Stock Exchange, Emerging Markets Finance and Trade , 46(2), 38-52
- Korgun, Aynur (1999), “Bir Temettü Politikası Olarak Temettü Avansı; Teorisi ve Türkiye’ye İlişkin Uygulama Önerileri”, Sermaye Piyasası Kurulu Denetleme Dairesi Araştırma Raporu, 11-12

- Korkmaz, M. ve Dilmaç, Ö., (2018). Firma Piyasa Değerini Etkileyen Finansal Faktörler: Banka Ve Sigorta İşletmeleri Üzerine Bir Uygulama, Yönetim ve Ekonomi Araştırmaları Dergisi, 16(2), 179-201
- Kutukız, Doğan (1997). Finansal Açıdan Anonim Şirketlerde Kâr Payı Dağıtım Politikası Ve Türkiye Uygulaması, Yayınlanmamış Doktora Tezi, İnönü Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Malatya
- Kuzucu ,Narman (2015), Determinants of dividend policy : a panel data analysis for turkish listed forms, International Journal of Business and Management,10(11),149-160
- Küçüksavaş, Nihat (2016), Finansal Muhasebe, 14.Baskı, Beta Basım Yayın, 33
- Lintner, J., (1956). Distribution Of Incomes Of Corporations Among Dividends, Retained Earnings and Taxes. The American Economic Review, 2(1), 77-113
- Mclaney, E.J., (2003). Business Finance Theory And Practice (5th Edition). Upper Saddle River, N.J.: Pearson Prentice Hall
- Michalski G. (2010) “Planning Optimal from The Firm Value Creation Perspective. Levels of Operating Cash Investment”, Romanian Journal of Economic Forecasting, 13(1), 198-214
- Miller, M.H. (1977) “Debt and Taxes”, The Journal of Finance, 32(1), 261-75.
- Modigliani, F. and Miller, M.H., (1961). Dividend Policy, Growth And The Voluation Of Shares. The Journal Of Business, 4(1), 411-437
- Modigliani, F. Ve M. Miller (1963), “Corporate Income Taxes And The Cost Of Capital: A Corection”, The American Economic Review, 3(48).
- Modigliani, F. ve Miller, M.H. (1958) “The Cost of Capital, Corporation Finance and The Theory of Investment” The American Economic Review, 48(3), 261-297
- Myers, S.C. (1977) “Determinants of Corporate Borrowing”, Journal of Financial Economics,, 5(2), 147-75

- Okka, Osman (2015), Analitik Finansal Yönetim Teori ve Problemler, 2.Basım, Nobel Yayın Evi,542- 629
- Omağ, A., (2007). İşletmelerde Kâr Dağıtım Politikasının İşletmenin Büyüme ve Pazar Değerine Etkileri: Teorik ve Uygulamalı Yaklaşım. Yayımlanmamış Doktora Tezi, Marmara Üniversitesi, İstanbul.
- Payne, B. C., Boudreaux, D. O. ve Rumore, N. C. (1996) “Financial Determinants of Market Value: The Case of Investor Favorites”, Journal of Economics and Finance, 20(3), 59-67
- Resmi Gazete, (2012). Sermaye Piyasası Kanunu, Kanun Numarası: 6362, Cilt: 53 Sayı: 28513.
- SPK, Bilgilendirme Kitapçığı, 10
- Sermaye Piyasası Kurulu, (2018). Sermaye Piyasası Kurulu Kâr Payı Rehberi, <http://www.spk.gov.tr/Sayfa/Dosya/986> Erişim Tarihi: 06.11.2018
- Servaes, Henri ve Tufano, Peter (2006). The Theory and Practice Of Corporate Dividend and Share Repurchase Policy. Liaability Strategies Group
- Shleifer,A,Vishny,R (1986), Large shareholders and corporate control, Journal of Political Economy,94(3),461-488
- Sualehkhattak, M. ve Hussain, M. CH, (2017) “Do Growth Opportunities Influence the Relationship of Capital Structure, Dividend Policy and Ownership Structure with Firm Value: Empirical Evidence of KSE?”, Journal of Accounting & Marketing, 6(1): 1-11,
- Takmaz, Sefa (2017), “Dividend Policy Drivers in Turkish Listed Firms”, International Journal of Academic Value Studies, Vol.3(16), 40-52
- Temiz, H. ve Hacıhasnoğlu, T., (2017). Temettü Politikası, Temettü Dağıtım Oranı ve Finansal Performans Arasındaki İlişkinin İncelenmesi, İşletme Araştırmaları Dergisi, 9(2), 133-149

- Topaloglu, Emre Esat, ve Korkmaz Turhan (2019), "Nakit Kâr Payı Dağıtım Politikalarını Etkileyen Mikro ve Makro Değişkenlerin Panel Veri Analizi İle Tespit Edilmesi: BIST 100 Endeksi Üzerine Bir Araştırma.", Journal of Economics Finance and Accounting, Vol.6(1), 1-18.
- Türko M. (1999). Finansal Yönetim, Alfa Yayınları, Erzurum
- Varaiya, N., Kerin, Roger A. ve Weeks, D., (1987) The Relationship between Growth, Profitability and Firm Value, Strategic Management Journal, 8(5), 487-497.
- Walter, J.E., (1956). Dividends Policies and Common Stock Prices. Journal Of Finance, 11(1), 29-41
- Weston J.F. ve Brigham E.F., (1992). Essentials of Managerial Finance, The Dryden Press, New York
- Williams, Joseph (1987), "Efficient Signalling With Dividends, Investment, and Stock Repurchases", The Journal Of Finance December 28-30, Vol.43(3), 737-747
- Yıldız, Berk, Gökbulut, Rasim İlker, Korkmaz, Turhan (2014), Firmalarda Temettü Politikalarını Etkileyen Unsurlar: Bist Sanayi İşletmeleri Üzerine Bir Panel Veri Uygulaması, Ekonomik ve Sosyal Araştırmalar Dergisi,10(1)
- Yükçü, Süleyman ve ötekiler (1999), Muhasebe Sistemi Uygulama Genel Tebliğine Göre; Finansal Yönetim, Vizyon Yayınları, İzmir

EKLER

Ek-1 Araştırmada kullanılan tüm şirketlerin listesi

ADEL	BUCIM	EREGL	KRSTL	TBORG
AKCNS	BURCE	ERSU	KUTPO	TIRE
AKSA	CCOLA	FMIZP	MERKO	TOASO
ALCAR	CELHA	FROTO	MNDRS	TRKCM
ALKIM	CIMSA	GENTS	MRSHL	TTRAK
ANACM	CMBTN	GEREL	NUHCM	TUKAS
ARCLK	CMENT	GOLTS	OTKAR	TUPRS
ARSAN	DENCM	GOODY	PARSN	ULKER
ASLAN	DEVA	GUBRF	PENGD	UNYEC
ATEKS	DMSAS	HEKTS	PETKM	USAK
AYGAZ	DOGUB	IZOCM	PETUN	VESBE
BAKAB	DURDO	KARTN	PNSUT	VKING
BFREN	DYOBY	KLMSN	PRKME	YATAS
BOLUC	EGPRO	KNFRT	SARKY	YUNSA
BRISA	EGSER	KONYA	SASA	
BSOKE	EMKEL	KORDS	SKTAS	
BTCIM	ERBOS	KOZAA	SODA	

Ek-2 Araştırmada kullanılan temettü dağıtan şirketlerin listesi

ADEL	COLA	IZOCM	TRKCM
AKCNS	CIMSA	KARTN	TTRAK
ALKIM	CMENT	KONYA	TUPRS
ARCLK	ERBOS	NUHCM	ULKER
AYGAZ	FMIZP	OTKAR	UNYEC
BRISA	FROTO	PETUN	
BTCIM	GOLTS	PNSUT	
BUCIM	HEKTS	TOASO	

ÖZGEÇMİŞ

1986 doğumluyum. 2003 Fatih Kız Lisesi Mezunuyum. 2011 Beykent Üniversitesi Bilgisayar Programcılığı ve Teknoloji Bölümü mezunuyum. 2015 Anadolu Üniversitesi İşletme Fakültesi İşletme Bölümü mezunuyum. 2016 Ekim ayında Beykent Üniversitesi İşletme Fakültesi Finans Bölümü Yüksek Lisansı 'na başladm. Evliyim ve 2 çocuğum var.

Mehtap KAYA

