

**T.C.
ANKARA ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ
İŞLETME ANABİLİM DALI**

**KÂR DAĞITIM POLİTİKALARININ ETKİNLİĞİ
VE İMKB UYGULAMASI**

Doktora Tezi

EYMEN GÜREL

Ankara-2008

**T.C.
ANKARA ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ
İŞLETME ANABİLİM DALI**

**KÂR DAĞITIM POLİTİKALARININ ETKİNLİĞİ
VE İMKB UYGULAMASI**

Doktora Tezi

EYMEN GÜREL

Tez Danışmanı
Prof.Dr.Ercan BAYAZITLI

Ankara-2008

T.C.
ANKARA ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ
İŞLETME ANABİLİM DALI

KÂR DAĞITIM POLİTİKALARININ ETKİNLİĞİ VE İMKB UYGULAMASI

Doktora Tezi

Tez Danışmanı : Prof.Dr. Ercan BAYAZITLI

Tez Jürisi Üyeleri

Adı ve Soyadı

Prof.Dr. Ercan BAYAZITLI

Doç. Dr. Güven SAYILGAN

Doç.Dr. Orhan ÇELİK

Doç. Dr. Kadir GÜRDAL

Yrd. Doç. Dr. C. Yiğit ÖZBEK

İmzası
E. Bayazitli
G. Sayilgan
O. Çelik
K. Gurdal
C. Ozbek

Tez Sınavı Tarihi: 29/12/2008

İÇİNDEKİLER

İÇİNDEKİLER	i
TABLolar LİSTESİ	iv
GRAFİKLER LİSTESİ	v
ŞEKİLLER LİSTESİ	vi
KISALTMALAR	vii
GİRİŞ	viii

BİRİNCİ BÖLÜM

KÂR DAĞITIM POLİTİKASI VE TEMEL KAVRAMLAR

1.1. KÂR KAVRAMI	1
1.2. ÖZSERMAYE KAVRAMI	3
1.2.1. Özsermaye Tanımları.....	3
1.2.2. Özsermayenin Nitelikleri	4
1.2.3. Özsermaye Kalemleri	5
1.2.3.1. Sermaye	6
1.2.3.2. Yedekler.....	6
1.2.3.3. Geçmiş Yıllara Ait Kârlar veya Zararlar.....	7
1.2.3.4. Dönem Kârı veya Zararı	7
1.3. KÂR PAYI POLİTİKASININ ÖNEMİ	8
1.3.1. Kâr Payı Politikasının Şirket Değerine Etkisi.....	9
1.3.1.1. Kâr Payı İlişkısizlik Kuramı	11
1.3.1.2. Eldeki Kuş Kuramı	13
1.3.1.3. Vergi Tercihleri Kuramı	15
1.3.1.4. Diğer Görüşler	16
1.3.1.4.1. Müşteri Etkisi.....	16
1.3.1.4.2. Sinyal Etkisi.....	17
1.3.1.4.3. Artık Kârın Dağıtılması	19
1.3.2. Kâr Payı Dağıtım Politikasını Belirleyen Etmenler.....	20
1.3.2.1. Şirketin Nakit veya Likidite Durumu	21
1.3.2.2. İşletmenin Borçlanma Yeteneği.....	22
1.3.2.3. Yasal Kurallar.....	23
1.3.2.4. Vergi Yüğü Farklılıklarının Kâr Dağıtımına Etkisi	23
1.3.2.5. Şirketin Kârlılık Oranı	24
1.3.2.6. Ortaklık Yapısı.....	25
1.3.2.7. Aktiflerin Büyüme Hızı	25
1.3.2.8. Kredi Sözleşmesinden Doğan Kısıtlamalar	25

1.3.2.9. Kârların İstikrarlılığı	26
1.3.2.10. Yatırım Fırsatları	27
1.3.2.11. Geleceğe Ait Belirsizlikler	28
1.3.2.12. Ekonomik İstikrar ve Enflasyon Seviyesi	28
1.3.2.13. İşkolu Farklılıkları	29
1.3.2.14. İştirak ve Bağlı Kuruluşların Niteliği	29
1.3.2.15. İşletme Üzerindeki Kontrol Yetkisini Koruma İsteği	30
1.3.3. Şirketlerin İzlediği Kâr Dağıtım Politikaları	30
1.3.3.1. Sabit Tutarda Kâr Payı Dağıtılması Politikası	31
1.3.3.2. Sabit Oranda Kâr Payı Dağıtım Politikası	31
1.3.3.3. Sabit Tutarda Kâr Payı Yanında İlave Kâr Payı Dağıtım Politikası	32
1.3.3.4. Artan Oranlarda Kâr Payı Dağıtılması	32
1.3.3.5. Artık Kârın Dağıtılması Politikası	32
1.3.4. Kâr Payı Dağıtım Şekilleri	33
1.3.4.1. Nakit Olarak Dağıtım	34
1.3.4.2. Hisse Senedi Olarak Dağıtım	35
1.3.4.3. Hisse Senedi Geri Satın Alma	36
1.3.4.4. Seçmeli Kâr Payı Dağıtım	37
1.3.4.5. Bono Tipi Kâr Payı Dağıtım	38
1.3.4.6. Aynı Olarak Kâr Payı Dağıtım	39
1.3.4.7. Tasfiyeden Kâr Payı	39
1.3.4.8. Avans Kâr Payı	40
1.3.4.9. Kâr Payı Olarak İntifa Senedi Verilmesi	40
1.4. ŞİRKET DEĞERİ İLE KÂR PAYI VERİMİ İLİŞKİSİ	41

İKİNCİ BÖLÜM

KÂR PAYI VERİMİ VE TÜRKİYE'DE KÂR DAĞITIMI

2.1. KÂR PAYI VERİMİNİN HESAPLANMASI	43
2.2 KÂR PAYI VERİMİ İLE İLGİLİ YAPILAN TEMEL ÇALIŞMALAR	45
2.2.1. 1970-1980 Yılları Arasında Yapılan Çalışmalar	45
2.2.2. 1980-1990 Yılları Arasında Yapılan Çalışmalar	52
2.2.3. 1990-2000 Yılları Arasında Yapılan Çalışmalar	55
2.2.4. 2000 Yılı ve Sonraki Dönem Çalışmalar	61
2.2.5. Kâr Payı Verimi ile İlgili Yapılan Temel Çalışmaların Özet Bilgileri	64
2.3. TÜRKİYE'DE HALKA AÇIK ANONİM ŞİRKETLERİN KÂR DAĞITIM POLİTİKALARI	68
2.3.1. Türkiye'de Halka Açık Anonim Şirketlerin Kâr Payı Dağıtımları İle İlgili Yasal Düzenlemeler	68
2.3.2. İMKB'nin Kuruluşundan Günümüze Halka Açık İşletmelerin Kâr Payı Dağıtım (1986-2007)	70

ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

KÂR PAYI VERİMİ MODELİ VE İMKB UYGULAMASI

3.1. ARAŞTIRMANIN AMACI, ÖNEMİ, KAPSAMI VE SINIRLILIKLARI.....	87
3.1.1. Araştırmanın Amacı.....	87
3.1.2. Araştırmanın Önemi	88
3.1.3. Araştırmanın Ana Kütlesi, Kapsamı ve Sınırlılıkları.....	89
3.2. ARAŞTIRMA MODELİ VE HİPOTEZLER.....	89
3.2.1. Modeldeki Bağımlı ve Bağımsız Değişkenler	94
3.2.2. Çalışma Modeline İlişkin Korelasyon ve Regresyon Analizi	104
3.2.2.1. Korelasyon Analizi	105
3.2.2.2. Regresyon Analizi.....	107
SONUÇ VE ÖNERİLER	119
KAYNAKÇA	125
ÖZET	136
ABSTRACT	137
EKLER.....	138

TABLÖLER LİSTESİ

Tablo 2.1: Kâr Payı Verimi - Getiri İlişkisini Gösteren Literatür Taramasına İlişkin Tablo	65
Tablo 2.2. İMKB’de Kâr Payı Dağıtan ve Dağıtmayan Şirketlerin Yıllara Göre Dağılımı	72
Tablo 2.3. Nakit Kâr Payı Dağıtım Tablosu	77
Tablo 2.4. Kâr Payı Dağıtan İşletmelerin Sektörlere Ve Yıllara Göre Dağılımı	80
Tablo 2.5.Kâr Payı Dağıtmayan İşletmelerin Sektörlere Ve Yıllara Göre Dağılımı	81
Tablo 3.1. 30’lu Portföylerin Sıralanması	93
Tablo 3.2. Oluşturulan Portföylere İlişkin Temel Veriler	95
Tablo 3.3. Piyasa Değerine (YTL) Göre 30’lu Portföyler (31.12.2007)	98
Tablo 3.4. Spearman Sıra Korelasyonu Sonuç Tablosu	106
Tablo 3.5. EKK Yöntemine Göre Temel Regresyon Denkleminin Sonuçları	109
Tablo 3.6. EKK Yöntemine Göre Dönemsellik ve Kâr Payı Dağıtmamanın Etkisi	113

GRAFİKLER LİSTESİ

Grafik 2.1. Kâr Payı Dağıtan ve Dağıtmayan işletmelerin Yıllara Göre Dağılımı Grafiği (%)	73
Grafik 2.2. Yıllar İtibariyle Kâr Payı Dağıtımları (1986-2007)	76
Grafik 2.3. İMKB’deki Şirketlerin Yıllar İtibariyle Kâr Dağıtım Şekilleri (%)	78
Grafik 2.4. Kâr Payı Dağıtan İşletmelerin Sektörlere Göre Dağılımı	83
Grafik 2.5.Kâr Payı Dağıtan İşletmelerin Sektörlere Göre Dağılımı	85
Grafik 3.1.Portföy Getirileri	100
Grafik 3.2.Portföylerin Standart Sapmaları	101
Grafik 3.3 Portföylerin Kâr Payı Verimleri	102
Grafik 3.4. Kâr Payı Verimi Temeline Göre Hazırlanmış Portföylerin Ortalama Getirilerin Üçlü Karşılaştırılması (Keim, Thomas ve Çalışma Sonuçları)	103
Grafik 3.5. Kâr Payı Verimlerinin İkili Karşılaştırılması (Thomas ve Çalışma Sonuçları)	104

ŞEKİLLER LİSTESİ

Şekil 1.1: Özsermaye ve Kâr İlişkisi	2
Şekil 1.2: Finansal Yöneticilerin Karar Alanları	10
Şekil 2.1: Menkul Kıymet Pazar Doğrusu ve Etkin Sınır Çizgisi	47
Şekil 3.1: Araştırma Modeli	94

KISALTMALAR

BG:	Breusch – Godfrey
CRSP:	Hisse Senedi Fiyatları Araştırma Merkezi
DW:	Durbin – Watson
EKK:	En Küçük Kareler
GVK:	Gelir Vergisi Kanunu
H_0 :	Boş Hipotez
HBKP:	Hisse Başına Kâr Payı
İMKB:	İstanbul Menkul Kıymetler Borsası
DY:	Kâr Payı Verimi
LSPD:	Londra Hisse Senedi Fiyatları Veritabanı
LNCAP:	Piyasa Değerlerinin Doğal Logaritmalarının Ortalaması
P:	Olasılık
SPK:	Sermaye Piyasası Kurulu
SVFM:	Sermaye Varlıklarını Fiyatlandırma Modeli
TD:	Tasfiye Değeri
ORGET:	Tüm Portföylerin Ortalama Getirisi

GİRİŞ

Sermaye şirketlerinin temel amacı, yürütülen ticari faaliyetler sonucu kâr elde etmek ve bu yolla ortakların refahını en yüksek seviyeye çıkarmaktır. Şirketler büyüdükçe ve ortaklık yapıları değiştikçe kârların paylaşımı sorunu ortaya çıkmıştır.

Küçük ve/veya aile şirketleri olarak kurulup gelişen şirketler, zaman içerisinde, birbirlerini tanımayan yerli ve yabancı ortaklara pay senetlerini ihraç eden, yönetim erkini profesyonel yöneticilere bırakan büyük işletmeler haline gelebilmekte ve çeşitli temsil sorunlarıyla karşı karşıya kalabilmektedirler.

Alternatif finansman politikaları çerçevesinde halka açılarak finansman sağlamaya çalışan şirketler için de son derece önemli olan bu temsil problemlerinin başında, elde edilen kârın paylaşımı sorunu yer almaktadır. Bir şirkete ortak olarak, birikimlerini risksiz bir yatırım aracı yerine, riskli bir yatırım aracına yönlendiren pay sahiplerinin beklentisi aşırı getiri elde edebilmektir. Teorik olarak bunun tek bir yolu vardır;

$$\text{Aşırı Getiri} = (\text{Sermaye Kazancı} + \text{Kâr Payı}) - \text{Risksiz Faiz Oranı}$$

Aşırı getirinin pozitif olabilmesi için, sermaye kazancı ile kar payı kazancı oranları toplamının risksiz faiz oranından fazla olması gereklidir. Bu sebeple yöneticilerin, ortakların çıkarını gözeterek şekilde karar vermesi beklenmektedir. Sermaye kazancı ve/veya kâr payı kazancını en yüksek seviyeye çıkarmak isteyen bir yöneticinin göz önünde bulundurması gereken etkenler çok çeşitlidir; yasal kurallar,

geleceğe ait belirsizlikler, konjektürel dalgalanmalar, yatırım fırsatları, yatırımcının tercihi ve benzerleri.

Tüm bu değişken koşullar dönem sonu elde edilebilecek kâr için yöneticiye başlıca iki alternatif sunar; otofinansmanla kârı yüksek verimli yatırımlara aktarmak, ya da kârı dağıtmak. İlk durumdaki yatırımcı tipi, kârını yatırımlara dönüştüren işletmenin gelecekteki değerinin elde edeceği kâr payından daha yüksek sermaye kazancı getireceği beklentisi içindedir. İkinci durumda ise, yatırımcılar “eldeki bir kuş daldaki iki kuştan iyidir” düşüncesi ile kârı hemen elde etmek ister. İşletme finansmanı kuramının başlıca tartışma konularından biri de yöneticinin, yatırımcıların beklentilerini de göz önünde bulundurarak, hangi alternatifi tercih etmesi gerektiği üzerinedir. Bu kararın verilmesi bir çok değişkene dayanıyorsa, elbette sonuç bu değişkenlerin ağırlığına göre farklılık gösterecektir. Dolayısıyla, bu sorunun mutlak bir yanıtı yoktur. Ancak, seçilen tercihlerin sonuçları geçmiş veriler yardımı ile ortaya konulup, tahminlerde bulunulabilir.

Bu çalışma, kârlarını dağıtma, ya da dağıtmama yönünde karar alan firmaların almış oldukları bu kararının hisse senedi getirileri üzerinde nasıl bir etkisi olduğunu ortaya koymaktadır. Bu amaçla İstanbul Menkul Kıymetler Borsası’nda işlem gören şirketlerin 2001-2007 yılları arasındaki kâr dağıtımları ve hisse senedi getirileri, kâr payı verimi temelinde incelenmiştir.

Çalışma üç bölümden oluşmaktadır. Birinci bölümde kâr payı ve dağıtım politikaları ile ilgili teorik çerçeve belirlenmeye çalışılmıştır. İkinci bölümde, kâr payı verimi kavramı ile İstanbul Menkul Kıymetler Borsası’nın (İMKB) kuruluşundan bugüne kadar geçen sürede temel olarak şirketlerin izledikleri kâr payı politikaları ve bunlar üzerinde etkili olan yasal düzenlemelere yer verilmiştir.

Üçüncü ve son bölümde ise, kâr payı verimi temelinde İMKB’de işlem gören şirketlerin hisse senetlerinden oluşturulan portföylerin, getiri, dönemsellik ve büyüklük ile olan ilişkisi araştırılmıştır.

BİRİNCİ BÖLÜM

KÂR DAĞITIM POLİTİKASI VE TEMEL KAVRAMLAR

1.1. KÂR KAVRAMI

İşletme, belli amaçları yerine getirmek için kurulmuş ekonomik bir birimdir. İşletmenin dış çevre ve çeşitli gruplarla olan ilişki ve faaliyetlerinde ortaklarından bağımsız bir kişiliğe sahip olduğu kabul edilir. Bu bakımdan işletmeye ayrılan ekonomik değerler onun varlığını oluştururken, yöneticiler ve personel de yaptıkları faaliyetleri bu kişilik adına yapmış olurlar. İşletmenin faaliyetinden doğan kâr da ilk anda işletme ortaklarının geliri değil, fakat ilgili işletmenin kârıdır (Koç Yalkın, 2005:27). İşletmenin kârı hangi koşullarda ortaklarına geçmelidir? Kârın ortaklara dağıtılması yerine otofinansmanda kullanılması başka bir ifade ile işletmenin finansal yapısının güçlenmesi için dağıtılmaması ne tür yararlar sağlar? İşletme dönem içersinde elde ettiği kârı dağıtmaya karar verirse bunu ne şekilde gerçekleştirmelidir? Tüm bu sorulara yanıt vermeye çalışmadan önce kârın tanımını yapmakta yarar vardır.

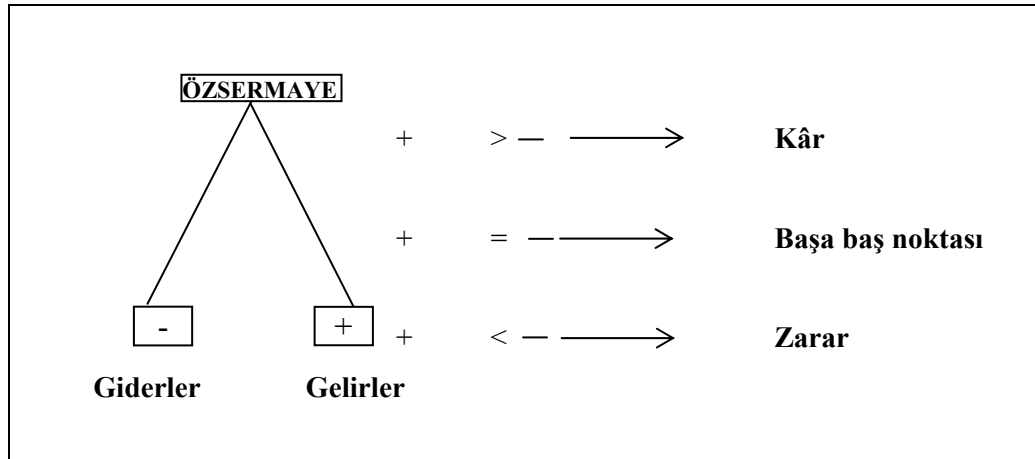
Literatürde kâr kavramı için birbirinden farklı tanımlamalar yapılmıştır. Temel olarak kâr, bir dönem içinde yürütülen faaliyetler, diğer olaylar ve koşullardan işletme sahipliğiyle ilgili olmayan kaynaklardan dolayı bir işletmenin özsermayesinde bir başka ifadeyle net aktiflerinde meydana gelen artış, biçiminde tanımlanmıştır (Akdoğan ve Aydın, 1987:415).

Bir diğer tanıma göre ise kâr, belli bir hesap dönemi sonunda elde edilen satış gelirleri ile bu gelirlere ilişkin maliyet ve giderler arasındaki olumlu farktır (Usta, 2005:49).

Sonuç olarak kâr, herhangi bir dönemde satılan mal veya hizmet bedelinin bu mal veya hizmetlerin sunulabilmesi için katlanılan giderlerin toplam tutarı arasındaki olumlu farktır.

Bu tanımlara göre, işletmenin dönem içinde yaptığı giderleri eksi işareti, gelirleri ise artı işareti ile simgelersek, kârın oluşumunu Şekil 1.1’deki gibi gösterebiliriz:

Şekil 1.1. Özsermaye ve Kâr İlişkisi



Şekil 1.1’de, işletmenin gelir ve giderlerinin özsermaye üzerindeki etkisi özetlenmektedir. Kârdan söz edilebilmesi için, aktif ve pasif kalemlerindeki değişikliklerin özsermaye üzerinde bir artış meydana getirmesi gerekir.

Bir işletmede özsermaye artışı meydana getiren işlemler kadar özsermaye azalışı meydana getiren işlemler de önemlidir. Dönem sonu itibari ile zarar eden bir işletme, giderlerini karşılayacak kadar gelir elde edememiştir.

1.2. ÖZSERMAYE KAVRAMI

Kâr, bir hesap döneminin başı ve sonu arasında özsermayedeki olumlu fark olarak tanımlanırsa, özsermaye kavramı üzerinde ayrıca durmak kâr kavramının daha iyi açıklanmasına yardımcı olacaktır.

1.2.1. Özsermaye Tanımları

Özsermaye ile ilgili birçok tanım bulunmaktadır. Bunlardan başlıcaları aşağıdaki gibi sıralanabilir:

Özsermaye, bir işletmenin sahip veya sahiplerinin işletme kişiliğinin aktifleri üzerindeki, toplam haklarının para olarak ifadesidir (Sevilengül, 2007:597).

Özsermaye, işletmenin net aktif toplamının ortaklar tarafından karşılanan kısmını ifade etmektedir (Gücenme, 2000:310).

Bir diğer tanıma göre özsermaye, bir muhasebe kişiliğinin aktiflerinden borçları çıkarıldıktan sonra kalan haklar olarak tanımlanmaktadır (Akdoğan ve Aydın, 1988:373).

Tanımlardan da anlaşılacağı gibi işletme özsermayesinin, sahiplik haklarından veya bu nitelikteki haklardan kaynaklandığı vurgulanmaktadır. Özsermaye, bir işletme ile onun sahipleri arasındaki ilişkiyi ifade etmektedir. Bir işletmenin sahipleri, aynı zamanda o işletmenin müşterisi, işletmeye kredi sağlayanlar ve hatta işletmenin çalışanları bile olabilir.

Özsermaye, öncelikle işletme sahiplerinin işletmeye yaptığı yatırımlardan oluşmakta ve daha sonra da işletme sahipleri tarafından zaman zaman yapılan ek yatırımlarla artmaktadır. Buna karşılık özsermaye, işletme sahiplerinin işletmeden

çektikleri varlıklar söz konusu olduğunda da azalış gösterebilmektedir. Özsermayenin belirleyici özelliği, işletme faaliyetleri ve işletmeyi etkileyen diğer koşullar ve olaylar tarafından etkilenmesidir.

Buraya kadar yapılan açıklamalar da göstermektedir ki, bir işletmenin özsermayesi, işletme sahibinin işletmeye yaptığı yatırımların toplamından oluşur. Başka bir ifade ile özsermaye, işletme sahibinin işletmeye getirdiği sermaye ile faaliyetlerden elde ettiği kârların çeşitli biçimlerde işletmede bırakılmasından meydana gelmektedir (Koç Yalkın, 2005:67).

Sonuç olarak özsermayeyi, işletmenin kuruluş anında ortaklar tarafından getirilen ve dönemler itibari ile elde edilen kâr, ya da zarara, ortakların kişisel varlıklarını işletmeye getirmelerine, ya da işletme varlıklarından payları oranında çekmelerine göre artıp azalabilen işletmelerin temel bir etkeni olarak tanımlayabiliriz.

1.2.2. Özsermayenin Nitelikleri

İşletme faaliyetlerinden sağlanan yararlar ile işletmenin riskleri ve belirsizlikleri işletme sahiplerine aittir. Dolayısıyla ortakların işletme varlıkları üzerindeki hakları işletmenin varlıkları ile borçları arasındaki farkla ölçülür. Görüldüğü gibi ortakların işletmedeki hakları “kalan” veya “artık” bir değerdir. Özsermaye, kalan bir değer olduğu için işletmenin varlıkları ve yabancı sermayesinden ayrı olarak değerlendirilmesi söz konusu değildir; net aktiflere eşittir (Cemalcılar ve Önce, 1999: 565).

İşletmenin varlıkları üzerindeki talep sıralamasında özsermaye, borçlardan sonra geldiğinden dolayı bir kalan hak durumundadır. Bu kalan hak, yukarıda da belirtildiği gibi net aktiflere eşittir. Dolayısıyla, işletme ortakları tarafından yapılan

yatırımlar ve ortaklara yapılan kâr dağıtımları dışındaki işlemler, işletmenin net aktiflerinde artış veya azalışlara neden olur ve özsermayeyi arttırır veya azaltır (Akdoğan ve Aydın, 1988:374).

Gerek ortakların varlıklar üzerindeki hak sıralaması gerekse ortakların aldığı risk bakımından “kalan” değer üzerinden hesaplanması özsermayenin niteliği bakımından farklılığını ortaya koyar. Ortaklar tarafından konulan sermaye dönem sonunda kâr ile artabileceği gibi zarar edilmesi durumunda da azalabilecektir.

Özsermaye, işletme tarafından ortaklarına nakit veya diğer şekillerde yapılabilecek aktif transferleriyle ilgili dağıtımların kaynağını temsil etmektedir. Bu tür transfer veya dağıtımlar hakkında ortakların veya diğerlerinin beklentileri bir işletmenin hisse senedinin piyasa fiyatlarını etkiler ve bunun sonucunda, işletme sahiplerinin işletmeye sermaye sağlama veya sermayeyi işletmeye bağlama riskini dolaylı olarak etkiler. Bundan dolayı, özsermayenin ana niteliği, işletme aktiflerinin işletme sahiplerine transfer koşulları üzerinde odaklanır. Aktiflerin borçlardan artan kısmı dediğimiz özsermayenin varlığı gerekli ama yeterli koşul değildir. İşletme ortaklarına yapılacak olan dağıtımlar, yasalarla konulan sınırlamalar, diğer kişilere taahhütler karşılandıktan sonra işletme sahipleri veya bunların temsilcilerinin kararlarına bağlıdır. Genel olarak, bir işletmenin ortaklarına, aktiflerini transfer zorunluluğu işletmenin tasfiyesi dışında ve işletme resmen aktifleri dağıtmaya karar vermediği sürece yoktur (Akdoğan ve Aydın, 1987:374-375).

1.2.3. Özsermaye Kalemleri

Özsermaye kalemleri, sermaye, yedekler, geçmiş yıllara ait kârlar veya zararlar ile dönem kârı, ya da zararından oluşmaktadır.

1.2.3.1. Sermaye

İşletme sahip veya sahiplerinin kendi özel varlıklarından ayırarak işletmeye aktardıkları varlıkların değerini sermaye olarak adlandırabiliriz. Her işletme bir sermaye ile kurulur ve işletmenin kuruluş işlemlerine bağlı olarak bu sermaye ticaret siciline tescil ve ilan edilir. Bu nedenle sermaye işlemleri statiktir ve çok fazla işlem görmez (Tenker, 1999:247).

Sermaye, nominal sermaye, ya da kayıtlı sermaye olarak da ifade edilir ve yönetim kurulunca çıkarılmış sermaye payları toplamından oluşur. Sermayenin ortaklar tarafından ödenmiş olan kısmına ödenmiş sermaye, ortaklarca henüz ödenmemiş olan sermaye taahhütlerine de ödenmemiş sermaye denmektedir. Ödenmemiş sermaye, bilançonun pasif kısmında esas sermaye tutarından bir indirim şeklinde gösterilir (Gücenme, 2000:312).

Sermaye, işletme sahiplerinin belli bir dönem sonunda elde edilen kâr, ya da zarardan bağımsız olarak işletmeye getirdikleri kişisel varlıklarıdır. Bununla birlikte işletme sahipleri, özsermaye grubunda yer alan diğer kalemler üzerinde alacağı kararlarla, ortaklıktan çıkma, yeni ortak alma, ya da sermaye ekleme veya çekme yolu ile sermayeyi arttırıp azaltabilme hakkına sahiptirler.

1.2.3.2. Yedekler

Özsermayenin bir etmeni olan yedekler; sermaye yedekleri ve kâr yedekleri olmak üzere iki bölüme ayrılır.

Sermaye yedekleri, işletmenin hisse senedi ihracından kazandığı primleri, hisse senedi iptal kârları sonucu işletmeye kalan gelirleri ve işletmedeki varlıkların yeniden değerlendirilmesi sonucu oluşan gelirleri kapsamaktadır.

Kâr yedekleri ise, işletme kârlarından gelecekte ortaya çıkabilecek risklere karşı ayrılan kısımdır. Bu yedekler, kanun, ana sözleşme hükümleri, ya da ortaklıkların yetkili organları tarafından alınan kararlar uyarınca, dağıtılmamış, ya da işletmede alıkonulmuş kârlardan oluşmaktadır. Kâr yedekleri; yasal yedekler, statü yedekleri ve olağanüstü yedekler olmak üzere üç gruba ayrılırlar (Akdoğan ve Sevilengül, 550:2007):

- Yasal yedekler, kanun hükümleri uyarınca ayrılan yedeklerdir.
- Statü yedekleri, ana sözleşme hükümleri çerçevesinde ayrılan yedeklerdir.
- Olağanüstü yedekler, sermaye şirketlerinde Genel Kurul tarafından ayrılmasına karar verilen olağan üstü yedek akçeler ile dağıtım dışı kalan kârlardan oluşan yedeklerdir.

Yedekler işletmenin özsermayesini arttırıcı etmenlerdendir.

1.2.3.3. Geçmiş Yıllara Ait Kârlar veya Zararlar

Geçmiş dönemlere ilişkin olarak özsermaye bünyesi içinde izlenen etkenlerinden biri de geçmiş yıllara ait kârlar veya zararlardır. İşletmenin geçmiş dönemlerinde ortaya çıkan ve işletme sahiplerine veya ortaklarına dağıtılmamış kârlardan ilgili yedeklere aktarılmayan kısımlara geçmiş yıllara ait kârlar denir. Geçmiş yıllara ait zararlar ise, geçmiş dönemlerde ortaya çıkan dönem net zararlarının takip edildiği kısımdır (Akdoğan ve Sevilengül, 559-560:2007).

1.2.3.4. Dönem Kârı veya Zararı

İşletme sahip veya sahiplerinin varlıklar üzerindeki hakları öncelikle sermaye olarak koydukları değerden doğar. Özsermayenin bu kısmı işletmeye ortaklarca sağlanan sermaye olarak da adlandırılabilir. Kâr, faaliyetler sonucunda varlıklarda

oluşan artışını ifade eder. Diğer bir ifade ile varlıklardaki bu artış, işletme sahip ve ortaklarına aittir. Dolayısıyla elde edilen bu kârın çekilmeyip işletmede bırakılmasıyla ortakların varlıklar üzerindeki haklarının tutarı büyür. Özsermayenin bu kısmı kazanılmış sermaye veya dağıtılmamış kârlar olarak adlandırılabilir (Cemalcılar ve Önce, 1999:566).

1.3. KÂR PAYI POLİTİKASININ ÖNEMİ

Kâr payı, şirketlerin bir yıllık faaliyet dönemleri sonucunda yasal karşılıklar ayrıldıktan sonra elde ettikleri net dönem kârı üzerinden dağıttıkları ve ortakların şirkette sermayelerinin bulunması karşılığında elde ettikleri doğrudan getiri olarak tanımlanmaktadır.

Bir diğer tanıma göre ise kâr payı, işletmenin potansiyeline dokunmadan bir baksa ifadeyle, işletmenin gelişmesini sağlayacak fonları saklı tutmak koşulu ile pay sahiplerine dağıtılabilecek aktif artış şeklinde tanımlanmaktadır (Karyağdı, 2002:36).

Kârın dağıtımı, ya da dağıtmama kararı, şirketlerin gelişmesi ve güçlenebilmesi bakımından özsermayeyi azaltıcı, ya da arttırıcı etkisi olan, önemli bir karardır. Bununla birlikte, kararın yatırımcılar tarafından algılanışı da göz önünde bulundurarak, şirketin gelişmesini sağlayacak fonları koruyarak belirlenecek uygun bir dağıtım politikası belirlenmesi, şirketin piyasa değerini arttıracaktır.

Diğer yandan, işletmenin her bir faaliyet dönemine ilişkin olarak elde ettiği kârın, işletmenin ortaklarına dağıtılmayan kısmının işletmede bırakılması aynı zamanda işletme finansmanına ilişkin kararları da etkilemektedir. Bir başka ifade ile kârın hangi oranda kâr payı olarak ortaklara dağıtılacağı, hangi oranlarda da işletmede

alıkonulacağı kararı işletmelerin büyüme hızını, piyasa değerini ve ortakların servetini belirleyen önemli kararlardan biridir (Bayazıtlı, 2003:2).

Kâr payı politikası ile ilgili yöneticilerin vermesi gereken üç önemli karar vardır:

1. Kâr dağıtım oranı ne olmalıdır?

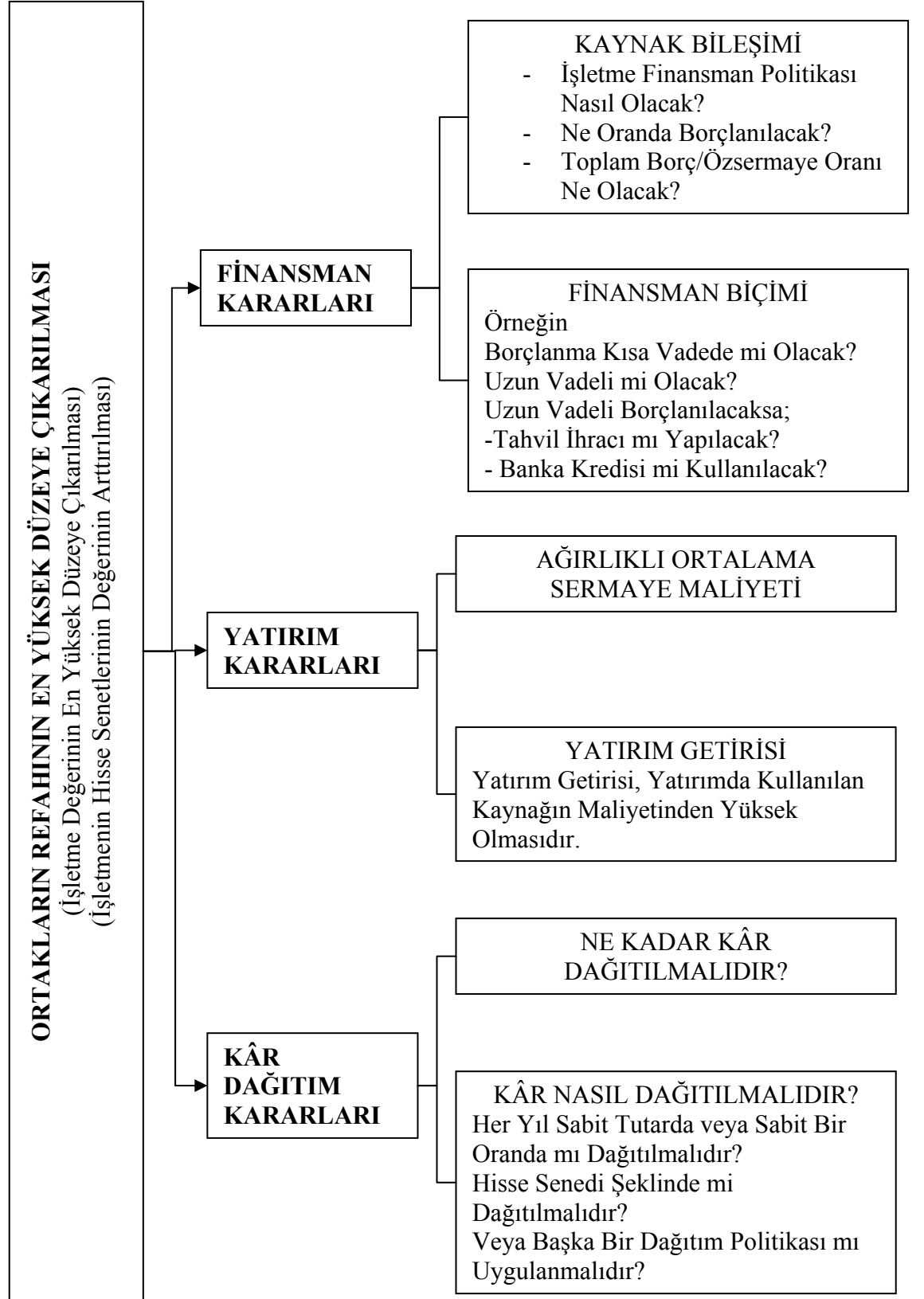
2. Şirket istikrarlı bir şekilde büyüyen bir kâr payı büyüme oranı sağlamaya mı çalışmalı yoksa kâr payı dağıtımları şirketin fon ihtiyacına bağlı olarak yıldan yıla değişmeli midir?

3. Şirket şu anda ne kadar kâr payı dağıtmalıdır?

Bu kararlar yöneticiler tarafından birçok kısıtı göz önünde bulundurularak alınırken asıl amaç ortakların refahını en yüksek düzeye çıkarmaktır.

1.3.1. Kâr Payı Politikasının Şirket Değerine Etkisi

Bir şirketlerin piyasa değeri; finansman, yatırım ve kâr dağıtım kararlarına bağlı olarak değişiklik göstermektedir. Finansal yöneticiler, ortakların refahını en yüksek düzeye çıkarılabilmek için bu üç ana etmeni uygun biçimde bir araya getirmek için bir dizi kararlar almak durumundadırlar. Bu etmenlere ilişkin alınabilecek kararlardan bazıları Şekil 1.2’de gösterilmektedir.



Şekil 1.2: Finansal Yöneticinin Karar Alanları
Kaynak: Sayılğan, 2008:11.

Finansal yöneticinin, ortakların refahını veya servetini en yüksek düzeyde gerçekleştirme amacı; normal koşullarda şirketin hisse senetlerinin piyasa değerinin artırılması ve şirket değerinin artırılması amacı ile aynı anlama gelmektedir (Sayılğan, 2008:10). Bu amaç doğrultusunda alınacak bu üç temel kararın sonuçları ortakların refahını, başka bir ifade ile şirketin değerini artırmada etkili olmalıdır.

Kâr dağıtım kararının şirket değerine olan etkisi literatürde farklı yaklaşımlar ile açıklanmaktadır. Bu yaklaşımlardan dört tanesi aşağıda belirtilmiştir:

- Kâr dağıtımının şirket değeri üzerinde herhangi bir etkisinin olmadığı görüşü (Kâr Payı İlişkisizlik Kuramı-Dividend Irrelevance Theory)
- Kâr payı dağıtmanın, şirket değerini arttıracak görüşü (Eldeki Kuş Kuramı-Bird in the Hand Theory),
- Kâr payı dağıtmamanın, şirket değerini arttıracak görüşü (Vergi Tercihleri Kuramı-Tax Preference Theory),
- Diğer görüşler

1.3.1.1. Kâr Payı İlişkisizlik Kuramı

Bu görüş ilk olarak 1961’de Franco Modigliani ve Merton Miller tarafından ileri sürülmüştür. Bir işletmenin sağlayacağı değer kâra bağlı olduğunu savunan bu görüşe göre, kâr dağıtım politikasının sermaye maliyeti ve işletme değeri üzerinde bir etkisi yoktur. Kârın ortaklara dağıtılması veya dağıtılmayarak otofinansmanda kullanılması tercihi sermaye maliyeti ve işletme değeri bakımından farklı sonuçlar doğurmaz. Nakde gereksinimi olan ortak kâr payını alır ve gereksinimi için kullanır. Nakde gereksinimi olmayan ortak ise, kâr payını yeni hisse senetleri satın almak için kullanır (Sayılğan, 2008:347).

Modigliani ve Miller, net bugünkü değeri pozitif olan tüm projelerin şirketin kâr payı politikası göz önüne alınmadan finanse edilebileceğinden dolayı, şirket yatırımlarının sabit olduğunu varsaymışlardır. Sonuç olarak, şirketin gelecekteki serbest nakit akışı finansal politikalarından bağımsızdır, dolayısıyla kâr payı şirketin arta kalan serbest nakit akışları içerisinde (Aivazian vd., 2003:102). Şirkette arta kalan serbest bir nakit akışı yoksa, dağıtılacak kâr payı miktarı kadar finansman açığı ortaya çıkacaktır. Şirket bu açığı kapatabilmek için başka bir kaynaktan borç kullanacak, bu da şirket değerini kâr payı dağıtılmadan önceki durumuna getirecektir.

Modigliani ve Miller'nin bu kuramı üç temel varsayım altında geçerlidir (Modigliani ve Miller, 1961:412):

“Mükemmel Sermaye Piyasalarında” menkul kıymet alıcı ve satıcılarının hiç birisi işlemleriyle fiyatların belirlenmesinde yeterince önemli bir etkiye sahip değildir. Tüm işlem yapanlar fiyatların belirlenmesi ve hisse senetlerinin ilgili diğer tüm özellikleri hakkında bilgiye eşit şekilde ve maliyetsiz olarak ulaşabilirler. Menkul kıymetler satın alındığında, satıldığında veya ihraç edildiğinde, transfer vergisi veya diğer işlem maliyetleri söz konusu değildir. Dağıtılmış ve dağıtılmamış kârlar arasında, ya da kâr payı ve sermaye kazançları arasında vergilendirme açısından farklılık yoktur.

“Rasyonel Davranış”, yatırımcıların daha az refah yerine daima daha fazla refahı tercih edecekleri ilkesine dayanır. Başka bir ifade ile, yatırımcının refahındaki artışın nakit kâr payı dağıtımı veya hisse senedinin piyasa değerindeki artış yoluyla olması yatırımcı açısından bir fark yaratmayacaktır. Sonuç itibarıyla, bir yatırımcı için temel olan daha fazla refahtır.

“Tam Belirlilik”, her işletmenin gelecekteki yatırım programları ve gelecekteki kârları hakkında her bir yatırımcının tam güvenini ifade eder. Bu güven nedeniyle, analizin bu aşamasında fonların kaynakları olarak hisse senedi ve tahvil arasında ayırım yapma gereksinimi yoktur.

Bu üç temel varsayımın geçerli olduğu mükemmel piyasalarda kâr payı politikalarının ilişkisizliği, yatırımcıların elde ettikleri getirinin toplamı ile ilgilendikleri gerçeği ile örtüşür. Örneğin, bir yatırımcının elinde 100 birimlik bir X şirketi hisse senedi olduğunu kabul edersek; X şirketi 4 birimlik kâr payı dağıttığında, yatırım miktarında bir değişiklik olmazsa, yatırımcının elinde 96 birim değerinde hisse senedi kalmış olur. Yatırımcı dilerse, bu 4 birimle herhangi bir maliyete katlanmadan, aynı senedi almak suretiyle yatırımını eski değerine getirebilir. Mükemmel piyasalarda yatırımcı tarafından maliyetsiz olarak yapılan bu işlem, kâr payı politikalarının şirket değeri üzerinde etkisiz olduğunu göstermektedir (Moshe, 1987:342).

1.3.1.2. Eldeki Kuş Kuramı

Modigliani ve Miller’nin kâr payı politikasının şirket değeri üzerinde herhangi bir etkisinin olmadığını ileri süren kuramlarına karşın bu politikanın şirket değeri üzerinde etkili olduğunu savunanlar da vardır. Myron Gordon ve John Lintner kâr payı politikalarının şirket değeri üzerinde olumlu bir etkisinin olduğunu ileri sürmektedirler. Yazarlar özellikle belirsizlik koşullarının geçerli olduğu piyasalarda bunun daha etkili biçimde hissedildiğini öne sürerler. Bu görüşe göre yatırımcılar, dağıtılmamış kârlardan doğacak olan sermaye kazançlarını kâr payı dağıtımlarına göre daha belirsiz olarak algılamaktadırlar (Gönenli, 1988:394). Bu sebeple

yatırımcılar, kâr payı dağıtımını arttıkça sermaye maliyetinin düşeceğini ve şirket değerinin artacağını varsayarlar.

Gordon ve Lintner'e göre yatırımcılar, kâr payından gelecek 1 birimlik kazancı, sermaye kazancından gelecek olan aynı miktara tercih ederler. Diğer bir ifade ile yazarlar, “eldeki” 1 birimin, gelecek 1 birimden daha değerli olacağını savunmaktadırlar. Riskten kaçınan pay sahipleri, cari kâr paylarını gelecekteki ilave yatırımlardan –ki bu yatırımların dağıtılmayan kârlardan finanse edildiği düşünülmektedir– elde edecekleri gelirlere her zaman tercih edeceklerdir.

M. Gordon'un “eldeki bir kuş daldaki iki kuştan iyidir” şeklinde nitelendirilen modeline göre, ortaklar açısından, kârların şirket bünyesinde bırakılması, fiilen alınan kâr payına kıyasla daha risklidir. Ortaklar, diğer koşullar sabit kalmak üzere, kâr dağıtım oranları daha düşük olan şirketlerin hisse senetlerini yüksek iskonto oranıyla, buna karşılık kâr payı dağıtım oranı yüksek olan şirketlerin hisse senetlerini daha düşük iskonto oranı ile kapitalize edeceklerdir. Şirketlerin kâr dağıtım politikası, iskonto oranını etkileyecektir (Akgüç, 1998:780-781).

Temel olarak eldeki kuş kuramı, yatırımcının kârdan az miktar da dahi olsa, bugün pay almayı, gelecekte daha fazla alma ümidine tercih edeceği düşüncesinden kaynaklanmaktadır. Modelin belirli varsayımları şunlardır:

- Dış finansman olanağı yoktur. Büyüme için gerekli yatırımlar tamamen dağıtılmayan kârlarla finanse edilirler,
- Şirket yatırımlarının kârlılığı sabittir,
- Kâr paylarını iskonto etmede kullanılacak iskonto oranı sabittir,
- Şirket kârından dağıtılmayıp, alıkonan kısım daima sabittir, değişmez,

- Şirket ve şirket kazançları devamlıdır,
- Kâr ve kâr payları büyüme oranı sabittir.

1.3.1.3. Vergi Tercihleri Kuramı

Modigliani-Miller ve Gordon-Lintner varsayımlarını ileri sürerken vergileri dikkate almamışlardır. Oysa vergiler, yatırımcıların alacağı kararlarda önemli bir değişkendir. Bir çok ülkede vergi yasaları, hissedarların aldıkları nakit şeklindeki kâr paylarından gelir vergisi ödemelerini öngörür. Nakit olarak kâr payı dağıtan şirketlerde ortaklarını bu sebeple vergi yükümlülüğü altına sokmuş olurlar. Bu durumu önlemek amacıyla şirketler, genellikle kâr payı dağıtımlarını hisse senetlerinin geri alınması (share repurchasing) yöntemiyle yerine getirmeye çalışırlar.

Vergi tercihleri kuramına göre, sermaye kazançları kâr paylarından daha düşük oranlarda vergilendirildiği durumlarda ortaklar, daha az vergi ödemek düşüncesiyle sermaye kazancını kâr paylarına tercih ederler. Sermaye kazancı, hisse senetleri satılincaya kadar vergilendirilemeyeceği için, paranın zaman değeri de göz önünde bulundurulduğunda, ortaklar için önemli bir avantaj sağlar (Sayılğan, 2008:349).

Sermaye kazançlarının elde edildikleri zamanda vergilendirilmesi ve bu nedenle yatırımcılar tarafından bu kazancın edinim zamanının, kazançların az olduğu, dolayısıyla vergi yükümlülüğünün düşük olduğu dönemlere getirilmesinin mümkün olması, sermaye kazancını kâr payı kazancının yanında daha güçlü kılmaktadır (Ben-Horim, 1987:343). Bu durumda, kâr payı kazancı ile sermaye kazancı eşit oranda vergilendirilse bile, sermaye kazancı daha düşük vergilendirilebilmektedir. Bu nedenle de yatırımcıların vergi tercihleri kuramına göre sermaye kazancını tercih ettikleri varsayılmaktadır.

1.3.1.4. Diğer Görüşler

Kâr payı politikalarının şirket değeri üzerinde olumlu, ya da olumsuz etkileri olduğuna dair finans kuramındaki temel görüşlerin yanı sıra diğer görüşler başlığı altında, müşteri etkisi, sinyal etkisi ve artık değer gibi görüşler de bulunmaktadır.

1.3.1.4.1. Müşteri Etkisi

Miller ve Modigliani ilişkisizlik kuramını üç temel varsayım üzerine oluşturmuşlardır. İktisatçıların çoğu, mükemmel sermaye piyasalarında Miller ve Modigliani'nin sonuçlarının doğru olduğunu kabul eder. Bununla birlikte hiç kimse, Miller ve Modigliani'nin modelinin gerçek denenen dünyanın tam bir tanımlaması olduğunu ileri süremez. Dolayısıyla, kâr payı politikasının etkisi, sonunda, eksiklikler ve mükemmel piyasanın olmayışı konusundaki tartışmalara indirgenir (Braley, 1997:450).

Kâr dağıtım politikalarının şirket değeri üzerinde etkisi hesaplamaya çalışılırken göz ardı edilen bir diğer etmen de ortakların tutumlarıdır. Fisher Black ve Myron S. Sholes bu konuya ilişkin görüşlerini “Müşteri Etkisi” (Clientile Effect) olarak adlandırarak açıklamaya çalışmışlardır.

Bu görüşe göre, yatırımcıların bazıları yüksek kâr payı ödeyen şirketleri, bazıları ise düşük kâr payı ödeyen şirketleri tercih etmektedir. Bu konuda yatırımcıların, deneyimleri ve beklentileri etkili olmaktadır. İşte bu yatırımcıların oluşturduğu “müşteri grupları” şirketlerin belirledikleri kâr payı politikalarına farklı tepkiler verirler. Örneğin, yüksek kâr payı almak isteyen yatırımcılar bu politikayı benimsemiş bir şirketin hisse senedini satın almayı tercih ederken aksini düşünen başka bir ifade ile risk seven yatırımcılar, daha düşük kâr payı dağıtan fakat yüksek

sermaye kazancı beklentisi içinde oldukları şirketlerin hisse senetlerini satın alacaklardır.

Müşteri etkisi sadece deneyim ve beklentiler ile oluşmamaktadır. Yatırımcının içinde bulunduğu kişisel vergi dilimi ve alım satım işlem masrafları da yatırım kararlarında etkili olmaktadır. Yüksek vergi dilimindeki yatırımcılar, düşük kâr payı ödeyen hisse senetlerini tercih ederken, düşük vergi dilimindeki yatırımcılarsa, yüksek kâr payı ödeyen hisse senetlerini tercih edeceklerdir (Alıcı, 1998:277).

1.3.1.4.2. Sinyal Etkisi

Sinyal etkisine göre, şirketlerin, gelecekte düzenli ve yüksek net kâr artışı öngörmedikleri sürece, kâr payı dağıtımlarında bir artışa gitmedikleri, ya da gelecekteki kârlarında kesin bir azalma öngörmedikçe kâr paylarını azaltmayacakları varsayılır. Modigliani ve Miller'de buradan yola çıkarak, kâr payı dağıtımındaki bir değişikliğin yatırımcılar tarafından, yönetimin gelecek beklentileri ile ilgili pozitif veya negatif bir sinyal olarak değerlendirdiklerini ileri sürmüştür. Diğer bir ifade ile kâr payı dağıtımına ilişkin kararlar, yatırımcılar açısından işletmenin geleceğine yönelik bir sinyaldir.

Mükemmel olmayan piyasalarda şirketlerin mevcut finansal yapılarına ilişkin olarak, yatırımcılar ile şirket yöneticileri arasında asimetrik bilgi dağılımı söz konusudur. Asimetrik bilgi, iki tarafın aynı konu hakkında farklı bilgilere sahip olması demektir. Bir şirket hakkında her yatırımcının aynı bilgiye sahip olması mümkün değildir. Bu farklılık, bilgi kaynaklarının çeşitliliğinden ve bilgiyi elde etmenin bir maliyetinin olmasından kaynaklanmaktadır (Kolb, 1996:274). Bu nedenle, yatırımcılar tarafından şirketlerin dağıttığı kâr payları, cari dönem ve

gelecekteki kazançlara ilişkin güvenilir bilgi kaynakları olarak kabul edilmektedir. Şirket tarafından yapılan yüksek tutardaki kâr payı dağıtımı yatırımcılar için yüksek tutarda elde edilen ve gelecekte de elde edilecek olan getirinin göstergesi olarak kabul edilir. Bu sebeple, hisse senedi fiyatında bir artış meydana geleceği öne sürülmektedir (Korgun, 1999:13).

Miller ve Modigliani, gerçek dünyada kâr payı dağıtım oranındaki bir değişimin piyasa fiyatlarında da bir değişime yol açacağı ve bunun bilgisel bir içeriğin yansımaları olarak kabul edildiğini ileri sürmektedir. Bu, bir şirketin yatırımcılarının, kâr payı dağıtımlarındaki değişimi, yönetimin şirket için tahmini kârlarında olumlu bir değişiklik olarak yorumladığını ve “hedeflenen ödeme oranı” olarak adlandırılan, uzun dönemde oluşturulan kâr payı politikalarındaki değişime etki ettiğini düşüncelerinden kaynaklanmaktadır. Elbette bilgisel içeriği önceden bilen yönetim, yatırımcıları aldatmaya yönelik olarak da bu sinyali bilinçli bir şekilde kullanabilir. Sinyal etkisi olarak adlandırılan kuramda, bu tür asimetrik bilgilerin, bazı durumlarda hisse senedi fiyatını manipüle etmek için kullanılabileceği gerçeğini yatırımcılara hatırlatmak gerekir (Miller ve Modigliani, 1961:225).

Sinyal etkisini kısaca aşağıdaki iki madde ile özetleyebiliriz:

- Eğer bir şirket kâr payını önceki yıllara göre arttırsa veya ilk defa dağıtırsa, bu yatırımcılar tarafından olumlu bir gösterge olarak kabul edilir ve şirketin değeri artar.
- Eğer bir şirket kâr payını önceki yıllara göre azaltırsa veya hiç dağıtmazsa, bu yatırımcılar tarafından olumsuz bir gösterge olarak kabul edilir ve şirketin değeri düşer.

1.3.1.4.3. Artık Kârın Dağıtılması

Kâr dağıtım kararı verilirken, ortakların alternatif yatırım seçeneklerinin getirileri göz önünde bulundurulmalıdır. Dağıtılmayan kârların maliyeti, alternatif bir maliyettir. Bu nedenle, şirketin gerçekleştirebileceği yatırım seçeneklerinin getirisi ile ortakların alternatif yatırım seçeneklerinin getirileri karşılaştırılmalıdır. Ortakların alternatif yatırım seçeneklerinin getirisinden daha büyük veya eşit getiri sağlayacak olan şirket yatırımlarının finansmanı için yetecek tutardaki kâr dağıtılmamalı, artan kısım ortaklara dağıtılmalıdır. Getirilerin karşılaştırılması durumunda; daha yüksek veya daha düşük getirilerin; eşit risk düzeyinde daha yüksek veya daha düşük olup olmadıkları da göz önünde bulundurulmalıdır (Sayılğan, 2008:352).

Bir şirketin finansmanında iç kaynak ile dış kaynakların kullanılmasının maliyette yarattığı farklılıklar, finansman yönteminin belirlenmesinde de etkin olmaktadır. Dış finansman yönteminin maliyetinin, iç finansman yönteminden daha fazla olması, yöneticilerin iç finansman yöntemini tercih etmesine sebep olmaktadır. Bu nedenle de, artık kârın dağıtılması kuramının savunucuları, yatırımların finansmanının iç kaynaklardan sağlandıktan sonra kalan tutarın kâr payı olarak dağıtılmasını öngörmektedir.

Artık kârın dağıtılması görüşüne göre;

- Gelecekteki yatırımların finansmanında optimum borç oranı oluşturulmalı,
- Yatırımın nakit akışlarının net bugünkü değeri pozitif ise kabul edilmeli,
- Öncelikle iç kaynakları kullanarak yeni yatırımlar finanse edilmeli, ancak bu kaynaklar yeterli olmazsa yeni pay ihracı yapılmalı,

- Yatırımların finansmanı sonrasında şirketin halen fazla olan bir kaynağı kalıyor ise, bu kaynak kâr payı olarak dağıtılmalıdır (Keown, 1996:588-589).

Bu prosedür sonucunda, kâr payı dağıtımları, şirketlerin yatırım olanaklarından, sermaye yapılarından ve iç kaynaklarının büyüklüğünden etkilenmektedir. Bu yaklaşıma yöneltilen temel eleştiri, yukarıda yer alan etmenler nedeni ile kâr payı dağıtımlarının her dönemde değişebilecek olmasıdır. Oysa yatırımcılar açısından düzenli tutarlarda elde edilen kâr payı gelirleri önem taşımaktadır. Söz konusu yaklaşımın benimsenmesi sonucunda kâr payı dağıtım oranı istikrarsız olan şirketlerin değeri, istikrarlı olan şirketlerin değerinden daha düşük olacaktır (Korgun, 1999:16).

1.3.2. Kâr Payı Dağıtım Politikasını Belirleyen Etmenler

Kâr dağıtımına ilişkin oluşturulacak politikalar, şirketlerin büyüme hızını, piyasa değerini ve ortaklarının servetini belirleyen temel kararlar olarak kabul edilmektedir (Karyağdı, 2002:60).

Kâr dağıtım politikası, yöneticiler için bazen bir yatırım kararı bazen de bir finansman kararının alınmasında belirleyicidir. İşletmenin kaynak sağlama yeteneği dış finansmana, ya da otofinansmana yönelerek ortaya konulacaktır. Dış finansman yolunu tercih eden bir işletme kârını, işletmede bırakmayarak ortaklarına dağıtacak ve dışarıdan kaynak bulma yoluna gidecektir. Kârını dağıtmayarak otofinansmanı tercih eden bir işletme ise dışarıdan kaynak bulmak yerine kârını sermayesine ilave ederek yatırımlarını gerçekleştirecektir. Bu iki alternatif arasındaki tercihi etkileyen çeşitli etmenler vardır. Aşağıda yer alan etmenler işletmelerin oluşturacakları kâr dağıtım politikasını belirlemektedir.

1.3.2.1. Şirketin Nakit veya Likidite Durumu

Bir şirketin elde etmiş olduğu kâr, bir kaynak olarak, şirketin faaliyetlerini yürütmesi için gerekli aktif değerlerin elde edilmesinde kullanılmış olabilir. Bu nedenle şirketin bilançosunda dönem kârı ve/veya dağıtılmamış kârlar görüldüğü halde şirketin nakit durumu kâr dağıtımına elverişli bulunmayabilir. (Akgüç, 1998:784) Nakit şeklinde kâr payı dağıtabilmek ancak likidite sıkıntısının olmadığı durumlarda geçerli olan bir yöntemdir.

Herhangi bir değer kaybına uğramadan tekrar paraya dönüştürülen bir varlık tam “likit” bir varlıktır. Eğer değerinden daha az bir yüzdesi elde ediliyorsa, o varlık tam likit bir varlık değildir (Bekçioğlu, 1983:23). Bir çok şirket için kâr payı dağıtımında göz önünde bulundurulması gereken temel etmen likiditedir. Elinde ödeme yapmak için yeteri kadar likit varlığı bulunmayan bir şirket nakit olarak kâr payı dağıtımına karar verirse, kendisini likidite sıkıntısına düşürecek ve tam likit olmayan varlıklarını elden çıkarmak suretiyle zarar edecektir.

Şirketin likidite durumu, yatırım ve sermaye yapısı kararları tarafından belirlenir. Yatırım kararları, varlık yapısını ve varlık seviyesindeki artışın doğuracağı fon ihtiyacını belirlerken, sermaye yapısı kararları, ihtiyaç duyulan fonların nereden sağlanacağını gösterir. Bu kararlara göre, belirlenen likidite yapısı, kâr payı politikasının da oluşturulmasında etkili bir rol oynar (Horne, 1992:405).

Hızla büyüyen şirketler, çok kâr etseler dahi, devamlı olarak nakit ihtiyacının baskısı altında kâr payı politikalarını belirlerler. Benzer şekilde yüksek enflasyon dönemlerinde şirketlerin kârları yüksek tutarlarda gerçekleşse dahi, şirket sermayesinin gereksinimleri arttığından, kâr dağıtım oranlarını göreceli olarak düşük

seviyelerde tutmaya çalıştıkları gözlemlenmektedir (Akgüç, 1998:784). Ayrıca, enflasyonun yüksek olduğu dönemlerde şirketlerin kârlılıklarının yüksek görünmesine karşın bu kârın fiktif olması ve şirket sermayesi gereksiniminin artması sonucu kâr dağıtımını kademeli olarak azaltılacaktır (Bayazıtlı, 2003:7).

Anonim şirketler nakit olarak kâr payı dağıtmak yerine, pay senedi vermek suretiyle kâr payı dağıtımını yolunu seçebilirler. Şirketler, yedek akçeleri sermayeye ekleyerek sermayeyi arttırmak suretiyle, hissedarlara bedelsiz pay senedi verebilirler. Bu likidite sorunu olan anonim şirketlerin uyguladıkları alternatif bir çözüm yöntemidir.

1.3.2.2. İşletmenin Borçlanma Yeteneği

Likidite sıkıntısından kaynaklanan olumsuz durum, şirketin borç alma olanaklarının çeşitliliği ile giderilebilir. Eğer şirket, kısa süre içerisinde kolaylıkla ve uygun faiz oranı ile borç bulma imkanına sahipse, kâr payı dağıtımında daha esnek bir politika izleyebilir.

Şirketler sermaye yapılarını oluşturlarken temel olarak iki alternatif ile karşı karşıyadırlar:

- Yeni borç alarak eski borçları ödemek ve
- Faaliyeti sonucu yaratmış olduğu fonları borç ödemede kullanmak.

Yeni borç alarak eski borçları ödemek, daha düşük faizli yeni bir borçlanma yolu bulmakla mümkündür. Bu da şirketin piyasadaki borçlanma olanakları ve kredibilitesi ile mümkündür. Borçlanma olanakları kısıtlı olan şirketler, borcu daha yüksek faizli yeni bir borçlanma ile gidermeye çalışarak bir borç sarmalına girecektir.

İkinci seçeneğin gerçekleşebilmesi ise, ancak şirketin yaratmış olduğu kaynakları (özellikle elde ettiği kârı) borç ödemede kullanarak, borç yükünü hafifletmeyi kâr payı dağıtımına tercih etmesi ile mümkündür (Akgüç, 1998:785). Ağır borç yükü altındaki şirketlerin mevcut borçların ödenmesi süresince kâr dağıtımlarını erteledikleri görülmüştür.

1.3.2.3. Yasal Kurallar

Bir işletmenin yapacağı kâr dağıtımını etkileyen temel etmenlerden biri yasal kurallardır. Yasal düzenlemeler, işletmelerin tercih edebileceği kâr dağıtım şekillerini ve dağıtım oranlarındaki alt ve/veya üst sınırları ve işletmelerin kâr payı politikalarının sınırlarını belirleyebilmektedir (Bayazıtlı, 2003:6).

Türkiye’de, Türk Ticaret Kanunu, Sermaye Piyasası Kanunu ve ilgili diğer mevzuat kâr payının ancak safi kârdan ve bu amaçla ayrılmış yedek akçelerden dağıtılabileceği esasını benimsemiştir. Bir başka anlatımla, cari yılda veya geçmiş yıllarda elde edilen kârlardan dağıtım yapılabilir. Burada üç temel etmen geçerli olmaktadır:

- İşletmenin net kâr durumu,
- Sermayenin kâr dağıtımından olumsuz şekilde etkilenip etkilenmeyeceği,
- Kârı dağıtacak işletmenin borçlarını ödeme gücüne sahip olması,

kâr dağıtım politikasını şekillendirmektedir (Karyağdı, 2002:81).

1.3.2.4. Vergi Yükü Farklılıklarının Kâr Dağıtımına Etkisi

Vergi uygulamaları da yasal kuralların bir benzeridir. Vergi uygulamaları ülkeden ülkeye farklılık gösterebilir. Bu farklılıkların kâr payı politikalarına etkisi

işletme sahip ve yöneticilerinin kâr dağıtıp dağıtmama konusunda alacağı kararlarda etkili olmaktadır.

İşletme yöneticileri bakımından doğabilecek vergi yükü iki noktada ortaya çıkmaktadır:

- İşletmenin nakden kâr dağıtımını yapması halinde hissedarın ödeyeceği vergi yükü.

- Kârın dağıtılmayarak yatırımlara aktarılması ile hisse senetlerinin getirisinin artması ve hisse senedinin satışı sonrası elde edilecek sermaye kazancı üzerindeki vergi yükü.

Bu iki vergi yükünün birbirinden farklılık göstermesi halinde yönetimde yetkili olan hissedarın işletmenin kâr dağıtım politikasını kendi çıkarları doğrultusunda yönlendireceği açıktır. Vergi alacağının temel amacı sermaye kazançları ile diğer vergi etmenlerini eş bir vergi yükü altına almaktır. Ancak, hisse senetlerinin geniş tabana yayıldığı işletmelerde bu etken biraz daha zayıf görülmektedir (Karyağdı, 2002:84).

1.3.2.5. Şirketin Kârlılık Oranı

Şirketin kârlılık oranı, kâr dağıtım politikası üzerinde önemli bir değişkendir. Şirketin kaynak kullanımında sağlayacağı kâr oranı, hissedarlara kâr payı dağıtmanın göreceli çekiciliğini etkiler (Akgüç, 1998:785-786). Yöneticiler, kârı dağıtmayarak yapacakları yatırımların finansmanında kullanması durumunda elde edeceği getiri, ortakların dağıtılan kârı değerlendirerek elde edeceği getiriden daha fazla ise kâr payı dağıtmamayı tercih etmelidir. Böylece şirketin değeri daha fazla artacak ve ortakların refahı sermaye kazancının artması ile daha yüksek düzeye çıkacaktır.

1.3.2.6. Ortaklık Yapısı

Kâr dağıtım politikasını etkileyen bir diğer etmen de ortaklık yapısıdır. Genel olarak halka açık olan ve küçük tasarruf sahiplerinin oy egemenliğine sahip oldukları işletmelerin kâr payı dağıtım oranları diğer ortaklık yapısına sahip işletmelere göre daha yüksektir. Küçük tasarruf sahipleri almış oldukları kâr paylarını ek bir gelir olarak gördükleri için kâr dağıtım konusunda ısrarlıdırlar. Küçük tasarruf sahipleri, oy çokluğuna sahip olmasalar dahi, genel kurulda dolaylı etkileri nedeniyle kâr dağıtım oranının nispeten yüksek olmasını sağlayabilir (Akgüç, 1998:788).

Kapalı aile şirketlerinde ise, kâr payının büyük ölçüde dağıtılmayıp işletmede tutularak yedek akçelere eklenmesi eğilimi kuvvetlidir.

1.3.2.7. Aktiflerin Büyüme Hızı

Hızlı büyüme isteğinde olan işletmeler, kâr dağıtımını sınırlayarak, yatırımların gerektirdiği finans kaynağını işletme içinden sağlamaya çalışırlar. Kârların büyük bölümünü dağıtmak yerine, özkaynağını güçlendirmeyi tercih eden işletme yöneticileri sermaye maliyetini de düşürerek otofinansman sağlar. Bu, hızlı büyümeyi amaçlayan işletmelerin sürdürülebilir bir büyüme sağlayabilmesi için de etkili bir yöntemdir.

Büyümekte olan işletmelerde, yeni varlıkların satın alınması ihtiyacı, fon gereksinimini artırır. Gelecekte nakde olan ihtiyacın artma ihtimali, işletme yöneticilerini kâr payı dağıtmama kararı almaya yöneltir (Ceylan, 2001:226).

1.3.2.8. Kredi Sözleşmesinden Doğan Kısıtlamalar

İşletmenin bazı dönemlerde elde ettiği kârın tamamını kâr payı olarak dağıtmasını engelleyen bir takım kısıtlamalar ortaya çıkabilir. Bu kısıtlamalar

genellikle borç verenleri korumak amacıyla sözleşmelere eklenmiş teminat türündeki hükümlerle ortaya çıkar.

Finansman kurumları, kredi sözleşmelerine konu olan benzer hükümlere sıklıkla başvurur. Burada amaç şirketin kâr dağıtım politikasını etkilemek ve kâr dağıtımını sınırlandırmaktır. Böylelikle kredinin tamamı geri ödeninceye kadar şirketin kâr dağıtımını düşük bir düzeyde tutarak şirketin daha sağlıklı bir finansal yapıya sahip olmasını sağlamaktır (Gitman, 1991:586).

1.3.2.9. Kârların İstikrarlılığı

İşletmelerin elde ettikleri kârlar ne kadar öngörülebilir ve istikrarlı ise, kâr payı dağıtımlarının yapılması da o kadar kolay olmaktadır. Bir işletmenin yapmış olduğu işin niteliği gereği, elde ettiği kârın dönemler itibari ile değişiklik göstermesi, kâr payı dağıtımlarının düzenli yapılamamasına yol açmaktadır. Bu nedenle işletmeler tarafından ihtiyaç duyulan dönemlerde kullanılmak üzere elde edilen kârların bir kısmının işletmenin bünyesinde tutulması, yapmış oldukları işin bir gereğidir (Korgun, 1999:17).

Kârları istikrarlı olan işletmelerin gelecek dönemlerdeki kârlarını tahmin etmek daha kolaydır. Bu sebeple kârları istikrarlı görülen işletmelerde kârların daha yüksek bir oranda dağıtımını söz konusu olabilir (Ceylan, 2001:226).

İstikrarlı kâr payı dağıtmak isteyen işletme yöneticileri yüksek kâr elde edilen dönemlerdeki kâr fazlasını yedek akçe olarak alıkoyar. Yedek akçeler, düşük kâr ile sonlanan dönemlerde istikrarlı kâr dağıtım politikası izleyebilmek amacı ile kullanılabilir. Yöneticiler, işletmelerin piyasa değerlerini korumak ve arttırmak için istikrarlı bir kâr payı dağıtım politikası izlemek isterler. Çünkü yüksek kâr elde

edilen yıllarda yüksek oranda, düşük kâr edilen yıllarda düşük oranda kâr payı dağıtımı, ortaklar, menkul kıymet yatırımcıları ve kredi veren kuruluşlar üzerinde olumsuz etki yaratabilir.

1.3.2.10. Yatırım Fırsatları

İşletmeler yatırım fırsatlarını değerlendirerek büyüme imkanı yaratırlar. Bu gibi durumlar için yatırıma yönlendirilecek kaynak seçimi oldukça önemlidir. Yöneticiler iki alternatif arasından bir tercih yapmak durumundadır. Ya iç kaynaklardan yararlanacak, ya da dışarıdaki kaynakları tercih edecektir. İşletme kârını dağıtmayıp, bünyesinde tutarak yatırımlar için otofinansman kaynağı sağlar. Bu, borçlanma imkanları sınırlı olan işletmeler için etkili bir çözüm yoludur.

Dış kaynaklardan yararlanacak işletmeler ise alacakları kredi faizlerini gider olarak gösterip vergiden düşerek avantaj sağlayabilirler (Braley, 1997:413).

Yatırım fırsatlarını değerlendirirken iç, ya da dış kaynaklardan yararlanılması işletmenin finansal kaldıraç oranları ile yakından ilgilidir. Bu oranlar işletmenin varlıklarının ne kadarının borçla finanse edildiğini gösterir. Burada üç önemli etmen vardır (Okka, 2006:87);

- Fonların borç olarak sağlanmasıyla ortaklar, özsermayeleri az da olsa, şirketi kontrol etmeye devam eder,
- Kredi verenler doğrudan özsermayeye bakarak şirketin ödeyememe riskini görürler,
- Eğer bir şirket borç sermayesiyle yaptığı yatırımlardan kâr elde ediyorsa önce faizlerini öder ve özsermaye getiri oranı yükselir.

Yatırımlarını dış kaynaklardan finanse etmek isteyen bir şirketin finansal kaldıraç oranlarının düşük olması gerekir. Şirketin finansal kaldıraç oranları yükseldikçe kredi verenler borcun ödenememesi riskinin de artacağını düşünürler. Şirketin borç ödeyememe riski, alacağı borcun faiz oranlarını artırır. Böyle bir durumda yatırımın bugünkü değeri pozitif olmazsa işletme, ya iç kaynaklara yönelecek, ya da yatırım yapmaktan vazgeçecektir.

1.3.2.11. Geleceğe Ait Belirsizlikler

Hisse senedi sahiplerinin şirketin finansal gücü konusundaki görüşlerinin belirsizliği, dağıtılan kâr payları ile ortadan kalkabilmektedir. Bu nedenle, sermaye piyasasında yeterince güven duyulmayan şirketler bu imajı ortadan kaldırmak için daha büyük oranda kâr payı dağıtabilirler (Berk, 2000:322).

ABD’de 2001 yılında, Enron Şirketi ile ortaya çıkan muhasebe skandalında şirketin zararları muhasebe hileleri ile maskelenmiştir. Skandalın bir diğer boyutu, şirketin yıllar içerisinde istikrarlı ve artan oranlarda kâr payı dağıtmış olması ve yatırımcılarını geleceğe ait belirsizliklerinin olmadığı konusunda yanlış yönlendirmiş olmasıydı.

1.3.2.12. Ekonomik İstikrar ve Enflasyon Seviyesi

Yüksek enflasyon ve ekonomik istikrarsızlık dönemlerinde şirketler özsermayelerini korumak amacıyla çeşitli işletmecilik yöntemlerini kullanırlar. Her işletmenin faaliyette bulunduğu işkolu, üretilen ve satılan ürün, varlık ve kaynak yapıları ve benzeri farklıdır. Şirketler bu özellikleri dikkate alarak uygulayacakları yöntemlerle ve alacakları önlemlerle ekonomik istikrarsızlıktan ve enflasyonun zararlı etkilerinden belli bir ölçüde korunabilirler (Koç Yalkın ve Gürdal, 2004:23).

Enflasyon, kâr payı dağıtım kararının belirlenmesine doğrudan etki eden önemli etmenlerden birisidir. Çünkü, giderek artan fiyatlar nedeniyle hem şirketin çalışma sermayesi gereksinimi artmakta, hem de amortisman yolu ile sağlanan fonlar ile yenileme yapmak güçleşmektedir (Rao, 1992:465). Bir şirketin varlık yapısını koruyabilmek için kazanç gücünü en azından aynı düzeyde tutması gerekmektedir. Bunun için kullanılacak öncelikli kaynak dağıtılmayan kârlardır. Dağıtım kararı almadan önce enflasyon sebebiyle gelecek dönem için gereksinim duyulabilecek kâr dağıtılmayarak şirkette alıkonulmalıdır.

1.3.2.13. İşkolu Farklılıkları

Büyük ve halka açık şirketlerin faaliyetleri sürekli olarak menkul kıymet yatırımcılarının, analizcilerin ve finansal kurumlardaki uzmanların incelemelerine açıktır. Bu araştırmacılar, standartları saptamak ve şirketlerin gerçek değerini ortaya çıkarabilmek için benzer işkollarında faaliyet gösteren işletmeleri birbiri ile karşılaştırırlar. Bu karşılaştırma sonucunda elde edilen verilere dayanarak kararlar alırlar.

Şirketler, aynı işkolunda faaliyet gösteren rakiplerini gözlem altında tutmak durumundadır. Benzer büyüme oranlarına sahip iki şirketten biri yüksek oranda kâr payı dağıtırken diğeri dağıtmaktan kaçınıyorsa, bu durum olumsuz bir sinyal olarak algılanabilir.

1.3.2.14. İştirak ve Bağlı Kuruluşların Niteliği

Holdingler genellikle farklı işletme bünyesinde yeni yatırımlar, vergi avantajları ve benzeri nedenlerle iştirak ve bağlı kuruluşlarını kâr dağıtımına yöneltebilirler. Vergi yasaları, holding bünyesinde kalan kârlarla, dağıtılan kârları farklı vergi

rejimine tabi tutarak, işletmelerin kâr dağıtım politikalarını etkileyebilir (Karyağdı, 2002:85).

1.3.2.15. İşletme Üzerindeki Kontrol Yetkisini Koruma İsteği

Yönetimde söz sahibi olmak elde bulunan payın büyüklüğü ile doğru orantılıdır. Özellikle küçük işletmelerde bu durum daha belirgin bir sorun olarak öne çıkar. Şirket yönetimi kâr payı dağıtımları nedeniyle meydana gelen hisse senedi ihraçlarından pay alamazsa, işletme üzerindeki kontrol gücü aynı oranda azalacaktır.

Yönetim kontrolü elinde tutmak istiyorsa, yeni hisse senedi satmaya isteksiz bir politika benimser. Böylelikle şirket, aksi durumda tutacağından daha fazla kârı bünyesinde tutma yolunu izleyecektir. Ancak, eğer hissedarlar daha yüksek kâr payı istiyor ve temsil çatışması, olduğundan daha büyük görünüyorsa o zaman kâr payı dağıtım oranı artacaktır (Brigham, 1999:286).

1.3.3. Şirketlerin İzlediği Kâr Dağıtım Politikaları

İşletmelerde kâr dağıtım politikası, hisse senetlerinin piyasa fiyatlarının artması bakımından önemli bir araçtır. İşletmeler kâr payı dağıtımını konusunda farklı politikalar izlemektedirler. Başlıca kâr dağıtım politikaları aşağıdaki gibidir;

- Sabit Tutarda Kâr Payı Dağıtımını (Stable Dividend Policy, Stable Amount Per Share)
- Sabit Oranda Kâr Payı Dağıtımını (Constant Payout Ratio)
- Sabit Tutarda Kâr Payı Dağıtımına İlave Kâr Dağıtımına (Regular Dividend Plus Extras)
- Artan Oranlarda Kâr Payı Dağıtılması (Progressive Dividend Pay Out)

- Artık Kârın Dağıtılması (Residual Dividend Pay Out)

Kâr payı dağıtım politikası işletmenin yapısı açısından önem taşımaktadır. Örneğin yeni kurulmuş işletmeler ilk yıllarda diğer kaynaklardan fon sağlamada zorluklarla karşılaşabildiklerinden kârlarını dağıtmazlar. Gelişmekte olan işletmeler ise yatırıma aktarılan fonlar, dağıtılan kâr paylarından daha yüksek verim getirirse de büyük oranda kâr dağıtımını yapabilir (Ceylan, 2001:228).

1.3.3.1. Sabit Tutarda Kâr Payı Dağıtılması Politikası

Diğer bir ifade şekli de düzenli kâr payı dağıtım politikasıdır. Düzenli kâr payı dağıtım politikasında hisse senedi sahiplerine her yıl aynı tutarda kâr payı dağıtımı yapılmaktadır. Örneğin hisse senedi sahibi, her yıl 100 lira kâr payı alıyorsa, işletme, sabit kâr payı dağıtım politikasını benimsiyor demektir. Bu politikayı uygulayan işletmelerin hisse senetleri, sermaye piyasasında daha istikrarlı bir fiyata sahip olmaktadır.

Bu politikayı benimseyen işletmelerde, elde edilen net kâr değişse bile yapılan kâr payı dağıtımları geçmiş yıllarda olduğu gibi yapılır. İşletme, düşük kâr ettiği dönemlerde, önceki yıllarda elde ettiği yüksek kârlardan biriktirdiği kâr yedeklerini kullanabilir. Bu şirketlerin hisse senetlerini sermaye kazancı yerine daha çok istikrarlı kâr payı dağıtımlarını tercih eden yatırımcılar satın almaktadır.

1.3.3.2. Sabit Oranda Kâr Payı Dağıtım Politikası

Bazı işletmeler kârın sabit bir oranının dağıtılmasını benimseyebilirler. Kârlar her yıl değişkenlik göstereceği için bu politikayı izleyen işletmelerin, kâr payı miktarını zorunlu olarak değiştirecektir. Çok az sayıda işletmede uygulanan bu politikanın şirketin değeri üzerinde olumlu bir etkisi yoktur (Brigham, 1999:281).

1.3.3.3. Sabit Tutarda Kâr Payı Yanında İlave Kâr Payı Dağıtma Politikası

Alternatif kâr payı dağıtım politikası olan bu politikada, sabit tutarda kâr payı yanında ek olarak kâr payı dağıtılmaktadır. Sabit tutarda kâr payı dağıtma politikası, kârlılıkla kâr payı dağıtımını bağımsız hale getirmektedir. Bu sebeple yatırımcıların, işletmelerin hisse senetlerine talebi azalmaktadır. Bunu önlemek için işletmeler, şartlara göre sabit miktarda dağıtılan kâra ilave yaparak kâr payı dağıtımına gitmektedir (Ceylan, 2001:228).

1.3.3.4. Artan Oranlarda Kâr Payı Dağıtılması

Kâr dağıtım politikalarındaki istikrar yatırımcılar tarafından, gelecekte elde edilecek aşırı getirilerin bir işareti olarak kabul edilmektedir. Sinyal etkisi olarak açıklanan bu durum, şirket yöneticilerinin önceki döneme göre kâr payı dağıtımlarını daha yüksek oranda yapabilmesi durumunda daha da güçlenecektir.

Bu politika, özellikle getirilerinin önemli bir kısmını kâr payı olarak elde etmek isteyen yatırımcılar açısından olumlu sonuçlar doğurmaktadır (Sayılğan, 2008:361).

1.3.3.5. Artık Kârın Dağıtılması Politikası

Yatırım finansmanının iç veya dış kaynaklardan sağlamanın çeşitli avantaj ve dezavantajları vardır. Artık kârın dağıtılması politikasını benimseyenler işletmenin yatırım fırsatlarını dış finansman yerine öncelikle daha uygun maliyetli olduğunu düşündükleri iç finansman yolu ile yapılması gerektiğini savunurlar. Bu yolla ortakların refahı kâr dağıtımı ile değil, şirketin kârlı yatırımları aracılığıyla değerinin artması başka bir ifadeyle, sermaye kazancı ile en yüksek düzeyde gerçekleşecektir. Ancak, bu yatırımlar ile gerek duyulan finansman kaynağı kullanıldıktan sonra kalan

kârın ortaklara dağıtılması öngörülür. Ortaklar o dönemki yatırım fırsatlarına göre bir önceki döneme oranla daha az, ya da daha çok kâr payı getirisi elde edebilecektir.

1.3.4. Kâr Payı Dağıtım Şekilleri

Şirketler, kâr payı dağıtım kararlarını yaptıkları olağan genel kurulda belirlemektedir. Kâr payı dağıtım politikasının belirlenmesi ve kârın ne kadarının ortaklara dağıtılacağı ile dağıtılmamış kârların ne kadarının işletme bünyesinde bırakılacağına karar verildikten sonra, kârın ortaklara hangi kaynaklardan dağıtılacağı belirlenir.

Kâr payları, ortaklara değişik yollarla dağıtılabilir. Literatürde geçen belli başlı kâr dağıtım yöntemleri bu kısımda açıklanacaktır. Bu yöntemler aşağıdaki gibi sıralanmaktadır:

- Nakit Olarak Dağıtım (Cash Dividend)
- Pay Senedi Olarak Dağıtım (Stock Dividend)
- Hisse Senedi Geri Satın Alma (Stock Repurchase)
- Seçmeli Kâr Payı Dağıtımı (Stock Options)
- Bono Tipi Kâr Payı (Bond Dividend)
- Ayni Olarak Kâr Payı Dağıtımı (Property Dividend)
- Tasfiyeden Kâr Payı (Liquidating Dividend)
- Avans Kâr Payı (Advance Dividend)
- Kâr Payı Olarak İntifa Senedi Verilmesi (Redeemed Share- Dividend Right Certificate)

Sıralanan dağıtım yöntemlerini açıklamadan önce Sermaye Piyasası Kurulu'nun (SPK) mevzuatına da değinmekte yarar vardır. Bu mevzuata göre hisse senetleri borsada işlem gören anonim ortaklıklar, genel kurullarının alacağı karara bağlı olarak kâr payını;

- Tamamen nakden dağıtma,
- Tamamen hisse senedi olarak dağıtma,
- Belli oranda nakit belli oranda hisse senedi olarak dağıtarak, kalanını ortaklık bünyesinde bırakma,
- Nakit, ya da hisse senedi olarak dağıtmadan, ortaklık bünyesinde bırakma, konusunda serbesttir (SPK Mevzuatı, 2005/23.Bl.-56/3).

Literatürde geçen belli başlı kâr dağıtım yöntemleri ile SPK mevzuatının izin verdiği yöntemler arasında bire bir uyumun söz konusu olmadığı görülmektedir. SPK, bazı kâr dağıtım yöntemlerine izin vermemektedir.

1.3.4.1. Nakit Olarak Dağıtım

Kâr payı dağıtımını denildiğinde genel olarak bu dağıtımın nakden yapıldığı anlaşılmaktadır. Ortaklara kâr payı bedelinin para ile dağıtılması anlamına gelen nakit ile kâr payı dağıtımını alternatifler içinde çok sık başvurulmuş bir dağıtım yöntemidir.

Bu yöntem nakit çıkışını gerekli kıldığı için işletmenin likidite durumu bu yöntemin benimsenip benimsenmemesinde önemli bir etken olarak ortaya çıkmaktadır.

Nakit olarak kâr payı dağıtımı sonucu ortaklık aktiflerinde bir azalma, pay sahiplerinin aktiflerinde bir çoğalma ortaya çıkar. Ortaklar daha önceden ortaklık bünyesinde bulunan aktifler üzerinde hak sahibi olurlar (Bilgin, 1982:20).

Şirket yönetimi yönetim kurulunda, kâr payı dağıtmaya karar verdiğinde, pay başına kâr payı tutarı ve dağıtılacak toplam kâr payı tutarı açıkça belirler. İlan edilmiş nakit kâr payları hissedarlara olan bir borçtur; aynı şekilde, dağıtım kısa süre içinde yapılacağı için de kısa vadeli borçtur (Cemalcılar ve Öncü, 1999:693).

1.3.4.2. Hisse Senedi Olarak Dağıtım

Bu dağıtım yönteminde, sermaye artışlarının tümü veya bir bölümü, mevcut ortaklara bedelsiz hisse senedi olarak verilir. Daha açık bir ifade ile bazı şirketler, dağıtılmamış kârların veya ihtiyari (olağanüstü yedek akçeler dahil) yedek akçelerin bir bölümünü veya tamamını, ortaklara bedelsiz hisse senedi vermek yoluyla sermaye artışında kullanmaktadır (Akgüç 1998:792).

Böyle bir uygulama genellikle ortaklığın gelişme yıllarında başvurulacak ve gerekli sermaye bu yolla sağlanacaktır. Bu sadece muhasebe ve hukuki yönden bir sermaye artırımı olarak kabul edilir. İktisadî bir artış söz konusu değildir. Hisse senedi olarak dağıtım yapıldığında iktisadi anlamda hisse senedi bölünmüş olur. Pay sahiplerine verilen bedelsiz hisse senetleri bir çeşit ikramiye gibi düşünüldüğü için bunlara ikramiye olarak verilen hisse senedi (bonus stock) denilmektedir (Karşlı, 1989:397).

Şirket yöneticileri tarafından kâr payı dağıtımlarının nakit yerine hisse senedi şeklinde yapılmasının çeşitli nedenleri bulunmaktadır.

Kâr payı dağıtımının hisse senedi şeklinde gerçekleştirilmesi, işletmeden fon çıkışı olmadan kâr dağıtımının yapılmasını ve elde edilen kârı şirket bünyesinde tutmak ile dağıtmak arasındaki çelişkiyi ortadan kaldırır (Korgun, 1999:21). Böylelikle işletme, hem yatırımlarını finanse etmek için istediği fonları elde eder, hem de kâr dağıtımını yapmış olur.

Ortaklar kâr paylarını hisse senedi şeklinde aldıklarından, gereksinim duydukları takdirde bu senetleri paraya dönüştürerek, aşamalı da olsa kâr paylarını nakden alma olanaklarını korumuş olurlar (Akgüç, 1998:793).

1.3.4.3. Hisse Senedi Geri Satın Alma

İşletmeler tarafından yapılan nakit kâr payı dağıtımlarının bir alternatifi de, işletmenin kendi senetlerini satın almalarıdır. Bu geri alım sonucunda piyasadaki hisse senedi miktarı azaltılmakta ve işletmenin net kârında meydana gelen artış nedeniyle pay başına elde edilen kâr artmaktadır. Her bir paya düşen kârın artması sonucunda da, senet değerinde bir artış ortaya çıkmaktadır (Bayazıtlı, 2003:14).

Bu uygulama genellikle, borç/özsermaye oranı düşük olduğu için özsermayesini azaltarak, sermaye yapısında önemli değişiklikler yapmak isteyen işletmeler tarafından tercih edilmektedir. Bir başka uygulama gerekçesi de ele geçirme girişimi olabilir. İşletme, kendi senetlerini ortaklarından geri satın almaktadır. Nakit düzeyleri yüksek olan işletmeler için uygun olabileceği gibi, bazı işletmeler bu uygulamayı büyük oranlarda borçlanarak da gerçekleştirebilirler. Borçlanma yoluyla gerçekleştirilen uygulamalarda şirketin borç/özsermaye oranı yükselir. Ortakların kâr payı yerine hisse senetlerini satma yöntemini kabul etmeleri zorunluluğu yoktur. Ancak, kabul edenlere piyasa fiyatından daha yüksek bir fiyat önerilmektedir. Bu

aradaki fark, örtülü bir kâr payı olarak kabul edilir. Satmak istemeyen ortaklar, ellerindeki hisse senetlerinin piyasadaki sayısının azalacağı ve dolayısıyla değerinin artacağı beklentisi ile kâr payı yerine sermaye kazancı elde etmektedirler (Sayılğan, 2008:357).

Hisse senedi sahipleri geri satın alma duyurusunu olumlu bir sinyal olarak görürler. Çünkü, geri satın alma, yönetimin işletme hisselerini düşük değerlendirdiğini ve bu yüzden çağrı yaptığını akla getirir. İşletme yöneticileri geri aldıkları senetleri nakit sıkıntısı durumunda elden çıkaracakları için bu inanış çok da yanlış değildir.

Yönetimler, kârı dağıtmayarak şirket bünyesinde tutmakta istekli değildirler. Bu sebeple yönetimler kâr paylarını dağıtmayı tercih ederler. Kârlı yatırımlar söz konusu olmadıkça biriken geçmiş dönem kârlarını dağıtmamanın alternatif maliyetini karşılamak mümkün değildir. Bu sebeple kârların biriktirilmeyerek dağıtılması yatırımcıların beklentisinin karşılanamayacağı durumlarda gereklidir. Ancak şirketin elinde bulunan fazla nakdin geçici olduğu düşünülüyorsa, yönetim muhafaza edilemeyecek bir nakit kâr payı ilan etmek yerine bir geri satın alma biçiminde dağıtım yapmayı da tercih edebilir (Brigham, 1999:292). Böylelikle, yönetim, hem işletmede biriken kâr miktarını düşürmüş hem de nakde ihtiyaç duyduğunda geri satın aldığı senetleri satarak likidite elde etmiş olacaktır.

1.3.4.4. Seçmeli Kâr Payı Dağıtımı

Bu yöntemle göre kâr payı, nakit veya hisse senedi olarak dağıtılabilir. Hisse senedi sahiplerinin kâr paylarını hangi türde alacaklarını belirleme hakları vardır (Loader, 2003:163).

Kâr dağıtılacağı duyurulduktan sonra belirli bir süre içinde ortaklarca verilecek karar, hisse senetlerinin piyasa değeri ile nakit kâr payı miktarının karşılaştırılması sonucu alınacaktır. Eğer iki alternatiften sağlanacak fayda birbirine eşit, ya da yakınsa alınacak yeni senetlerin saklanması, ya da satılması yerine, yatırımcılar nakit kâr payı alternatifini seçeceklerdir. Nakit kâr payı almakla elde edilecek getirinin, yeni senet alma alternatifinden sağlanacak getiriden daha düşük olması durumunda ise, ortaklar senet olarak kâr paylarını almayı tercih edecek, dolayısıyla şirket ihtiyacı olan nakit fonları bünyesinde tutma imkânını korumuş olacaktır.

1.3.4.5. Bono Tipi Kâr Payı Dağıtımı

İşletmeler nakit kâr payı dağıtımının alternatifi olarak bono tipi kâr payı dağıtımı yöntemini tercih edebilirler. Bono tipi kâr payı dağıtımı, yatırımcılara yapılacak olan kâr payı dağıtımının yeni bir senet şeklinde düzenlenerek ileri bir tarihte ödenmesidir. İşletme yönetimi, kâr paylarını daha sonraki bir tarihte ödeyeceğini yatırımcılarına duyurur (Coyle, 2000:57). Böyle bir duyuru ile ortaklara ödenecek kâr paylarını bir süre erteleme karşılığında daha yüksek bir getiri teklif edilmektedir.

Özellikle işletmelerin nakit sıkıntısı içinde olduğu dönemler de tercih edilen bir yöntemdir. İşletme yönetiminin, gerçekte elde ettiği kârları nakde dönüştürebilmek için, belli bir sürenin geçmesini beklemek zorunda olduğu durumlarda bono tipi kâr payı dağıtımı kullanılabilir. İşletmenin böyle bir nakit sıkıntısı olmadan bu yöntemi tercih etmesi, işletme ortaklarını kâr payı ile ödüllendirmek yerine daha büyük bir maliyetle uzun vadede zarara uğratabilir.

Bono şeklinde verilen kâr payının temel avantajı, şirketin sahip olduğu yatırım fırsatlarını nakdi olarak alıkoyarak, özellikle ekonomik durgunluk dönemlerinde nakit sıkıntısına girmeden kâr payı dağıtım olanağı sağlamasıdır (Lasfer, 1997:238).

1.3.4.6. Ayni Olarak Kâr Payı Dağıtımı

Nakit dışı kâr payı dağıtım yöntemlerinden biri de ayni olarak dağıtımdır. Şirketler bazen hissedarlara ürünlerini kâr payı olarak sunabilirler (Braley, 1997:441). Nakit sıkıntısı içinde olan veya ürünlerini kolay satamayan şirketlerin tercih ettiği bir yöntem gibi görünse de, hissedarları aynı zamanda kendi ürünlerini satan acenteleri olan şirketler de bu yöntemi tercih edebilir.

Bu tür dağıtımın iki temel amacı vardır:

- Eldeki nakdi korumak ve alternatif yatırımlara yönlendirmek,
- Elde bulunan stok fazlasını eritmek.

1.3.4.7. Tasfiyeden Kâr Payı

Bir şirketin tasfiyeye gitmesi, elindeki mevcut varlıkların bir kısmını veya tamamını cari fiyatlarla satması anlamına gelir. Bu satış sonrasında elde edilen gelir, borçlar düştükten sonra hisse senedi sayısına bölünerek ortaklara kâr payı olarak dağıtılabilir.

Hisse değerlendirme yöntemi olarak hesaplanan tasfiye değerinde ise, işletmenin faaliyetlerini durdurup mevcut varlıklarının tamamını satması söz konusudur. Bu durumda elde edilecek gelir ile borçların ödenmesi ve hissedarların eline geçecek nakdin ölçülmesi amaçlanır (Alpan vd., 2000:336).

Tasfiye değerinin (TD) formülü şöyledir (Tevfik ve Tevfik, 1996:185):

$$TD = (\text{Varlıkların Piyasa Değeri} - \text{Toplam Borçlar}) / \text{Hisse Senedi Adedi}$$

Bu ölçümde hisse senedi, değerinden düşük değerlendirilir. Çünkü, çalışan bir işletmenin değeri, tasfiye değerinden fazladır.

1.3.4.8. Avans Kâr Payı

Avans kâr payı, şirketlerin hesap dönemi bitmeden veya bitmiş olsa bile genel kurul tarafından kâr dağıtım kararı alınmadan, ileride her paya karşılık düşecek kâr payına mahsuben yapılan avans niteliğindeki bir ödemedir (Korgun, 1999:20). Literatürde ayrıca “kâr payı avansı”, “kâr payına mahsuben avans”, “cari yılın kârına mahsuben avans mahiyetinde kâr payı” veya “temettü avansı” olarak da adlandırılmaktadır.

Özellikle, enflasyon oranının yüksek olduğu dönemlerde, hisse senedi yatırımları üzerindeki olumsuz etkileri gidermek için şirketlerin kârlarını ortaklarına dağıtmak yerine bedelsiz sermaye artırımını yaparak bünyelerinde tutmaya çalışmalarına sıklıkla rastlanmaktadır. Ayrıca, fiyatlardaki hızlı artışa rağmen, kâr payının hisse senedinin üzerinde yazılı nominal değer üzerinden ödenmesi de kâr payı verimini düşürmektedir. Kâr payının bir de geç ödenmesi yatırımcıların hisse tercihi yaparken kâr payı dağıtımına yeterince önem vermemelerine yol açabilmektedir. Avans kâr payı, yatırımcıların karşı karşıya kaldıkları bu tür problemleri çözebilmesi bakımından tercih edilebilir (Uzay, 2002:122).

1.3.4.9. Kâr Payı Olarak İntifa Senedi Verilmesi

İntifa senedi, şirket genel kurulunun alacağı kararla bazı kimselere şirkete yaptıkları çeşitli hizmetler veya şirketten olan alacakları karşılığı olarak; şirketin kuruluşundan sonra verilen sermaye payını temsil etmeyen hisse senetleridir

(Sayılğan, 2008:69) İntifa senetleri, sermayeye katılma hakkı vermediği için adi hisse senedi sahiplerine tanınan haklardan yoksundur.

Özellikle kuruculara verilen intifa senetleri, esas sermayeye iştirak söz konusu olmadan, sahiplerine net kâra ve tasfiye bakiyesine katılma, ya da yeni çıkarılacak pay senetlerini alma hakkı sağlayan kıymetli evrak niteliğinde belgelerdir. Bu tür senetler, kâr dağıtımının ortaklıkça uygun görülmediği veya nakit, ya da diğer şekillerde bir kâr payı ödemesinin yapılmak istenmediği bazı durumlarda, kârdan pay alacak kimselerin paylarına karşılık olarak verilmektedir (Boztosun, 2006:106).

1.4. ŞİRKET DEĞERİ İLE KÂR PAYI VERİMİ İLİŞKİSİ

Kâr payı dağıtma, ya da dağıtmama kararının şirketin piyasa değeri üzerinde doğrudan bir etkisinin bulunduğu finansman yazınında genel olarak kabul edilmektedir. Bir şirketin piyasa değeri hisse senedi adedi ile hisse senedi fiyatının çarpımı sonucunda elde ediliyorsa bu denklemde kâr payı dağıtım kararının hisse senedi fiyatı üzerindeki etkisinin ortaya konması gerekmektedir.

Kâr payı verimi kavramı temel olarak bu ilişkiyi açıklamaya dönük bir oran olarak kullanılmaktadır. Belli bir dönem aralığında hisse başına düşen nakit kâr payı ile hissenin elde ediliş maliyeti arasındaki yüzdesel ilişki olarak tanımlanan kâr payı verimi şu formül ile hesaplanmaktadır:

$$DY_t = (1/P_{t-x}) \sum_{t-y}^{t-1} DPS_t$$

Burada:

DY_t = t ayındaki kâr payı verimini,

DPS_T = t ayındaki hisse başına düşen kâr payı miktarını,

P_{t-x} = t-x ayında hissenin piyasa fiyatını göstermektedir.

Sonuç olarak kâr payı verimi, bir hisse senedine yapılan yatırımdan belirli bir dönem sonunda elde edilen kâr payı getirisini yüzdesel olarak ortaya koymaktadır. Kullanım amacı, geçmiş verilerden yararlanarak aynı kâr payı politikaları istikrarlı bir biçimde izlenmeye devam ederse yatırımcıların gelecekte elde edebilecekleri getirilere dair bir trend ortaya çıkarmaktır.

Kâr payı verimi ile ilgili yapılmış çalışmalar, uygulamada oranın nasıl hesaplandığı ve Türkiye’deki durumun analizi sonraki bölümlerde ayrıntılı olarak ele alınacaktır.

İKİNCİ BÖLÜM

KÂR PAYI VERİMİ VE TÜRKİYE’DE KÂR PAYI DAĞITIMI

2.1. KÂR PAYI VERİMİNİN HESAPLANMASI

Bir yatırımcının beklentisi, belli bir dönem için oluşturacağı portföyün getirisinin dönem sonunda risksiz faiz oranının üzerinde bir getiri sağlamasıdır. Bir portföy, eğer hisse senedi ve/veya tahvilden oluşuyorsa beklenen getiri oranını hesap etmek için kullanılacak temel formül aşağıdaki gibi olacaktır:

$$r = \frac{Div_1 + (P_1 - P_0)}{P_0} \text{ veya } r = \frac{Div_1}{P_0} + \frac{P_1 - P_0}{P_0}$$

Burada:

r = Beklenen getiriye,

Div_1 = Dönem sonu kâr payını,

P_0 = Menkul kıymetin alış maliyetini,

P_1 = Menkul kıymetin dönem sonu fiyatını,

g = Büyüme oranını

göstermektedir.

Portföyün beklenen getirisinin hesaplanmasında dikkate alınan değişkenlerden biri kâr payıdır. Bu temel denklemden yola çıkarak, formül aşağıdaki gibi yazılabilir (Braley 1997:130):

$$r = \frac{Div_1}{P_0} + g$$

$$r = \text{Kâr Payı Verimi} + \text{Büyüme Oranı}$$

Bu temel denklemden hareketle, yatırımın beklenen getirisi hesaplanırken iki değişkenin dikkate alınması gerekmektedir: kâr payı verimi ve büyüme oranı. Büyüme oranı yukarıda da gösterildiği gibi bir senedin veya tahvilin alım ve satımı sırasında ortaya çıkan sermaye kazancı veya zararıdır. Kâr payı verimi oranı ise yapılan yatırımdan dönem sonunda elde edilecek olan kâr payı miktarının yatırım tutarına bölünmesidir. İkisi de, yüzdesel bir sonuç ortaya koymakta ve bu iki değer toplandığında yatırım sonucu beklenen getiri oranı bulunmaktadır.

Kâr payı verimi, hisse senedinin geçmiş on iki ayda nakit olarak dağıttığı hisse başına kâr payı miktarlarının toplanması ve bu tutarın hisse senedinin on üç ay önceki fiyatına bölünmesi ile elde edilir (Keim: 1985, Gombala ve Liu: 1993, Şen: 1999, Thomas vd:2004).

$$DY_t = (1/P_{t-13}) \sum_{t-13}^{t-1} DPS_t$$

Burada:

DY_t = t ayındaki kâr payı verimini,

DPS_T = t ayındaki hisse başına düşen kâr payı miktarını,

P_{t-13} = t-13 ayında hissenin piyasa fiyatını göstermektedir.

Kâr payı veriminin bu tanımı, yapılan çalışmalarının çoğunda benzer şekilde kullanılmaktadır. Ancak, bazı çalışmalarda, paydada P_{t-13} yerine P_{t-12} veya P_{t-1} kullanıldığına rastlanmaktadır. Bu durum farklı bakış açılarından kaynaklanmaktadır: P_{t-1} kullanımı, İngiltere’de kâr payı verimi kavramından anlaşılan ile birebir örtüşmekle birlikte, Financial Times’ın kâr payı verimi için kullandığı tanıma da

uymaktadır (Naranjo, 1998:2031 ve Thomas, 2000:263). Öte yandan, denklemde paydada P_{t-13} veya P_{t-12} kullanımı ABD araştırmalarına dayanmakta olup, bu tanım gelecekle ilgili getirinin daha iyi ölçülmesi imkânı sağlamaktadır (Blume, 1980). Türkiye’de kâr payı verimi konusunda yapılmış olan çalışmalarda da paydada (P_{t-13}) kullanılmıştır (Şen:1999, Şen ve Sevil:2001). Ancak şunu belirtmek gerekir ki, hem ABD’de hem de İngiltere’de yapılan deneysel araştırmalar, her iki tanımın da (P_{t-12} veya P_{t-13}) benzer sonuçlar verdiğini göstermektedir (Keim, 1985:476 ve Thomas vs.,1998:409). Kâr payı verimi ile ilgili yazılan temel makalelerden birinde paydada P_{t-12} (Thomas, 2000:263) olsa da aynı yazarın daha sonraki yıllarda yaptığı çalışmasında, paydada P_{t-12} yerine P_{t-13} ’ü tercih etmesi (Thomas, 2004:1363), Keim (1985:476) ve Gombala’nın (1993b:141) çalışmalarıyla da uyumludur. Bu çalışmanın kâr payı verimi formülün de, yazarların birçoğunun tercih ettiği gibi, payda P_{t-13} şeklinde kabul edilecektir.

2.2 KÂR PAYI VERİMİ İLE İLGİLİ YAPILAN TEMEL

ÇALIŞMALAR

Kâr payı verimi ile riske göre düzeltilmiş getiri arasındaki ilişkiye dair ilk çalışma Brennan tarafından 1970 yılında yapılmıştır. Çalışmanın bu kısmında 1970 yılındaki bu makaleden başlayarak, günümüze kadar yapılmış başlıca kâr payı verimi makalelerine yer verilecektir.

2.2.1. 1970-1980 Yılları Arasında Yapılan Çalışmalar

Brennan (1970) kâr payı verimi kavramını teorik bir model ile ortaya koymuştur. Makalenin bir ülkede uygulaması ve bulguları yoktur. Brennan’nın

modeli aslında “Sermaye Varlıklarını Fiyatlandırma Modeli” (SVFM)’nin bir uyarlamasıdır (Lease vd, 2000:53).

SVFM, herhangi bir menkul kıymetin beklenen getirisi ve riski arasındaki ilişkiyi ele almaktadır. SVFM’inde, bir menkul kıymetin getirisi ve riski arasındaki ilişkinin doğrusal olduğu, fakat menkul kıymetin getirisi ile ilişkili olan bu riskin yatırıma ilişkin toplam risk olmayıp çeşitlendirme ile giderilemeyen ve toplam riskin bir parçası olan “sistemik risk” olduğu ifade edilmektedir (Rutterford, 1993:261).

SVFM’ye göre, herhangi bir menkul kıymetin beklenen getirisi, hisse senedi piyasasının beklenen getirisinin doğrusal bir fonksiyonu olarak, aşağıdaki gibi formüle edilebilir (Higgins, 1995:315):

$$r_i = r_f + \beta(M_r - r_f)$$

Burada:

r_i ;(i) menkul kıymetinin beklenen getirisini,

r_f ; Risksiz faiz oranını,

M_r ;Pazar portföyünün beklenen getirisini,

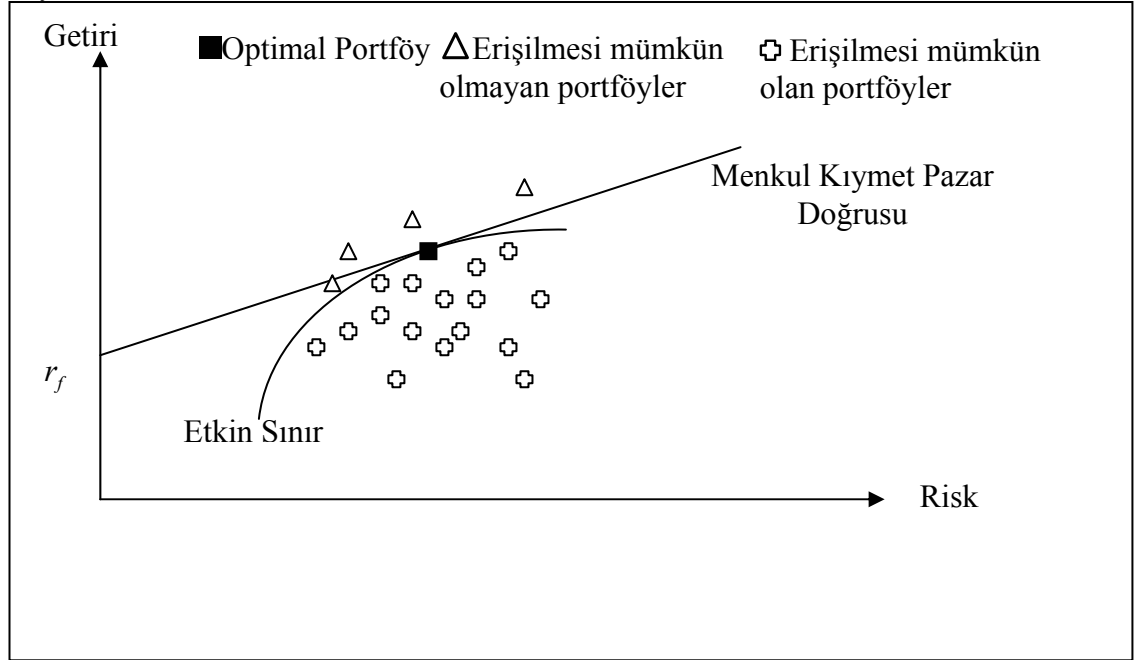
β ; Beta katsayısını,

$(M_r - r_f)$; Pazar portföyünün risk primi’ni göstermektedir.

SVFM adı ile bilinen bu denklem, aynı zamanda, Menkul Kıymet Pazar Doğrusu’nun da denklemidir. Denge durumunda herhangi bir “i” menkul kıymetinin beklenen getirisi, risksiz faiz oranıyla risk priminin toplamına eşittir. Risk primi ise, ilgili menkul kıymetin beta riski ile pazar risk priminin çarpımıdır (Korkmaz ve Ceylan, 2006:534).

Şekil 2.1. Menkul Kıymet Pazar Doğrusu ve Etkin Sınır Çizgisi

Kaynak: Karan, 197:2001; Öcal, 313:2006.



SVFM’de tüm yatırımcıların homojen beklentileri olduğundan, risk-getiri arasında bir denge söz konusudur. Belirli bir risk düzeyinde en yüksek getiriye sahip veya belirli bir getiri seviyesinde en düşük riske sahip portföye etkin portföy adı verilir. Şekilde, optimal portföy, etkin sınır çizgisi ile menkul kıymet pazar doğrusunun kesiştiği noktada ortaya çıkmaktadır. Etkin sınırın altında erişilebilen ancak, etkin olmayan portföyler yer almaktayken, etkin sınır üzerinde erişilmesi mümkün olmayan portföyler yer almaktadır.

Brennan’ın kâr payı verimi modeline esas aldığı SVFM’nin bazı temel varsayımları vardır. Bu varsayımlar aşağıdaki gibi sıralanmıştır (Karan, 2001:195):

- Yatırımcılar portföylerini bir dönemlik beklenen getiriler ve standart sapmalara bakarak değerlendirirler,
- Yatırımcılar daima daha yüksek getiri beklerler. Beklenen getiriler hariç her şeyi aynı olan iki portföyden yüksek beklenen getirili olanı seçerler,

- Yatırımcılar riskten kaçarlar. Standart sapmaları hariç her şeyi aynı olan iki portföyden düşük standart sapmalı olanı seçerler,
- Bireysel varlıklar sonsuz bölünebilir, bir başka ifadeyle eğer yatırımcı çok isterse bir payın küçük bir yüzdesini bile satın alabilir,
- Yatırımcının hem ödünç verebileceği (yatırım yapabileceği) hem de borç alabileceği bir risk oranı vardır,
- Vergiler ve işlem maliyetleri konu dışıdır.

Bu varsayımlara daha sonra aşağıdaki kabuller de eklenmiştir:

- Bütün yatırımcıların aynı ve bir dönemlik yatırım ufukları vardır,
- Risksiz oran bütün yatırımcılar için aynıdır,
- Bilgi, bütün yatırımcılar için serbest ve anında ulaşılabilir niteliktedir,
- Yatırımcıların beklentileri homojendir. Menkul kıymetlerin beklenen getirilerini, standart sapmalarını ve kovaryanslarını anlama yetenekleri aynıdır.

Brennan'ın modeline göre ise, bir hisse senedinin vergi öncesi aşırı getirisi, SVFM'de olduğu gibi sadece sistematik risk ile değil ödenen kâr paylarıyla da ilişkilidir. Vergi öncesi getirinin daha yüksek olması yatırımcılar açısından, kâr payının vergi dezavantajını giderebilmek için bir tazminat, ya da karşılıktır. Modele göre daha yüksek kâr payı verimli senetlerin fiyatı daha düşük olacaktır. Bunun dışındaki diğer etkenler aynı olacaktır (Lease vd. 2000;53).

Brennan'ın modeli aşağıdaki gibidir:

$$E(r_{it} - r_{ft}) = a_1 + a_2\beta_{it} + a_3(d_{it} - r_{ft})$$

Burada:

r_{it} = i hisse senedinin getiri oranını,

t = ilgili zamanı,

β_{it} = t döneminin sistematik riski,

d_{it} = i sendinin t dönemindeki kâr payı verimini

r_{ft} = t zamanındaki risksiz faiz oranını

göstermektedir.

Denklemin sonucuna göre, a_3 'ün pozitif olması, kâr payının vergi dezavantajına bir kanıt olarak yorumlanır. Başka bir ifade ile, yatırımcılar vergi dezavantajını telâfi etmek için yüksek kâr payı ödeyen hisse senetlerinden, yüksek vergi öncesi riske göre düzeltilmiş getiri talep ederler. Bu sayede yatırımcıların elde edecekleri kâr payı gelirleri, ödeyecekleri bireysel vergiler göz önünde bulundurulduğunda daha fazla marjinal fayda sağlayacaktır. Vergi tercihi kuramında da belirtildiği üzere yatırımcıların elde ettiği kâr payı gelirleri üzerinden ödeyecekleri vergi oranının yüksek olduğu durumlarda kâr payı dağıtımları tercih edilmemektedir. Yatırımcılar, kâr dağıtılacaksa hisse senedinin geri satın alınması yöntemini veya kârın dağıtılmayarak yatırıma dönüştürülmesini ve sermaye kazancı ile refahlarını en yüksek seviyeye getirilmesini tercih edebilmektedir. Model, bir şirket yöneticisinin kâr payı dağıtım kararı aldığı anda yatırımcının ihtiyaçlarını da göz önünde bulundurması gerektiğini ileri sürer. Bu sebeple, kâr payı dağıtmak isteyen bir yönetici, yatırımcının hak kaybına uğramadan kâr payı alabilmesi için vergi etkisini de değerlendirerek daha fazla ödeme yapmalıdır. Brennan'ın kâr payları dağıtımında vergi etkisine ve verimliliğe dair bu tespiti, takip eden yıllarda yapılacak bir çok çalışmaya yol göstermiştir.

Brennan modelinin ardından yapılan iki önemli uygulama, Black ve Scholes (1974) ile Litzenberger ve Ramaswamy (1979) tarafından yapılmıştır. Analiz

sonuçlarına bakıldığında, bu uygulamalara ait sonuçların birbiri ile açık biçimde çatışmakta olduğu görülmektedir. Black ve Scholes'un çalışması, kâr payı dağıtımlarıyla, getiri arasında herhangi bir ilişki bulamamıştır. Litzenberger ve Ramaswamy ise, getirilerin pozitif korelasyonla, kâr payı verimi ile ilgili olduğu sonucuna ulaşmışlardır.

Black ve Scholes, hisse senetlerinden portföyler oluşturmuş ve riske göre düzeltilmiş beklenen getirilerle kâr payı verimlerinin ilişkisini test etmişlerdir. Bunu yaparken kâr payı verimini yıllık bazda değerlendirmişlerdir. Kâr payı verimi, önceki yılın ödenmiş toplam kâr payı tutarının, yıl sonu hisse fiyatına bölünmesiyle hesaplanmıştır. Gelecek dönem boyunca yüksek getiri beklentisi ile, kâr payı verimlerinin geniş bir şekilde değerlendirildiği bir hisse senedi sınıflandırması yapmışlardır. Black ve Scholes karmaşık bir metodoloji kullanarak, vergi öncesi riske göre düzeltilmiş getirisi pozitif olan, yüksek kâr payı verimli ve düşük kâr payı verimli senetler arasında bir fark olmadığını tespit etmişlerdir. Aynı zamanda, bu senetlerin, vergi sonrası riske göre düzeltilmiş getirilerinde de bir fark bulamamışlardır. Bu kanıta dayanarak, yatırımcılara portföylerini oluştururken kâr paylarını göz ardı etmelerini önermişlerdir (Black ve Scholes, 1974:21).

Litzenberger ve Ramaswamy (1979), Black ve Scholes'un çalışmasından beş yıl sonra "Sermaye varlıklarının fiyatlanmasında kâr payı ve bireysel vergilerin etkisi" başlıklı bir makale yayınlamışlardır. Brennan modelinin (1970), Litzenberger ve Ramaswamy tarafından gerçekleştirilen testi, Black ve Scholes'un (1974) testinden büyük ölçüde farklıdır. Önceki sınıflamada sadece, nakit kâr payı dağıtımı olan aylarda pozitif bir kâr payı verimi söz konusudur. Böylece, bir hisse senedi yatırımcısı için üç aylık kârını, nakit kâr payı olarak dağıtan bir şirketin kâr payı

ödenen ayda pozitif bir kâr payı verimine sahip olduğu, diğer iki ayda ise sıfır kâr payı verimine sahip olduğu kabul edilmektedir. Litzenberger ve Ramaswamy ise, diğer iki ayda da beklenen kâr payı dağıtımlarının getiri üzerinde etkili olduğunu savunmakta ve bu ayların sıfır kâr payı verimli olarak hesaplanmasını kabul etmemektedirler. Litzenberger ve Ramaswamy'ye göre kâr payı dağıtılacak aya ilişkin beklenti yaratmakta ve hisse senedi fiyatı üzerinde bu beklentinin de etkisi olmaktadır. Dolayısıyla üç aylık bir dönem için, sadece kâr payı dağıtılan ayda değil önceki iki ayda da kâr payı verimi değeri hesaplanmalı, kâr payı verimi sıfır kabul edilmemelidir.

Litzenberger ve Ramaswamy'nin testi örneklem olarak 1936-1977 yılları arasını kapsar ve üç aşamayı içerir (Lease vd. 2000;55);

Birinci aşama: Her bir senedin sistematik riski (ya da betası), her bir ay için piyasa modeli regresyonu¹ kullanılarak ayrı ayrı ölçülmüştür. Her ay için, örneklemdeki senetlerin beklenen kâr payı verimleri ölçülmüştür. Böylece, önceki çalışmalarda sadece yıllık olarak hesaplanan kâr payı verimleri aylık olarak hesaplanmıştır.

İkinci aşama: 1936-1977 arasındaki her bir ay için, ilgili ayın benzer beta ve kısa dönemli beklenen kâr payı verimlerinin değerlendirilmesi hakkında aşırı

¹ Piyasa Modeli regresyonu şöyle hesaplanmaktadır:

$$R_{ij} - R_{fi} = a_{ij} + \beta_{ij}(R_{mj} - R_{fi})\varepsilon_{ij}$$

Burada:

j= t-60,..., t-1, burada R_{mj} , piyasa portföyün j dönemi boyunca getirisini,

R_{ij} , hisse senedi i'nin j dönemi boyunca elde ettiği getiri oranını,

β_{ij} , hisse senedi i'nin j dönemi boyunca hesaplanan beta katsayısını,

R_{fi} , t dönemindeki risksiz faiz oranını,

ve ε_{ij} dönemin hata terimini göstermektedir.

getirili senetlerin (excess stock return) kesitler arası regresyon (cross sectional regression) analizi sonuçlarını içerir.

Üçüncü aşama: Bağımsız değişken katsayılarının istatistiksel olarak önem derecesini hesaplar.

Litzenberger ve Ramaswamy testi, belirgin bir şekilde pozitif bir kâr payı verimi katsayısı ortaya koyar. Bu, kâr payının vergi üzerindeki etkisinin bir sonucu olarak, Brennan'ın modelini doğrulayan bir çalışma olarak açıklanmaktadır.

Black ve Scholes, yaptıkları amprik çalışmada, uzun dönemde riske göre düzeltilmiş vergi öncesi getiriler ile yüksek ve düşük kâr payı verimli hisse senetleri arasında bir ilişki bulamamışlardır. Diğer bir ifade ile yatırımcılar, yüksek verimli senetlerle ilgili olarak aşırı bir uzun dönemli vergi öncesi riske göre düzeltilmiş getiri elde edemezler görüşünü ileri sürmektedirler. Tam tersi olarak, Litzenberger ve Ramaswamy diğer aylara oranla, kâr payı dağıtılmayan aylarda da yüksek bir vergi öncesi riske göre düzeltilmiş getiri sağlandığı sonucuna varmıştır.

2.2.2. 1980-1990 Yılları Arasında Yapılan Çalışmalar

Kâr payı verimi konusunda yapılan temel çalışmalardan biri Marshall E. Blume'a aittir. Blume'un 1980 yılında gerçekleştirdiği çalışmasında, kâr payı verimleri hesaplandıktan sonra çıkan sonuçlara göre yüksek verim oranından düşük verim oranına doğru sıralanan beş portföy oluşturulmuştur. Çalışma, kâr payı verimi temeline göre portföyler oluşturularak verim-getiri ilişkisinin ele alındığı ilk araştırmadır. Blume, New York Menkul Kıymetler Borsası'ndaki hisse senetlerinin getirileri ile kâr payı verimleri arasındaki ilişkiyi üç aylık dönemler halinde ve kesitler arası regresyon yöntemi ile incelemiştir. Örneklem dönemi 1936-1976 olarak belirlenmiş ve çalışmada daha önce özetlenen SVFM'nin temel varsayımları kabul

edilmiştir. Blume, Black ve Scholes'in çalışmasındaki kâr payı verimi ölçümünün yıllık olarak yapılmasının doğru sonuçlar vermeyeceğini ileri sürerek Litzenberger ve Ramaswamy'nin modelini benimsemiştir. Blume'un bu çalışmasında Litzenberger ve Ramaswamy'nin modelinden farklı olarak sıfır kâr payı verimine sahip olan şirketleri de kukla değişken olarak kullanarak denkleme dahil etmiştir. Çalışmanın sonucunda kâr payı verimi ile hisse senedi getirileri arasında istatistiki olarak anlamlı ve doğrusal olmayan bir ilişki tespit edilmiştir (Blume, 1980:567-577).

Miller ve Scholes, Litzenberger ve Ramaswamy'nin 1979 yılında yaptığı çalışmanın sonuçlarını kabul etmediklerini, sonuçların sadece bilgi etkisini yansıttığını, 1982 yılında yayınladıkları bir çalışma ile ileri sürerler. Ayrıca Litzenberger ve Ramaswamy'nin, Brennan'ın modelini bilinçli olarak değiştirdiklerini iddia ederler. Miller ve Scholes'e göre, Litzenberger ve Ramaswamy'nin modeli, kâr payı dağıtım duyurularını göz ardı etmektedir. Duyurular, verileri elde ettikleri Hisse Senedi Fiyatları Araştırma Merkezi tarafından (CRSP-Centre for Research in Security Prices) raporlanmamıştır. Miller ve Scholes'un temel varsayımına göre, önceki döneme göre aynı seviyede veya daha düşük oranda kâr payı dağıtılması, kârlı yatırımların olmadığını ve gelecekte kâr paylarının azalacağını ifade eden, piyasanın kötü haber olarak algıladığı bir ilandır. Kâr payı dağıtım duyurularını göz ardı eden Litzenberger ve Ramaswamy'nin modeli, dağıtım yapılmamış bir ayda kâr payı verimini hesapladığında, negatif aşırı getirinin bu olumsuz sinyalden dolayı ortaya çıkabileceğini göz ardı etmektedir. Bu durum, Litzenberger ve Ramaswamy modelinde kâr payı verimi ile getiri arasında teknik bir pozitif kesitsel ilişki yaratabilir. Başka bir ifade ile, Miller ve Scholes'a

göre ortaya konan kâr payı verimi getiri ilişkisinin açıklaması kâr payı dağıtım ilanlarından kaynaklanan sinyal etkisi olabilir (Lease vd., 200:55-56).

Litzenberger ve Ramaswamy (1982), 1940-1980 yılları arasında New York Menkul Kıymetler Borsası'nda işlem gören şirketlerin kâr payı verimi getiri ilişkisini örneklem dönemini genişleterek yeniden test eder. Litzenberger ve Ramaswamy, sadece geçmiş bilgilere dayanarak ve kısa dönemli beklenen kâr payı verimlerinin alternatif ölçümlerini kullanarak Miller ve Scholes'un eleştirilerine yanıt verir. Bu ölçümler arasında Blume tarafından ilk kez gerçekleştirilen kâr payı verimi temeline göre portföylere ayırma ve kâr payı dağıtmayan sıfır kâr payı verimine sahip olan şirketleri de kukla değişkenlerle denkleme dahil etme de vardır. Yapılan testlerde, farklı düzeylerde kâr payı verimi hesaplanan portföylerin hisse senedi getirileri ile olan ilişkisi ele alınmıştır. Bu testler bir önceki çalışmalarında olduğu gibi, istatistiksel olarak anlamlı ve pozitif bir kâr payı verimi katsayısı ile sonuçlanır (Litzenberger ve Ramaswamy, 1982:439-443).

Keim (1985), 1931-1978 yılları arasında New York Menkul Kıymetler Borsası'nda işlem gören şirketlerin kâr payı verimleri ile getirilerini incelemiştir. Keim, yakın dönemde ve aynı örneklem kümesinde Blume'un tespit ettiği kâr payı verimi getiri ilişkisini dönemsellik ve büyüklük etkisi bakımından da incelemiştir. Bu amaçla örneklem döneminde bulunan Ocak ayları ve şirketin piyasa değeri büyüklüğü bağımsız değişkenler arasına eklenmiştir. Sıfır kâr payı verimine sahip olan şirketlerden oluşan portföy ve şirketlerin piyasa değeri büyüklüğünün ele alınması portföy sayısının beşten otuza çıkmasına sebep olmuştur. Kâr payı verimi değerine göre altı ana portföy oluşturulurken (Sıfır kâr payı verimi, en az, 2.,3.,4. ve en çok kâr payı verimine sahip portföyler), bu portföyler piyasa değeri büyüklüğüne

göre kendi içlerinde beş alt portföye ayrılmıştır. Çalışma sonucunda, uzun dönemli kâr payı verimleri ile kâr payı verimi temeline göre oluşturulmuş portföylerin getirileri arasında doğrusal olmayan bir ilişki tespit edilmiştir. Sonuçlar, kâr payı veriminin getiri üzerinde dönemsel bir etkisinin olduğunu göstermektedir. Bu etki Ocak ayında belirgin olarak ortaya çıkmaktadır. Şirket büyüklüğü ve kâr payı verimi – getiri ilişkisi üzerinde Ocak ayı etkisini test eden çalışma, küçük şirketlerin Ocak ayındaki getirilerinin büyük şirketlerin getirilerinden anlamlı bir düzeyde daha yüksek olduğunu tespit etmiştir. Keim’e göre Ocak ayı gözlemleri göz ardı edildiğinde verim-getiri ilişkisi belirgin biçimde anlamlı olmamaktadır. Ocak ayında belirgin bir ilişki çıkmasının temel nedeni yatırımcıların vergi dönemi sonu olan aralık ayında hisse senetlerini satmaları ve ocak ayında kâr payı verimi yüksek olan hisse senetlerini yeniden satın almaları olarak açıklanmıştır. Burada, varlıkları vergi sonrası fiyatlandırma modeli, formel bir test aracılığı ile yürütülmemesine rağmen pozitif bir verim katsayısı bulunmuş ve belirgin bir Ocak ayı etkisi ortaya konmuştur. Bu kanıt Brennan (1970) ile Litzenberger ve Ramaswamy (1979)’nin basit vergi modelini de desteklemektedir (Keim, 1985:478-487).

2.2.3. 1990-2000 Yılları Arasında Yapılan Çalışmalar

Kalay ve Michaely (1993), aylık olarak hesaplanan kâr payı verimlerini haftalık olarak hesap ederek geliştirilmiş bir Litzenberger ve Ramaswamy testi uygulamışlardır. Çalışmalarını, Miller ve Scholes’un eleştirilerini de göz önünde bulundurarak kâr payı ilanı ve çıkarımlarını içeren haftaları örneklemelerinden çıkarmışlardır. Örneklemin bu şekilde belirlenmesiyle kâr payı ilanının ve çıkarımların hisse senedi getirisi üzerindeki etkileri en aza indirilmeye çalışılmıştır. Sonuç olarak, belirgin bir pozitif kâr payı verimi katsayısı bulmuşlardır. Bu katsayı,

hemen hemen Litzenberger ve Ramaswamy'nin aylık getirileri kullanarak elde ettiği sonuçlara yakındır. Amprik bulgular Miller ve Scholes'un, "pozitif bir kâr payı getiri katsayısı yanlışlığına neden olan bilgilerin sonucudur" ifadesi ile çelişmektedir (Lease vd. 2000;56).

Goetzmann ve Jorion (1993) da kâr payı verimleri ile hisse senetlerinin uzun dönem getirilerinin tahmin edilebilmesi üzerine çalışmalar yapmıştır. Örneklem dönemi 1927-1990 yılları olan, S&P 500 Endekisi'nde gerçekleştirdikleri bu çalışmalarında daha önceki çalışmalarda kullanılmayan, önyükleme (bootstrap) metodolojisi ve ek simulasyonlar kullanmışlardır. Ayrıca daha önceki çalışmalarda sıklıkla kullanılan en küçük kareler yöntemi (EKK) ile genelleştirilmiş momentler metodundan (GMM) da yararlanmışlardır. Sonuç olarak, kâr payı verimlerinin, hisse senedi getirisinin tahmini için kullanılabileceğine ilişkin güçlü bir istatistiksel kanıt bulamamışlardır (Goetzmann ve Jorion; 1993:663). Ancak güçlü olmamakla birlikte uyguladıkları teknikle zayıf düzeyde bir ilişki tespit etmişlerdir.

Gombala ve Liu (1993a), Compustat PDE² veri setinden yararlanarak 1969-1984 yılları arası için yapmış oldukları çalışmada, boğa ve ayı piyasalarında (bull and bear markets) kâr payı verimi- getiri ilişkisindeki süreklilik arz eden değişimleri incelemektedir. Bu değişimler, Ocak ayı etkisi, şirket büyüklüğü ve sistematik risk olarak belirlenmiştir. Gombala ve Liu Ocak ayı için, Keim'in çalışmasındaki sonuçları destekler nitelikte istatistiki olarak anlamlı bir ilişki bulmuştur. Ancak Keim'in aksine, büyüklüğün kâr payı verimi üzerinde etkisinin son derece zayıf olduğunu ileri sürmüşlerdir. Çalışma sonucunda, kâr payı veriminin, ayı piyasalarında getiriyle pozitif yönlü bir ilişkiye, boğa piyasalarında ise negatif yönlü

² Faaliyette olan ve olmayan toplam 1.500 ABD ve Kanada şirketinden oluşan S&P'nin hazırladığı veri seti.

bir ilişkiye sahip olduğu tespit edilmiştir. Başka bir ifade ile ayı piyasalarında yüksek kâr payı verimine sahip olan şirketlerin aşırı getiri elde ettikleri gözlemlenirken, boğa piyasalarında bu ilişki tam ters yönde gerçekleşmektedir. Kâr payı verimi ve hisse senedi getirisi arasındaki zamana göre değişen (time-varying) bu ilişki, daha önceki çalışmalarda ortaya çıkan çelişkili sonuçları da açıklamaya yardımcı olmaktadır. Çalışmanın önemli sonuçlarından biri de; yüksek kâr payı verimine sahip hisse senetlerinin ayı piyasalarındaki performansının, sabit katsayılı (constant-coefficient) bir piyasa modeli ile daha iyi tahmin edilebileceğinin ortaya konulmasıdır. Bu sonuç, yüksek kâr payı verimine sahip hisse senetlerinin borsadaki düşüslere, düşük kâr payı verimine sahip olanlardan daha dayanıklı oldukları tezini desteklemektedir (Gombala ve Liu, 1993a: 303, 324,325).

Gombala ve Liu'nun (1993b) bir diğer makalesi, kâr payı verimi-getiri arasında bir ilişki araştıran geçmiş dönem çalışmalarının, uzun dönemli kâr payı istikrarını göz ardı etmeleri üzerinedir. Kısa dönemli kâr payı verimlerine yoğunlaşan çalışmaların aksine makale uzun dönemli hisse senedi getirilerinin gerçekte homojen olmadığını, fakat yüksek getiri ve istikrarlı kâr payı verimi sağlayan hisse senetlerinin, sadece yüksek getiri sağlayanlardan farklı olduklarını ortaya koymaktadır. Bu farklılık şirket büyüklüğü göz önüne alındığında bile ortaya çıkmakta, yüksek getiri ve istikrarlı kâr payı dağıtan hisse senetleri için ayırt edici risk tanımlamasını akla getirmektedir. Çalışma örneklem olarak S&P 500 endeksindeki 1.080 şirketin, 1969 ile 1984 yılları arasındaki verilerini incelemiştir (Gombala ve Liu, 1993b:139).

Gombala ve Liu'nin (1993b) bu çalışmasının bir diğer önemli noktası ise, regresyon yöntemiyle, kâr payı istikrarını o güne kadar değerlendiren ilk araştırma

olmasıdır. Yazarlar, kâr payı dağıtım istikrarını hem potansiyel sinyal etkisi hem de düşük ticarî risk göstergesi olarak incelemiş ve yüksek kâr payı getirili ABD hisselerinin, yatırım-getiri beklentisi bakımından homojen bir grup olarak görülmemesi gerektiği sonucuna varmışlardır. Geçmişte göreceli olarak istikrarlı kâr payı dağıtım yapmış yüksek getirili hisse senetlerinin yine yüksek getirili ama düzenli olmayan kâr payı dağıtım politikasına sahip hisselerle oranla farklı kazanç davranışına sahip olduklarını ortaya koymuşlardır (Gombala ve Liu, 1993b:140).

Goetzmann ve Jorion (1995), uzun dönemli hisse senedi getirisini tahmin etmede, kâr payı verimlerinin yeterli olup olmadığını iki yıl sonra bir kez daha araştırmıştır. Ancak bu sefer 1871 yılında başlayan iki yeni veri seti kullanılmıştır. Bunlardan birisi ABD için aylık veriler, diğeri ise İngiltere için yıllık verilerdir. 122 yıllık araştırma dönemini içeren analiz sonucunda, her iki ülke için de, kâr payı verimlerinin, uzun dönemli hisse senedi getirilerini tahmin etmede sadece marjinal bir yeterliliğe sahip olduğu tespit edilmiştir. Ancak, uzun dönemli testlerin yapıldığı analizlerde, hataların ortaya çıkma olasılığının yüksek olduğunu kendileri de kabul etmekte ve vurgulamaktadırlar (Goetzmann ve Jorion, 1995:505).

Kothari ve Shanken'in (1997) çalışmasında, hisse senetlerinin beklenen getirilerinin tahmininde, Defter Değeri/Piyasa Değeri Oranı ile kâr payı verimi oranlarının açıklama gücü zaman serileri analizi yardımı ile karşılaştırılmıştır. Veriler CRSP'den alınmış ve örneklem dönemi olarak 1926-1991 yılları belirlenmiştir. Örneklem dönemi, 1926-1991, 1941-1991, 1963-1991 olmak üzere üç dönemde incelenmiştir. 1926-1991 yılları arasında ele alınan dönemde büyük buhranın³ olumsuz etkilerinden dolayı beklenen getirilerin tahmin edilmesinde defter

³ ABD'de 1929'da başlayıp 1930'ların sonlarına kadar süren ve dünyaya yayılan büyük buhran dönemi.

değeri/piyasa değeri oranının kâr payı verimi oranına göre daha açıklayıcı bir güce sahip olduğu belirlenmiştir. Ancak, büyük buhrandan sonraki 1941-1991 ve 1963-1991 dönemlerinde hisse senetlerinin beklenen getirilerinin tahmininde kâr payı veriminin Defter Değeri/Piyasa Değeri Oranı'na göre, daha açıklayıcı bir güce sahip olduğu ortaya çıkmıştır. Bunun temel nedenlerinden biri büyük buhran döneminde şirketlerin kâr elde edememesi olarak açıklanmıştır (Kothari ve Shanken, 1997:200).

Naranjo'nun (1998) çalışmasında, uzun dönemli kâr payı verimi, cari ve geçmiş dönem olarak iki farklı hesaplama ile incelemiştir. Genel olarak kâr paylarının verimi hesaplanırken, on iki ay öncesine ait hisse senedi fiyatı baz alınırken, bu çalışmada geleneksel yöntemin yanında, daha sağlıklı sonuçlar elde edebilmek için, kâr payları cari dönemdeki hisse senedi fiyatı baz alınarak yeniden hesaplanmıştır. Örneklem, 1963-1994 yılları arasında New York Menkul Kıymetler Borsası'nda işlem gören şirketler olarak belirlenmiştir. Çalışmanın sonucunda, kâr payı verimi büyüklüğü ile uygulanan vergi oranlarının düzeyi arasında bir ilişki olmadığı tespit edilmiştir. Bunun yanında, getiri-kâr payı verimi ilişkisinin varlığı ve bu ilişkinin büyük şirketlere göre küçük şirketler üzerinde daha fazla bir etkiye sahip olduğu ortaya konulmuştur (Naranjo vd., 1998: 2031-2032, 2055).

Thomas vd.'nin (1998) yaptığı çalışmada, vergi temelli bir yaklaşımla kâr payı verimi ve hisse senedi getirisi arasındaki ilişki açıklanmaya çalışılmıştır. Bunun için Londra Menkul Kıymetler Borsası'ndaki şirketlerin 1975-1993 yılları arasındaki verilerinden yararlanılmıştır. Çalışma aynı zamanda, ilk kez Londra Menkul Kıymetler Borsası verileri ile kâr payı dağıtmayan şirketlerin sınıflandırıldığı bir model oluşturması bakımından önemlidir. Yine, bu çalışmada dönemsellik etkisi ele

alınmış ve Ocak, Nisan, Eylül aylarında herhangi bir anomalinin olup olmadığı araştırılmıştır (Thomas, McManus ve Gwilym 1998:406).

Çalışma sonucunda, Ocak ve Nisan ayında, kâr payı verimlerinin getiriler üzerinde pozitif bir etkisinin bulunduğu, Eylül ayında ise, negatif bir ilişkinin varlığı üzerinde durulmuştur. Bu sonuç ile birlikte, yüksek kâr payı verimine sahip olan şirketlerin, riske göre düzeltilmiş getirilerinin yüksek; düşük kâr payı verimine sahip olan şirketlerin ise getirilerinin negatifli değerlerde olduğu tespit edilmiştir. Sıfır kâr payı verimine sahip olan şirketlerde ise, doğrusal olmayan bir ilişki tespit edilmiştir. Ayrıca, şirket büyüklüğü ve piyasa riski ile kâr payı verimi arasında pozitif yönlü bir ilişki olduğu da sonuçlar arasında yer almaktadır. 1998 yılında yapılan bu çalışmada, kâr payı verimi ve getiri ilişkisinde vergi etkisinin bulunmadığı da elde edilen bulgular arasında yer almaktadır (Thomas, McManus ve Gwilym 1998:421). Thomas vd. bu çalışmalarında, Keim'in 1985 yılında kâr payı verimi temelinde yaptığı modeli, İngiltere özelinde uygulamışlardır. Aynı zamanda, bu çalışmanın bir diğer özelliği de, kâr payı verimi konusunda daha sonraki yıllarda yayınlayacakları üç çalışmanın da ilki olmasıdır.

Mehmet Şen'in 1999 yılında hazırladığı doktora tezinde, İMKB'de işlem gören şirketlerin 1990-1997 yıllarına ait aylık kâr payı verimi-getiri ilişkisi incelenmiştir. Keim'in (1985) modelini temel alan çalışmada otuzlu portföyler oluşturularak Jensen Alfası⁴ yardımıyla portföylerin performansları karşılaştırılmıştır.

⁴ Jensen Alfası'nın denklemi:

$$r_p - r_f = \alpha_p + \beta_p (M_r - r_f) + u$$

Burada:

r_p = Portföyün beklenen getirisini,

r_f = Risksiz faiz oranını,

α = Gerçekleşen ve beklenen getiri arasındaki fark, portföyün alfasını,

Çalışma sonucuna göre yüksek kâr payı verimine sahip olan hisse senetlerinden oluşan portföy gruplarının düşük kâr payı verimine sahip hisse senetlerinden oluşturulan portföy gruplarına kıyasla daha yüksek performans sergilediklerini saptanmıştır (Şen, 1999:2).

2.2.4. 2000 Yılı ve Sonraki Dönem Çalışmalar

Thomas vd.'nin 2000 yılında yayınlanan çalışması, Londra Menkul Kıymetler Borsası'nda 1975 ve 1997 yılları arasında işlem gören bütün hisse senetleri kullanılarak yapılmıştır. Çalışmada kâr payı istikrarı, kâr payı verimi ve hisse senedi getirileri arasındaki ilişki incelemektedir. Yazarlar “Dağıtılan kâr payının miktarı ve istikrarı bir şirketin gelecekteki potansiyel durumu hakkında aydınlatıcı bilgi verir” görüşünü (Sinyal Etkisi) savunmuşlardır. Çalışma, kâr payı verimi oranından yararlanarak, kâr payı dağıtımında istikrar ve kâr paylarının getiriler üzerindeki dönemsel etkisi üzerine odaklanmıştır. Çalışmada, sistematik risk (beta) ve istikrarlı kâr payı dağıtan şirketlerin hisse senedi getirileri arasında ters yönde bir ilişki olduğu, sıfır kâr payı verimine sahip hisse senetlerinin Ocak ve Nisan aylarında daha güçlü getirilere sahip olduğu ortaya konulmuştur. Kâr payı verimi hesaplanabilen şirketlerin ise sadece Ocak ayı için anlamlı bir kâr payı verimi-getiri ilişkisinin bulunduğu tespit edilmiştir. Thomas vd.'nin (2000) temel aldığı model, Keim (1985) ve Gombola ve Liu (1993)'un kullandığı deneysel modellere benzemektedir (Thomas vd., 2000:262-278).

β_p = Portföyün betasını,

M_r = Pazar portföyünün getirisini,

u = Hata terimini göstermektedir.

Dempsey (2001), geleneksel vergi tercihi kuramından hareketle, kâr payları üzerinden alınan kişisel vergi oranlarının, sermaye kazançları üzerinden alınan vergi oranından daha az olduğu ülkelerde, yatırımcıların daha yüksek kâr payı verimine sahip olan şirketleri yüksek fiyatlandıracağını iddia eder. Bu nedenle, kârlarının çoğunu sermaye kazançlarına dönüştüren şirketlerle kâr payı dağıtan şirketlerin getirileri karşılaştırıldığında, kâr payı dağıtan şirketlerin getirilerinin daha az olduğu görülür. Dempsey'in bu çalışmasında, Thomas vd.'nin 1998 yılında yayınladığı makaledeki hisse senetlerinin riske göre düzeltilmiş getirileri ile kâr payı verimleri arasındaki ilişki yeniden ele alınmıştır. Thomas vd.'nin çalışmasında, kâr payı verimi ile hisse senedi getirileri arasındaki ilişkide vergi temelli bir etkinin bulunmadığı belirtilirken Dempsey bunun tam aksine, vergi oranlarının kâr payı verimi-getiri ilişkisinde etkili olduğunu savunmaktadır. Dempsey yaptığı ampirik çalışmada, sermaye kazançları üzerinden alınan bireysel vergi oranının kâr payı kazançları üzerinden alınan vergi oranından daha yüksek olması durumunda, şirketlerin kâr payı dağıtma yolunu seçerek, sermaye kazancına daha az önem vereceklerini ileri sürmektedir. Bu durumun aynı zamanda geleneksel vergi hipotezi ile de uyumludur (Dempsey,2001:1682).

Thomas vd.'nin (2004) bir diğer makalesinde, kâr payı dağıtım oranının kâr payı verimi-getiri ilişkisine olan etkisi ortaya koymaya çalışlar, bunun için örneklem dönemi olarak 1958-1997 yılları arasında Londra Hisse Senedi Fiyatları Veritabanı'ndan (London Share Price Database-LSPD) yararlanmışlardır. Dört bölümden oluşan çalışmanın ilk bölümünde, kâr payı dağıtım oranı ile getiri, kâr payı verimi, dönemsellik ve büyüklük ilişkisi açıklanmıştır. İkinci bölümde, kâr payı dağıtmayan şirketlerin getiri, kâr payı verimi ve kâr payı dağıtım oranı arasındaki

ilişki test edilmiştir. Üçüncü bölümde ise, şirket büyüklüğü değişkeni ile ilgili sonuçlar ele alınmıştır. Elde edilen sonuçların, LSPD verilerine dayandırılarak önceki çalışmalardan çok daha anlamlı bulgular ortaya koyduğu ileri sürülmektedir. Son bölümde de, tüm bu bağımsız değişkenlerin birbiri ile olan ilişkisi istatistiksel olarak analiz edilmiştir. Çalışma sonucunda kâr payı ile ilgili yapılan ampirik çalışmalarda bugüne kadar önemsenmeyen kâr payı dağıtım oranının hisse senetlerinin aşırı getirilerini açıklamada önemli bir etkisinin bulunduğu ortaya konmuştur. Ayrıca, kâr payı dağıtmayan şirketlerle ilgili yapılan analizlerde, büyüklüğün getiriler üzerinde etkisinin bulunduğu sonucuna ulaşılmıştır (Thomas vd., 2004:1356:1358).

Thomas vd.'nin kâr payı verimi konusunda gerçekleştirdikleri son çalışma 2005 yılında yayınlanmıştır. Bu çalışmada Londra Menkul Kıymetler Borsası'nın verileri kullanılmış ve örneklem dönemi olarak 1980-2001 tarihleri seçilmiştir. Şirketler borsadaki en büyük ilk 100 şirket, ilk yüzden sonra gelen 250 şirket ve tüm şirketler (350 şirket) olarak üç farklı gruba ayrılmıştır. Kâr payı verimi-getiri ilişkisinde, risk ve işlem maliyetleri (transaction cost) belirlenen dönem içinde dikkate alınmıştır. Bu iki değişken göz önünde bulundurulduğunda yüksek getirili portföylerde fazla getirinin bir çoğunun ortadan kalktığı ve büyük şirketlerden oluşan portföylerin daha iyi performans gösterdiğini saptamıştır (Thomas vd., 2005:69-71).

Jiang ve Lee'nin (2007) çalışmasında, gelecekteki (uzun dönemli) hisse senedi kazançlarını tahmin edebilmek için Eş-anlı Log-lineer (Loglinear Cointegration) bir denklem modeli oluşturmuştur. Bu yöntemle hem defter değeri/piyasa değeri hem de kâr payı verimi oranlarının logaritmik değerleri kullanılarak karma bir model oluşturulmuştur. Kurulan modelle, kâr paylarının

istikrarlı olmamasından kaynaklanan daha önceki modellerde ortaya çıkan tahminleme hataları giderilmiş ve önceki modellere göre daha anlamlı sonuçlar elde edildiği ileri sürülmüştür. Örneklem, 1946-2004 yılları arasındaki S&P'nin endüstriyel endeksindeki şirketlerden oluşmaktadır. Çalışma sonucunda, beklenen aşırı getirilerle kâr payı verimi ve piyasa değeri/defter değeri arasında pozitif bir ilişki olduğu tespit edilmiştir (Jiang ve Lee, 2007: 455-456).

2.2.5. Kâr Payı Verimi ile İlgili Yapılan Temel Çalışmaların Özet Bilgileri

1974-2007 yılları arasında yapılan, kâr payı verimi ve hisse senedi getirisi arasındaki ilişkiyi açıklamaya yönelik 20 adet çalışmaya ilişkin özet bilgiler, Tablo 2.1'de yer almaktadır. Uygulaması olan makalelerden hazırlanan tabloda sırasıyla, ilgili çalışmanın yazarları, araştırma konusu, örneklem periyodu ve temel bulgular ile sonuçlara yer verilmiştir.

Tablo 2.1: Kâr Payı Verimi - Getiri İlişkisini Gösteren Literatür Taramasına İlişkin Tablo

Yazarlar	Araştırma Konusu	Örneklem Periyodu	Temel Bulgular ve Sonuçlar
Black ve Scholes (1974)	Vergi öncesi ve sonrası riske göre düzeltilmiş yüksek getiri oranlı hisse senetlerinin düşük getiri oranlı hisse senetleri ile kâr payı verimi temelinde karşılaştırılması.	1947-1966	Hem vergi öncesi hem de vergi sonrası dönemdeki getirileri kullanarak istatistiki olarak anlamsız kâr payı verimi katsayısı bulunmuştur.
Litzenberger ve Ramaswamy (1979)	Kâr payı ödemesi yapılan aylar boyunca riske göre düzeltilmiş getiri oranının ödeme yapılmayan aylar boyunca riske göre düzeltilmiş getiri oranı ile karşılaştırılması.	1936-1977	Pozitif ve istatistiki olarak anlamlı kâr payı verimi katsayısı bulunmuştur.
Blume (1980)	Kâr payı verimi katsayıları analiz edilmiştir.	1936-1976	Pozitif ve istatistiki olarak anlamlı kâr payı verimi katsayısı bulunmuştur.
Litzenberger ve Ramaswamy (1982)	Farklı kâr payı verimi seviyesine sahip hisse senetleri için kâr payı verimi-getiri ilişkisi incelenmiştir.	1940-1980	Pozitif ve istatistiki olarak anlamlı kâr payı verimi katsayısı bulunmuştur.
Miller ve Scholes (1982)	Farklı kâr payı verimi seviyesine sahip hisse senetleri için kâr payı verimi-getiri ilişkisi incelenmiştir.	1940-1978	İstatistiki olarak anlamsız negatif ve pozitif kâr payı verimi katsayıları ve düşük kâr payı getirili hisse senetler için yüksek katsayılar bulunmuştur.
Keim (1985)	Kâr payı verimi ve hisse senedi getirisi arasındaki ilişki ve dönemsellik etkisi incelenmiştir.	1931-1978	Pozitif ve istatistiki olarak anlamlı kâr payı verimi katsayısı bulunmuştur. Ayrıca belirgin bir Ocak ayı etkisi tespit edilmiştir.
Goetzman ve Jorion (1993)	Kâr payı verimleri ile hisse senetlerinin uzun dönemli getirilerinin karşılaştırılması.	1927-1990	İstatistiki olarak anlamlı ve güçlü bir kâr payı verimi katsayısı bulunamamıştır.
Kalay ve Michealy (1993)	Yüksek kâr payı verimli senetlerin riske göre düzeltilmiş getiri oranı ile düşük kâr payı verimli senetlerin riske göre düzeltilmiş getiri oranlarının	1936-1988	Pozitif ve istatistiki olarak anlamlı kâr payı verimi katsayısı bulunmuştur.

	karşılaştırılması.		
Gombala ve Liu (1993a)	Ayı ve Boğa piyasalarında kâr payı verimi- getiri ilişkisi incelenmiştir.	1969-1984	Yüksek kâr payı verimine sahip şirketlerin performansının düşüşlere karşı düşük kâr payı verimine sahip olanlardan daha dayanıklı olduğu bulunmuştur.
Gombala ve Liu (1993b)	Kâr payı verimi -getiri ilişkisinde istikrarlı kâr dağıtım politikalarının etkisi araştırılmıştır.	1969-1984	Kâr payı politikaları istikrarlı olan yüksek kâr payı verimine sahip şirketlerin sadece yüksek kâr payı verimine sahip olanlara göre daha fazla aşırı getirisi olduğu bulunmuştur.
Goetzman ve Jorion (1995)	Kâr payı verimleri ile hisse senetlerinin uzun dönemli getirilerinin tahmin edilebilirliğinin araştırılması.	1871-1993	Kâr payı verimlerinin hisse senedi getirilerini tahmin etmede sadece marjinal bir etkisinin olduğu bulunmuştur.
Kothari ve Shanken (1997)	Hisse senetlerinin beklenen getirilerin tahmininde, Defter Değeri/Piyasa Değeri Oranı ile kâr payı verimi oranının kıyaslanması.	1926-1991	Hisse senetlerinin beklenen getirilerinin tahmininde kâr payı veriminin Defter Değeri/Piyasa değerine göre daha açıklayıcı bir güce sahip olduğu ortaya çıkmıştır
Naranjo (1998)	Kâr payı verimi, cari ve geçmiş dönem olarak iki farklı hesaplama ile incelemiştir.	1963-1994	Pozitif ve istatistiki olarak anlamlı kâr payı verimi katsayısı bulunmuştur. Bunun yanında kâr payı veriminin büyük şirketlere göre küçük şirketler üzerinde daha fazla bir etkiye sahip olduğu ortaya konmuştur.
Thomas vd. (1998)	Kâr payı verimi ve hisse senedi getirisi arasındaki ilişki ve dönemsellik etkisi incelenmiştir.	1975-1993	Pozitif ve istatistiki olarak anlamlı kâr payı verimi katsayısı bulunmuştur. Ayrıca, Ocak ve Nisan ayında,

			kâr payı verimlerinin getiriler üzerinde pozitif bir etkisinin bulunduğu, Eylül ayında ise negatif bir ilişki tespit edilmiştir.
Şen (1999)	Kâr payı verimi ile getiriler arasındaki ilişki incelenmiştir.	1990-1997	Yüksek kâr payı verimine sahip portföylerin getirilerinin diğerlerine göre daha yüksek olduğu bulunmuştur.
Thomas vd. (2000)	Kâr payı verimi ve hisse senedi getirisi arasındaki ilişkide dönemselliğin ve istikrarlılığın etkileri incelenmiştir.	1975-1997	Kâr payı verimi hesaplanabilen şirketlerin sadece Ocak ayı için anlamlı bir kâr payı verimi-getiri ilişkisinin bulunduğu, sistematik risk ve istikrarlı kâr payı dağıtan şirketlerin hisse senedi getirileri arasında ters yönde bir ilişki olduğu tespit edilmiştir.
Thomas vd. (2004)	Kâr payı dağıtım oranının kâr payı verimi-getiri ilişkisine olan etkisi incelenmiştir.	1958-1997	Kâr payı dağıtım oranının hisse senetlerinin aşırı getirilerini açıklamada önemli bir etkisinin olduğu bulunmuştur.
Thomas vd. (2005)	Kâr payı verimi-getiri ilişkisinde, risk ve işlem maliyetlerinin etkisi incelenmiştir.	1980-2001	Yüksek getirili portföylerde fazla getirinin bir çoğunun ortadan kalktığı ve büyük şirketlerden oluşan portföylerin daha iyi performansı gösterdiği bulunmuştur.
Jiang ve Lee (2007)	Defter Değeri/Piyasa Değeri ile kâr payı verimi oranlarının gelecekteki hisse senedi kazançlarını tahmin etme gücü incelenmiştir.	1946-2004	Beklenen aşırı getirilerle kâr payı verimi ve Piyasa Değeri/Defter Değeri arasında pozitif bir ilişki olduğu tespit edilmiştir.

2.3. TÜRKİYE’DE HALKA AÇIK ANONİM ŞİRKETLERİN KÂR DAĞITIM POLİTİKALARI

Bu kısımda İMKB’de işlem gören şirketlerin kâr dağıtımıyla ilgili yasal düzenlemeler ile İMKB’nin faaliyetine başladığı tarihten günümüze kadar gelinen dönemde (1986-2007) halka açık olan şirketlerin kâr dağıtımları ele alınacaktır.

2.3.1. Türkiye’de Halka Açık Anonim Şirketlerin Kâr Payı Dağıtımları İle İlgili Yasal Düzenlemeler

Türkiye’de halka açık anonim şirketlerin kâr dağıtım düzenlemeleri SPK tarafından yapılmaktadır. Çalışma kapsamındaki halka açık şirketlerin kâr dağıtım kararlarında etkili olan yasal düzenlemeler dönemler itibariyle farklılıklar göstermektedir.

Sermaye Piyasası Kanunu’na tabi olan halka açık anonim şirketler, 1982-1994 döneminde dağıtılabılır kârlarının en az %50’sini nakit kâr payı olarak dağıtmakla yükümlüydüler. Türk sermaye piyasasında, bu zorunlu kâr payı, “birinci temettü” olarak bilinmektedir. Hissedarlara, birinci temettü nakit olarak ödenmeden, diğer tüm kâr payı dağıtımları ve/veya yedek akçe ayrılması yasaklanmıştır. Ayrıca, bu dönemde, hesap döneminin bitişini takip eden ilk dokuz ay içinde hissedarlara kâr payı dağıtma zorunluluğu getirilmiştir (Adaoğlu, 1997:3).

1995-2001 yılları arasında ise, özellikle İMKB’de işlem gören şirketler için, kâr payı politikasını kapsayan düzenlemelerde önemli değişiklikler olmuştur. İlk değişiklik, kâr payı dağıtma süresinin dokuz aydan beş aya indirilmesi olmuştur. İkinci önemli değişiklik ise, birinci temettü dağıtma zorunluluğunun kaldırılmasıdır. Bu düzenlemeyle birlikte, İMKB’de işlem gören şirketler birinci temettü dağıtma

kararı aldıkları takdirde, bu dağıtımı nakit ve/veya bedelsiz hisse senedi olarak yapabilmektedirler. Bunun yanında, olağan genel kurulda kabul edilmesi koşuluyla, alt limit olan %50 kâr payı dağıtım oranından da az kâr payı dağıtabilme olanağı da getirilmiştir (Adaoğlu, 1997:3).

13/11/2001 tarihli ve 24582 sayılı Resmî Gazete'de yayımlanan Seri:IV, No:27 sayılı Sermaye Piyasası Kanunu'na Tabi Olan “Halka Açık Anonim Ortaklıkların Temettü ve Temettü Avansı Dağıtımında Uyacakları Esaslar Hakkında Tebliğ” ile kâr paylarının dağıtımı yeniden düzenlenmiştir. Buna göre, ortakların esas sözleşmelerinde birinci temettü oranının gösterilmesi zorunlu hale getirilmiştir. Ortaklıkların birinci temettü tutarı, “hesap dönemi kârından kanunlara göre ayrılması gereken yedek akçeler ile vergi, fon ve finansal ödemeler ve varsa geçmiş yıl zararları düşüldükten sonra, kalan dağıtılabilir kârın %20'sinden az olamaz” denilmektedir (md.5). Bu tebliğde yine kâr payının tamamen nakden dağıtımı, tamamen hisse senedi olarak dağıtımı ve/veya belli bir oranda nakit belli bir oranda hisse senedi olarak dağıtılarak kalanını ortaklık bünyesinde bırakma ile nakit, ya da hisse senedi olarak dağıtmadan ortaklık bünyesinde bırakma seçenekleri ortaklıkların genel kurullarının alacağı karara bırakılmıştır. Ancak, “SPK bu ortaklıklara genel kurul gündemleri ilan edilinceye kadar, bir önceki dönemin kârından ayrılacak birinci temettüyü nakden dağıtma zorunluluğu getirebilir” denmektedir. Son olarak yine bu tebliğ ile, “bir önceki döneme ilişkin birinci temettü dağıtımını gerçekleştirmeden sermaye artırımını yapan ve artırımını temsil eden hisse senetleri borsada eski ve yeni olarak iki ayrı sırada işlem gören ortaklıklardan, dönem sonunda elde ettikleri kârdan kâr payı dağıtmak isteyenlerin birinci temettüyü nakden dağıtması” zorunlu kılınmıştır (md. 5).

Kâr payları ile ilgili yapılan son düzenleme ise 22.03.2004 tarih ve 25410 sayılı Resmî Gazete’de yayınlanarak yürürlüğe girmiştir. Sermaye Piyasası Kanununa Tabi Olan Halka Açık Anonim Ortaklıkların Temettü ve Temettü Avansı Dağıtımında Uyacakları Esaslar Hakkında Tebliğe Geçici Madde Eklenmesine Dair Tebliğe (Seri: IV, No: 32) göre, nakit ve hisse senedi olarak kâr dağıtımı yapılması için gereken beş aylık süre sırasıyla altı ve yedi aya çıkartılmıştır⁵.

2.3.2. İMKB’nin Kuruluşundan Günümüze Halka Açık İşletmelerin Kâr Payı Dağıtımı (1986-2007)

İMKB, hisse senetleri, hazine bonoları ve devlet tahvilleri, gelir ortaklığı sertifikaları, özel sektör tahvilleri, yabancı menkul kıymetler, gayrimenkul sertifikaları ve uluslararası menkul kıymetlerin alım ve satımının yapılmasını sağlamak amacıyla 26 Aralık 1985 günü kurulmuş olup, 3 Ocak 1986 yılında faaliyete başlamıştır (<http://www.imkb.gov.tr/genel/organizasyon.htm>). 1986 yılının Ocak ayı sonu itibari ile 30 İşletmenin halka açılması ile faaliyetlerine başlayan İMKB’de bugün 329 farklı hisse senedi işlem görmektedir.

⁵ **Geçici Madde 1** — Bu Tebliğin 6 ncı maddesinde yer alan temettü dağıtım zamanı ile ilgili düzenlemeler kapsamında ortaklıklarca, 2003 yılı karından yapılacak temettü dağıtımlarına ilişkin olarak;

a) Temettütün tamamı nakden dağıtılacaksa, temettüğünü tahsil etmek için ilgili kuponlarıyla temettü dağıtım adreslerine başvuran ortaklara hesap dönemini izleyen 5inci ayın sonuna kadar yapılması gereken nakden veya hesaben ödemeler, hesap dönemini izleyen 6 ncı ayın sonu,

b) Hisse senedi olarak dağıtılacaksa, temettütün sermayeye ilave edilmesi nedeniyle ihraç edilecek hisse senetlerinin Kurulca kayda alınması ve kayıt sonrası işlemlerin tamamlanarak temettü karşılığı dağıtılacak hisse senetlerinin;

1) Kayıtlı sermaye sistemindeki ortaklıklarda hesap dönemini izleyen 5 inci ayın sonuna kadar, hisse senedi dağıtımının yapıldığı adreslere başvuran ortaklara teslim hazır hale getirilmesi, hesap dönemini izleyen 7 nci ayın sonu,

2) Esas sermaye sistemindeki ortaklıklarda ise sermaye artırımının tescilinin hesap dönemini izleyen 5 inci ayın sonuna kadar tamamlanarak teslim hazır hale getirilmesi, hesap dönemini izleyen 7 nci ayın sonu, olarak belirlenmiştir.

c) (a) ve (b) bendlerindeki seçeneklerin birlikte kullanılması durumunda ise, anılan bentlerde belirtilen işlemlerin ayrı ayrı ancak anılan bentlerde yer alan süreler dahilinde yerine getirilmesi şarttır. Ortaklıklar tarafından Kurula, temettütün sermayeye ilave edilmesi nedeni ile ihraç edilecek hisse senetlerinin kayda alınması talebiyle hesap dönemini izleyen 4 üncü ayın sonuna kadar yapılması zorunlu başvuru süresi ise, hesap dönemini izleyen 6 ncı ayın sonu olarak belirlenmiştir."

Kuruluşundan bugüne İMKB’de işlem gören halka açık anonim şirketlerin kâr dağıtım yöntemlerine kısaca yer vermek genel trendlerin belirlenmesi açısından yararlı olacaktır. Bu kısımda, belirlenen örnekleme yer almayan veya artık işlem görmeyen şirketlere de yer verilmiştir. İMKB’nin kuruluşundan bugüne kadar geçen dönemin ele alındığı örneklem 1985 yılından başlamıştır, bunun temel sebebi 1985 yılında elde edilen kârların bir sonraki yıldan itibaren İMKB’de işlem görmeye başlayan şirketlerin dağıtım kararlarına esas teşkil etmesidir. Buna göre, 2006 yılı itibari ile sunulan veriler bu yıla ilişkin ilgili sektördeki şirketin kâr ettiğini ve kâr payı dağıtımlarını 2007 yılı içinde gerçekleştirdikleri anlamına gelmektedir. Tablo 2.2’de, İMKB’de işlem gören şirketlerin kaç tanesinin yıllar itibariyle kâr payı dağıttığı özetlenmiştir.

Tablo 2.2. İMKB’de Kâr Payı Dağıtan ve Dağıtmayan Şirketlerin Yıllara Göre Dağılımı

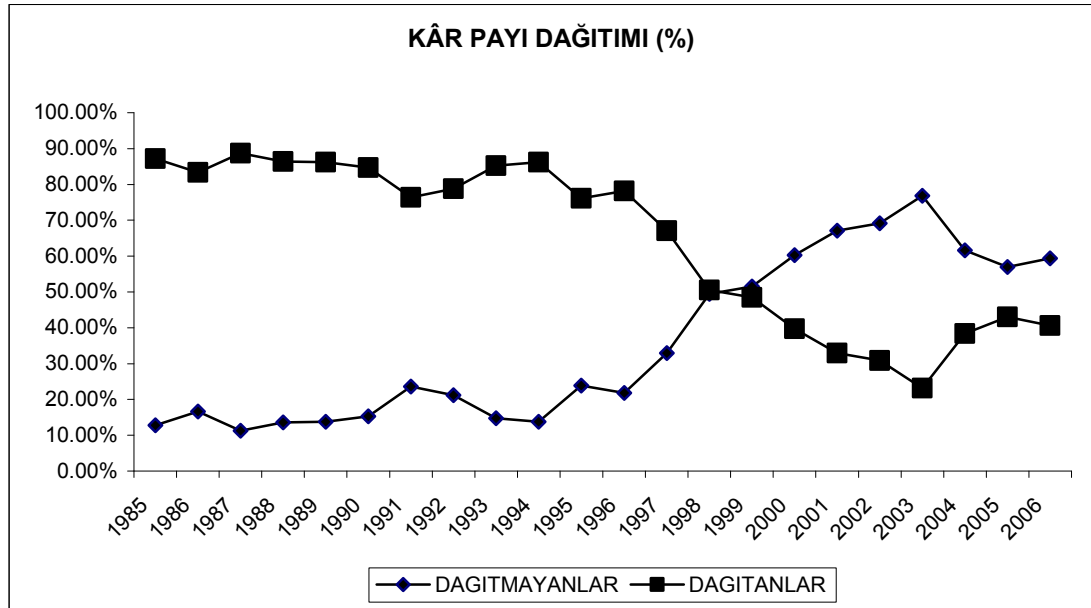
	KÂR PAYI DAĞITMAYAN İŞLETMELER	KÂR PAYI DAĞITAN İŞLETMELER	TOPLAM
1985	5	34	39
1986	9	45	54
1987	7	55	62
1988	9	57	66
1989	12	75	87
1990	17	94	111
1991	29	94	123
1992	28	104	132
1993	23	133	156
1994	25	156	181
1995	49	156	205
1996	51	183	234
1997	83	169	252
1998	130	133	263
1999	152	143	295
2000	179	118	297
2001	200	98	298
2002	208	93	301
2003	235	71	306
2004	196	122	318
2005	191	144	335
2006	199	136	335

1985 yılı itibariyle elde ettiği kârı dağıtma kararı alan işletme sayısı 34’tür.

Bu işletmeler 1986’da halka açıldıkları için dağıtım tarihi de 1986’dır. Bu her 100 şirketin 87’sinin kârlarını dağıtma yönünde karar aldığını göstermektedir. 1998 yılına

kadar kâr dağıtmayı tercih edenlerin oranı %50,05 dağıtmayanlara göre çok az bir farkla daha fazladır. 1998 yılından itibaren halka açık anonim şirketler kâr payı dağıtma kararlarında daha tutucu davranmışlardır. 1998'den 2003 yılına kadar kâr payı dağıtmayı tercih eden şirket sayısı 71'e kadar gerilemiştir. Bu aynı zamanda kâr payı dağıtımlarının oransal olarak da (%23,2) en düşük düzeyde gerçekleştiği dönemdir. 2003 yılının ardından kârlarını dağıtma yönünde karar alan şirketlerin sayısı artsa da 1986'ya göre kıyaslandığında bu oran yine de düşük olarak gerçekleşmiştir. Durumu, Grafik 2.1'deki gibi yüzdesel bir grafik yardımı ile daha açık bir şekilde görebiliriz;

Grafik 2.1. Kâr Payı Dağıtan ve Dağıtmayan işletmelerin Yıllara Göre Dağılımı Grafiği (%)



1985-2006 yılları arasında kâr payı dağıtan ve dağıtmayan şirketlerin tutumları grafikte de görüldüğü üzere 1985-1998 dönemi için dağıtma yönündedir. 1998'den itibaren kâr payı dağıtmayan işletmelerin yüzdesi dağıtanlardan daha fazla olmaya başlamıştır. Bu durum 1997 yılındaki Güney Doğu Asya krizi ile Türkiye'deki işletmelerin de etkilenmesi ve ihtiyatlı davranarak kârlarını dağıtmak istememe veya

ilgili dönemde kâr edememe veya daha az kâr etmesi olarak açıklanabilir. Güney Doğu Asya ülkelerinde 1997'nin ikinci yarısından itibaren ortaya çıkan finansal krizin, öncelikle Tayland, daha sonra da Endonezya, Malezya, Filipinler, Güney Kore ve Japonya'ya sıçraması, dünya mali ve finans piyasalarının dengesini bozmuştur (Yeldan, 1998, 10).

Dünya ekonomisinde, Güney Doğu Asya Krizi'nin şoku yaşanırken, 1998 yılı Ağustos ayında Rusya'da, Ruble'nin devalüe edilmesi ve moratoryum ilanı ile yeni bir finansal kriz yaşanmaya başlanmıştır. (Parasız, 2001, 424-425). Krizlerin ardından yüksek faizlere ve ekonomideki daralmaya bağlı olarak, donuk, ya da problemli kredilerin arttığı gözlenmiştir. 1998 yılının ikinci yarısından itibaren ekonomimiz de, küçülme sürecine girilmiştir (Yıldırım, 2004:487).

1999 yılı içerisinde kâr payı dağıtma tutumunun azalmasında etkili olabilecek bir diğer etmen de kâr paylarının vergilendirilmesidir. 1998 ve öncesi hesap dönemlerine ait kâr payları, kurumlar vergisinden istisna kazançlar olup olmadığına bakılmaksızın gelir vergisinden muaf tutulurken, 1999 yılına ilişkin olarak elde edilen kazançlara uygulanan yatırım indiriminin Danıştay İçtihatları Birleştirme Kurulunun E.2003/3, K.2003/3 sayılı kararı ile istisna kavramı içinde düşünülmesinin hukuken mümkün bulunmadığı yönünde karar verilmiştir. Buna göre 1999 yılı kazançları üzerinden indirim konusu yapılan ancak, yargı kararı uyarınca tevkifata tabi tutulmamış veya yapılan tevkifatları düzeltilmiş bulunan yatırım indirimi tutarına isabet eden kazançların kâr dağıtımına tabi tutulması halinde, bu

kazançlar üzerinden % 10 oranında tevkifat yapılması kararlaştırılmıştır⁶.

Hükümet, IMF'ye sunduğu 9 Aralık 1999 tarihli Niyet Mektubu sonrasında, 1 Ocak 2000'den itibaren üç yıllık bir ekonomik süreci kapsayan, maliye, para, kur ve gelir politikalarının yanı sıra, yapısal değişimleri de içeren enflasyonu düşürme programını uygulamaya koymuştur (Parasız, 2001, 425 ; Cansızlar, 2001, 6).

Şubat 2001 yılında ise, finansal piyasalardaki güvenin kırılgan yapısı bir kez daha finansal krize yol açmış, bunun bir sonucu olarak 2000 Enflasyonu Düşürme Programı'nda öngörülen para ve kur politikaları terk edilerek, 22 Şubat 2001 yılında dalgalı kur sistemine geçilmiş, böylelikle Enflasyonu Düşürme Programı da sona ermiştir. (Uygur, 2001, 54-55) Bu dönemde Türk parası %90 oranında değer kaybetmiştir. Türkiye ekonomisinde 2000'li yıllarda yaşanan her iki finans krizi de, başta bankacılık sektörü olmak üzere bütün sektörleri ve ekonomik yaşamı olumsuz yönde etkilemiştir. Ekonomideki bu olumsuz trend 2004 yılı seçimleri ve ardından gelen ekonomik istikrar politikalarına kadar devam etmiştir.

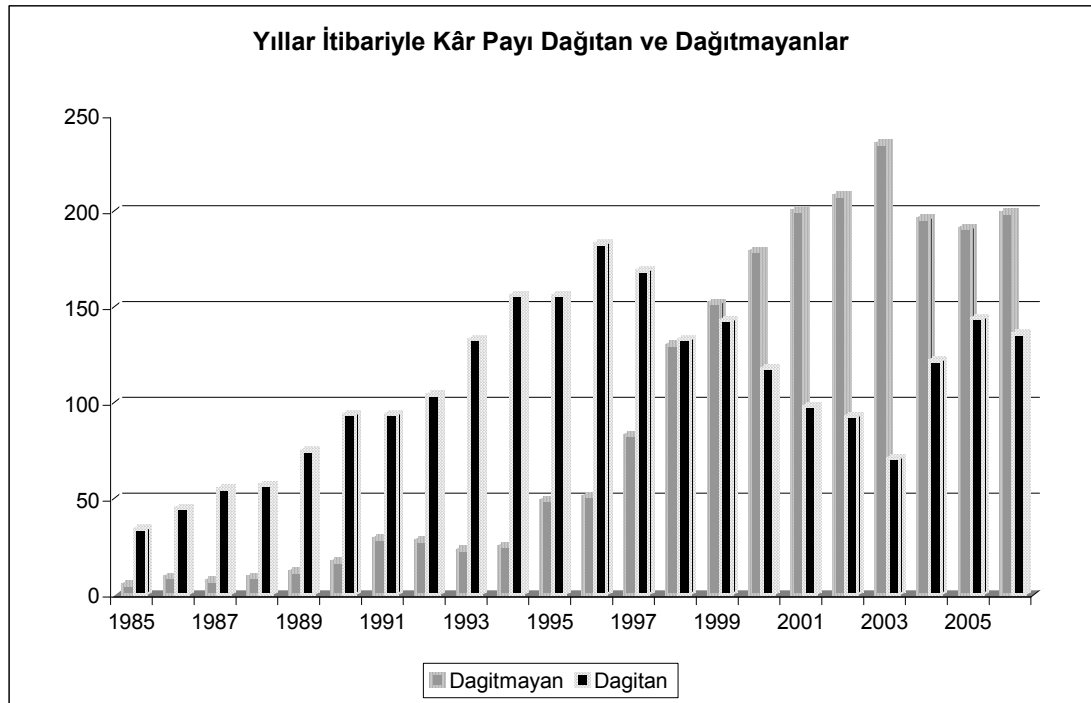
Kurum kazançları üzerindeki vergi yükünü değiştiren son düzenleme, Bakanlar Kurulu'nun, Gelir Vergisi Kanunu'nun 94'üncü maddesi ile yapılmıştır. Bakanlar Kurulu, kendisine verilen tevkifat oranlarını belirleme yetkisini 23.07.2006 tarihli Resmi Gazete'de yayımlanan 2006/10731 sayılı Karar ile "tam mükellef kurumlarca dağıtılan kâr payları üzerindeki tevkifatın oranını, 23.07.2006 tarihinden itibaren %10'dan %15'e çıkarması" yönünde karar alarak değiştirmiştir. Bu kararın İMKB'deki şirketlerin kâr dağıtım politikaları üzerindeki etkisini belirlenen

⁶ Yargıtayın içtihatları doğrultusunda yapılan bir çok düzenleme daha sonra kanun çıkarma yolu ile düzenlenmiştir. 24.4.2003 tarihli 4842 sayılı Kanun'la, kâr paylarının vergilendirilmesine ilişkin yapılan köklü değişikliklerle, fon payı kaldırılmış, stopaj oranı düşülmüş ve kâr payı gelirlerinin beyanı ve vergileme rejimi tamamen değiştirilmiştir. Buna göre bütün kurumlar, dağıtacakları kâr paylarından %10 oranında gelir vergisi stopajı yapacaklardır.

örnekleme dönemi içerisinde tam olarak ortaya koymak mümkün değildir. Yine de Grafik 2.2’de 2004 yılından itibaren dağıtanlar sütununda görülen artışın 2005 yılında da benzer bir büyüme oranı ile devam ettiğini, 2006 yılı kârlarının dağıtıldığı son sütunda ise, önceki yıla göre dağıtanların sayısının azaldığını görülmektedir.

Meydana gelen bu dalgalanmaların İMKB’ye yaptığı etkiyi Grafik 2.2 yardımı ile daha belirgin bir şekilde ortaya koyabiliriz.

Grafik 2.2. Yıllar İtibariyle Kâr Payı Dağıtımları (1986-2007)



Grafik 2.2, global piyasalarda yaşanan olumsuz ekonomik koşulların Türkiye’deki halka açık işletmelerin kârlılıkları ve kâr dağıtım kararlarına olan etkilerini göstermektedir. 1997 yılına kadar kâr payı dağıtma yönünde baskın bir trend söz konusu iken bu yıldan itibaren dağıtanlar ve dağıtmayanlar arasındaki ilişki dağıtmama yönünde belirgin bir şekilde değişmiştir. Kâr payı dağıtanların dağıtmayanlara oranı 2004 yılına kadar azalmış, bu yıldan itibaren ise, 1997-2004

arasındaki döneme göre göreceli olarak yükselmeye başlamıştır. Çubuk grafikte görüldüğü üzere 1985-1996 dönemlerinde olduğu gibi kâr payı dağıtanların, dağıtmamayı tercih edenlere göre belirgin bir şekilde üstün görünmesi günümüze kadar gelinen süreçte bir daha tekrarlanmamıştır.

1986-2006 yılları arasında kâr dağıtma kararı alanların bu dağıtımı ne şekilde gerçekleştirdikleri Tablo 2.3’de özetlenmektedir.

Tablo 2.3. Nakit Kâr Payı Dağıtım Tablosu

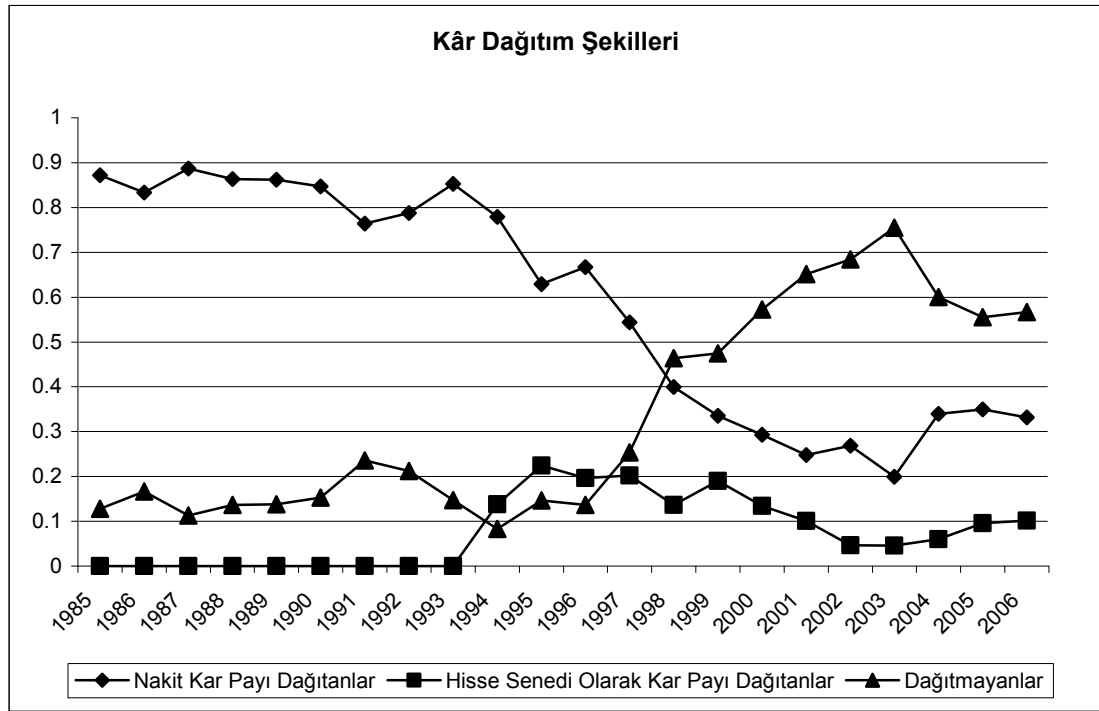
Yıl	Nakit Kâr Payı Dağıtan	Hisse Senedi Olarak Kâr Payı Dağıtan	Kâr Payı Dağıtmayan	Toplam
1985	34	0	5	39
1986	45	0	9	54
1987	55	0	7	62
1988	57	0	9	66
1989	75	0	12	87
1990	94	0	17	111
1991	94	0	29	123
1992	104	0	28	132
1993	133	0	23	156
1994	141	25	15	181
1995	129	46	30	205
1996	156	46	32	234
1997	137	51	64	252
1998	105	36	122	263
1999	99	56	140	295
2000	87	40	170	297
2001	74	30	194	298
2002	81	14	206	301
2003	61	14	231	306
2004	108	19	191	318
2005	117	32	186	335
2006	111	34	190	335

Tablo 2.3’te, 1994 yılının kârları için, 1995 yılındaki yasal düzenleme ile halka açık anonim şirketlerin hisse senedi olarak kâr payı dağıtmasına izin verilmesinin etkisini görülmektedir. 1995 yılındaki bu düzenleme ile 1994 yılından itibaren halka açık anonim şirketlerin kârları artık hisse senedi olarak da

dağıtılabilmektedir. Takip eden yıllarda ise bu şekilde kâr payı dağıtan şirketlerin sayısı (1999) 56'ya kadar çıkmış ancak daha sonra kâr dağıtımlarındaki genel daralma ile birlikte 2002 yılında 14'e kadar gerilemiştir. Nakit kâr payı dağıtan şirketler ise 1985'ten itibaren giderek azalan bir trend takip etmektedirler. Bu trend 2003 yılında 61 şirkete kadar gerilemişse de sonraki yıllarda artmaya başlamıştır. İlişkiyi yüzdesel olarak göstermek daha açıklayıcı olabilir.

Grafik 2.3'de bu ilişki gösterilmektedir.

Grafik 2.3. İMKB'deki Şirketlerin Yıllar İtibariyle Kâr Dağıtım Şekilleri (%)



İMKB'nin faaliyette olduğu 22 yıllık dönem boyunca kâr payı dağıtımlarının ağırlıklı olarak nakit dağıtım şeklinde gerçekleştirildiği görülmektedir. Dönem içerisinde, 2097 nakit, 443 hisse senedi olmak üzere toplam 2540 kâr payı dağıtımı gerçekleşmiştir. 2540 gözlemin 128'inde işletmeler aynı anda hem nakit hem de hisse senedi olarak kâr payı dağıtmayı tercih etmiştir. Nakit kâr payı dağıtanların

oranı 1985 yılından itibaren yüzdesel olarak giderek azalmış ve 2003 yılında %20'ye kadar gerileyerek en düşük seviyeye inmiştir.

Hisse senedi olarak kâr payı dağıtımı ise yüzdesel grafikte 1995'teki serbest bırakılma ile artmış fakat takip eden yıllarda giderek azalan bir seyir izlemiştir.

Kâr payı dağıtan ve dağıtmayan işletmelerin yıllara ve sektörlerle göre dağılımı Tablo 2.4'te özetlenmiştir.

Tablo 2.4. Kâr Payı Dağıtan İşletmelerin Sektörlere Ve Yıllara Göre Dağılımı

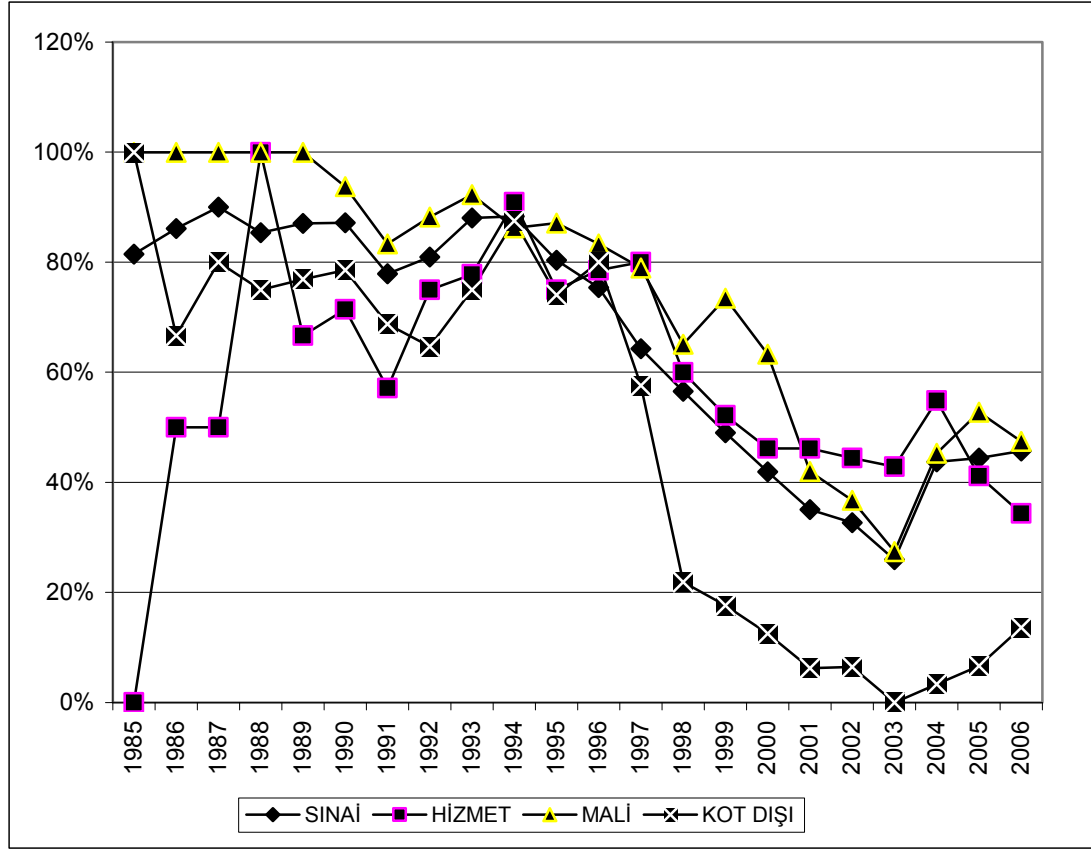
TARİH	SINAI	HİZMET	MALİ	TEKNOLOJİ	MKYO	İKİNCİ ULUSAL PAZAR	YENİ EKONOMİ	KOT DIŞI	TOPLAM
1985	22	0	6	0	0	0	0	6	34
1986	31	1	7	0	0	0	0	6	45
1987	36	1	7	2	0	1	0	8	55
1988	35	2	9	1	0	1	0	9	57
1989	47	4	11	2	0	1	0	10	75
1990	61	5	15	2	0	0	0	11	94
1991	60	4	15	2	1	1	0	11	94
1992	68	6	15	3	1	0	0	11	104
1993	81	7	24	2	1	3	0	15	133
1994	91	10	25	3	3	3	0	21	156
1995	94	9	27	3	1	2	0	20	156
1996	98	11	30	2	14	4	0	24	183
1997	90	12	30	2	14	2	0	19	169
1998	82	9	28	3	3	1	0	7	133
1999	76	12	36	2	10	1	0	6	143
2000	65	12	31	4	1	1	0	4	118
2001	54	12	21	1	7	1	0	2	98
2002	51	12	18	4	4	2	0	2	93
2003	41	12	14	0	3	1	0	0	71
2004	70	17	24	4	4	2	0	1	122
2005	72	14	29	6	19	2	0	2	144
2006	75	11	28	8	9	2	0	3	136
Toplam	1400	183	450	56	95	31	0	198	2413

Tablo 2.5.Kâr Payı Dağıtmayan İşletmelerin Sektörlere Ve Yıllara Göre Dağılımı

TARİH	SİNAİ	HİZMET	MALİ	TEKNOLOJİ	MKYO	İKİNCİ ULUSAL PAZAR	YENİ EKONOMİ	KOT DIŞI	TOPLAM
1985	5	0	0	0	0	0	0	0	5
1986	5	1	0	0	0	0	0	3	9
1987	4	1	0	0	0	0	0	2	7
1988	6	0	0	0	0	0	0	3	9
1989	7	2	0	0	0	0	0	3	12
1990	9	2	1	0	1	1	0	3	17
1991	17	3	3	0	0	1	0	5	29
1992	16	2	2	0	0	2	0	6	28
1993	11	2	2	1	1	1	0	5	23
1994	12	1	4	1	3	1	0	3	25
1995	23	3	4	0	10	2	0	7	49
1996	32	3	6	1	1	2	0	6	51
1997	50	3	8	1	3	4	0	14	83
1998	63	6	15	0	16	5	0	25	130
1999	79	11	13	5	10	6	0	28	152
2000	90	14	18	3	20	6	0	28	179
2001	100	14	29	6	14	7	0	30	200
2002	105	15	31	4	18	6	0	29	208
2003	117	16	37	8	19	7	1	30	235
2004	90	14	29	5	21	7	1	29	196
2005	90	20	26	4	11	10	2	28	191
2006	89	21	31	4	23	10	2	19	199
Toplam	1020	154	259	43	171	78	6	306	2037

Hisse senedi veya nakit kâr payı şeklinde kâr payı dağıtan işletmelerin yıllara ve sektörlerle göre dağılımını gösteren Tablo 2.4 ve 2.5'te Sınâî ve Malî sektörde faaliyet gösteren işletmelerin kâr payı dağıtım tercihlerinin benzer şekilde hareket ettiği görülmektedir. Genel olarak dağıtım yapan ve yapmayan şirketlerin grafiğinde (Grafik 2.1) olduğu gibi bu iki sektörde 1997'ye kadar istikrarlı bir artış söz konusu iken, 1997'den itibaren kâr payı dağıtmayı tercih edenlerin toplam içindeki payı azalış göstermiştir. Bu durum yüzdesel grafikte daha net görülmektedir. Yüzdesel grafik oluşturulurken verilerin daha kolay görülebilmesi için sektörler dörtlü gruplara ayrılarak grafiklere aktarılmıştır. Grafik 2.4'te Sınâî, Hizmet, Malî sektörlerdeki ve şu an artık kot dışında olan şirketler yer almaktadır. Buna göre sınâî endeksinde; gıda, içecek, tekstil, sınai diğer, deri, orman, kağıt, basım, kimya, petrol, lastik, taş, toprak, metal ana, metal eşya, makine, sektörlerinde faaliyet gösteren işletmeler yer almaktayken hizmet endeksinde, hizmet, elektrik, ulaştırma, turizm, ticaret, iletişim, spor, sektörleri bulunmaktadır. Mali endekse dahil olan işletmelerin bağlı bulunduğu sektörler, banka, sigorta, finansal kiralama, faktoring, holding, yatırım, gayrimenkul ve yatırım ortaklığı şeklinde sıralanırken kot dışında kalan şirketler bugün itibari ile artık İMKB'de işlem görmeyen çeşitli sektörlerdeki işletmelerdir. Gruplamalar İMKB'nin şirketleri borsada tasnif ettiği şekilde gerçekleştirilmiştir.

Grafik 2.4. Kâr Payı Dağıtan İşletmelerin Sektörlere Göre Dağılımı



Hizmet endeksinde faaliyet gösteren işletmelerin sayısı fazla olmamakla birlikte 1988 yılında kâr payı dağıtmayı tercih edenlerin oranı %100'dür. Bu yıldan itibaren hizmet endeksinde yer alan işletmelerin kâr payı politikaları dalgalı bir seyir takip ederek genel trende uyum göstermiştir. Sapmaların diğer üç sektöre göre fazla olmasının temel sebebi bu endekse az sayıda işletmenin dahil olması ve bir işletmenin dahi o sene kâr payı dağıtma, ya da dağıtmama kararı ile dalgalanmanın daha fazla gerçekleşmesidir.

Mali endeksteki hisse senetlerinin, İMKB'nin faaliyete başladığı ilk beş yıl boyunca %100 oranında kâr payı dağıttığı görülmektedir. Malî endeksteki şirketler 1997 yılına kadar genel trende uyumlu olarak kâr dağıtmaya devam etmiştir. Grafik

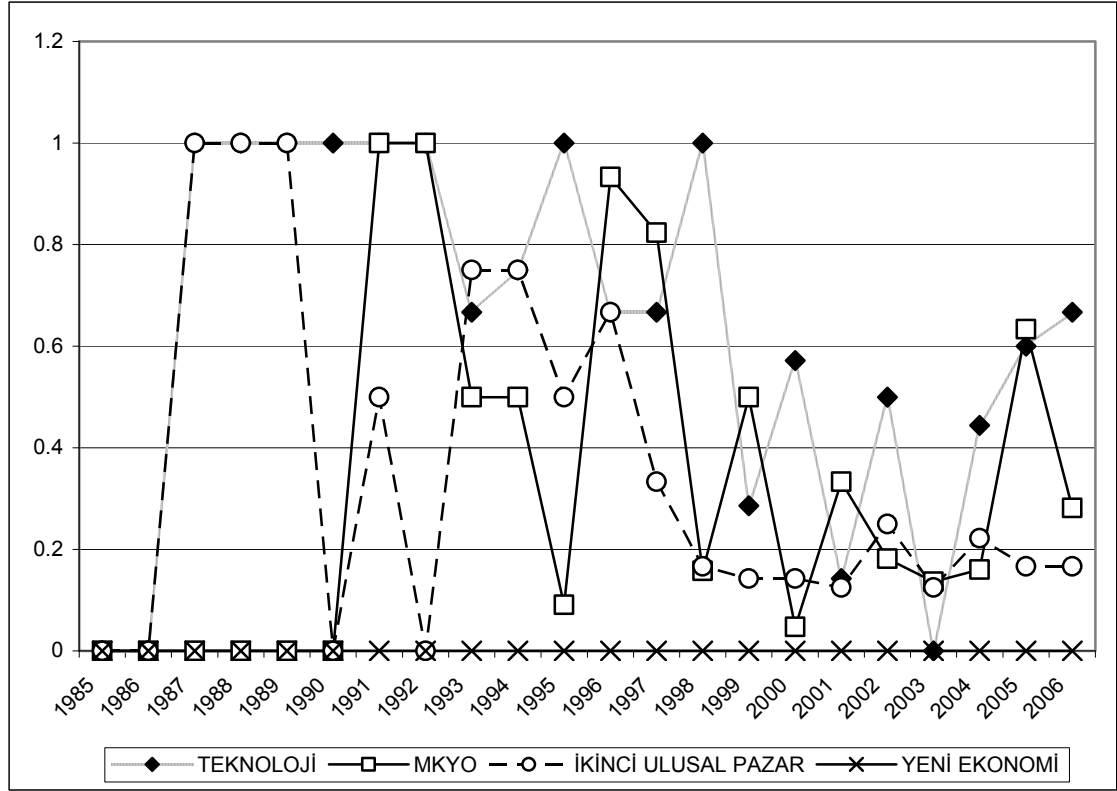
2.4'te öne çıkan bir diğer sapma, mali endekse dahil olan şirketlerin 1999-2000 yılları için diğer sektörlerden farklı biçimde kâr payı dağıtmayı tercih etmesidir. Bu tarihten itibaren azalmaya başlayan kâr dağıtmama trendine 2000 yılına kadar uyum gösteremeseler de bu tarihten itibaren ortaya çıkan bankacılık krizleriyle zarar etmeye ve kâr dağıtamamaya başlamışlardır. Sonuç olarak bankacılık sektöründe gerçekleşen finansal krizler ve sektörün yeniden yapılanması dağıtım oranlarını önemli ölçüde etkilemiştir. 2003 yılında, kârlarını dağıtan bankacılık sektörü şirketlerinin oranı %27, 2004'te %45, 2005'te %53 ve 2006'da % 47'dir.

Sınai endeksindeki şirketlerin ilk dört yıl içerisinde %80-90 aralığında kâr payı dağıttığı gözlemlenmektedir. 2003 yılında dönem içerisindeki en düşük seviye olan %26'ya kadar gerileyen sınai endeksi bu yıldan itibaren genel trende paralel şekilde kâr payı dağıtma politikalarını benimsemiştir. Buna göre 2004 ve 2005 yılında sektörde kâr dağıtanların oranı %44'e, 2006 yılında ise %47'ye çıkmıştır.

İlk dört sektörün çok yakın bir ilişki içerisinde hareket ettiği bu durumun tek istisnasının ise, şu an artık İMKB'de işlem görmeyen, kot dışı kalan şirketlerin kâr payı dağıtımları olduğu görülmektedir. Bu endekste ki şirketlerin diğer üç endeksten daha sert bir düşüş ile kâr payı dağıtmaktan vazgeçtikleri gözlemlenmektedir. Günümüzde borsada işlem görmeyen, batan, ya da işlem görmekten men edilen şirketlerin grafikte diğer endekstekilere göre belirgin bir şekilde kâr payı dağıtmaması sinyal etkisi görüşünü destekler bir durum olarak değerlendirilebilir.

Diğer dört sektörün yer aldığı yüzdesel ilişkiler Grafik 2.5'de gösterilmektedir.

Grafik 2.5.Kâr Payı Dağıtan İşletmelerin Sektörlere Göre Dağılımı



Bu grafikte yer alan sektörlere dahil olan şirket sayısı diğer grafikteki sektörlere göre daha azdır. Yeni ekonomi pazarında 2003 yılına kadar hiç şirket yer almazken 2008 Mayıs ayı itibariyle sadece iki şirket mevcuttur. Bu iki şirket de bugüne kadar kâr payı dağıtmamıştır.

Teknoloji endeksinde yer alan şirketler de bilişim ve savunma başlıkları altında özetlenmektedir. Genel olarak, bu endekse dahil olan şirketlerin dalgalı bir kâr payı dağıtım politikası olmakla birlikte, 1999 yılına kadar yüksek oranda kâr payı dağıtmayı sürdürdükleri bu yıldan itibaren ise, giderek azalan oranlarda kâr payı dağıttıkları görülmektedir. 2003 yılından itibaren de genel eğilimde olduğu gibi yeniden bir yükseliş trendi göze çarpmaktadır.

İkincil ulusal pazardaki şirketlerin de sayısının çok az olduğu Tablo 2.5'te görülmektedir. Bu nedenle oynaklık son derece yüksektir.

Son olarak, menkul kıymet yatırım ortaklıklarının dahil olduğu endeksten bahsetmek gerekirse, bu endekse dahil olan şirketlerin ilk olarak 1991 yılında yalnızca bir şirket ile örnekleme dahil olduğunu görmekteyiz. Ancak, daha sonraki yıllarda bu endekse dahil olan şirketlerin sayısı 32'ye kadar çıkmıştır. Grafik 2.5'te yer alan endekslerin içinde en fazla şirket bulunan endeks menkul kıymet yatırım ortaklıkları endeksidir. Bu endekste 1996 yılına kadar kâr payı dağıtmama trendi mevcutken bu yıldan itibaren kâr dağıtımları artmış ve daha sonra sürekli olarak dalgalı bir seyir gözlenmiştir.

Grafik 2.5'teki endekslere dahil olan şirketlerin sayıları ve İMKB'ye kote oldukları toplam dönemin sınırlı olması genel trendlerinin belirlenebilmesine yönelik sağlıklı yorumlar yapılabilmesine engel oluşturmaktadır.

ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

KÂR PAYI VERİMİ MODELİ VE İMKB UYGULAMASI

3.1. ARAŞTIRMANIN AMACI, ÖNEMİ, KAPSAMI VE SINIRLILIKLARI

Bu bölümde, İMKB’de işlem gören hisse senetlerinin 2001-2007 döneminde dağıttıkları kâr paylarının verimlilikleri çoklu regresyon yöntemi ile tespit edilmeye çalışılmıştır. Bölümün alt başlıklarında sırasıyla araştırmanın amacı, araştırmanın önemi, araştırmanın ana kütlesi, kapsamı ve sınırlılıkları, araştırma modeli, bağımlı ve bağımsız değişkenlerin tanımı, korelasyon ve regresyon analizleri ve son olarak çalışmanın sonuçlarına yer verilmiştir.

3.1.1. Araştırmanın Amacı

Bu çalışma, kâr paylarının, büyüklük, risk ve getiri ile olan ilişkisini test edebilmek için kâr payı verimi oranını İMKB’de işlem gören hisse senetleri üzerindeki etkisini araştırmaktadır. Bu amaçla ortaya konmaya çalışılacak başlıklar şöyle sıralanabilir:

- Hisse senedi seçiminde kâr payı dağıtılmasının yatırımcı için önemi,
- Yüksek kâr payı verimine sahip olan şirketlerin hisse senedi getirilerinin düzeyi,
- Kâr payı dağıtmayan şirketlerin getirileri ile dağıtanların getirileri arasındaki ilişkinin düzeyi,
- Şirketlerin piyasa değeri büyüklüklerinin kâr payı verimleri üzerinde etkisi,

- Dağıtılan kâr paylarının getiriler üzerinde dönemsel olarak bir etkisinin bulunup bulunmadığı.

Söz konusu model için, kâr payı verimi konusunda literatürde sıklıkla atıfta bulunulan Blume (1980), Keim (1985) ve Thomas vd. (1998, 2000, 2004) çalışmaları esas alınmıştır.

3.1.2. Araştırmanın Önemi

Kâr payı dağıtımı konusunda yerli ve yabancı literatürde birçok çalışma yapılmıştır. Konu kimi zaman kâr payı ve vergi perspektifinde, kimi zaman yöneticilerin kâr payı dağıtım kararları başlığında, kimi zaman da kâr payı bulmacası gibi değişik bakış açıları ile ele alınmıştır. Bazı çalışmalar birbirini desteklerken bazıları da birbirinin tam aksi sonuçları rapor etmişlerdir. Bu durumun sebepleri incelendiğinde; seçilen örneklem dönemi, ülkesel etkenler (alışkanlıklar, politikalar, bölgesel riskler, yasal kurallar vb.), ele alınan sektör ve seçilen metodoloji farklılıklarından kaynaklandığı görülmektedir. Bu etkenlerin çokluğu kâr payları ile getiriler arasında ilişki arayan akademisyenlerin genel olarak kabul edilmiş bir model oluşturamamasına sebep olmaktadır.

Türkiye'ye has verilerin kullanılması, ele alınan dönemin özellikleri, verimlerin aylık olarak hesaplanarak aylık bazda portföylerin oluşturulması ve çalışma sonuçlarının istatistikî olarak anlamlı çıkması kâr payı verimi temelinde portföylerin oluşturulabileceğini ve getiriler üzerinde bir tahminleme aracı olarak kullanılabileceğini göstermesi bakımından önemlidir.

3.1.3. Araştırmanın Ana Kütlesi, Kapsamı ve Sınırlılıkları

İMKB’de işlem gören şirketlerin dağıttıkları net nakit kâr paylarının hisse senedi getirileri üzerindeki etkisini test etmek için 2001 Ocak dönemi ile 2007 Aralık dönemi arasındaki 84 ay için 179 şirketin verilerinden yararlanılarak bir örneklem oluşturulmuştur. Veriler, İMKB, Analiz ve Ataonline’nin internet sitelerinden derlenmiştir. Örneklem seçiminde;

- Belirlenen dönem boyunca örneklemdeki hisse senetlerinin kesintisiz olarak işlem görmesi,
 - Seçilen şirketlerin 2001 yılı ve öncesi itibariyle borsaya kote edilmiş olması,
 - Şirketin piyasa değerlerinin hesaplanabilmesi için hisse senedinin A, B, C gibi farklı adlarla işlem görmemesi,
 - Mali ve Menkul Kıymet Yatırım Ortaklığı Endeksleri dışında kalan şirketler olması,
- tercih edilmiştir.

Örneklemde yer alan şirketlerin kâr payı dağıtma şartı aranmamıştır. Kâr payı dağıtmayan şirketlerin de ayrı bir portföy gurubu içinde yeri olduğu için yukarıdaki şartları sağlayan tüm şirketler örnekleme dahil edilmiştir.

3.2. ARAŞTIRMA MODELİ VE HİPOTEZLER

Araştırmanın temel denklemi, Keim’in 1985 yılında yapmış olduğu ve daha sonra yapılan çalışmalarda da esas alınan kâr payı verimi formülü üzerine oluşturulmuştur. Formül’ün pay kısmında görülen Div_T değeri daha açık

anlaşılabilmesi için Hisse Başına Kâr payı- $HBKP_t$ (DPS- Dividend Per Share) olarak değiştirilmiştir.

Kâr payı veriminin (Dividend Yield-DY) aşağıdaki formül yardımıyla hesaplanması mümkündür (Keim, 1985:476):

$$DY_t = (1/P_{t-13}) \sum_{t=13}^{t-1} HBKP_t$$

Kâr payı veriminin t ayında hesaplanabilmesi için t-1 ile t-13 ay boyunca dağıtılan net nakit kâr payları⁷ toplanmış ve hisse senedi sayısına bölünerek t ayı için ödenen hisse başı kâr payı tutarı (HBKP) bulunmuştur. Daha sonra bu tutar t-13. aydaki hisse senedi kapanış fiyatına (P_{t-13}) bölünmüştür. Veri seti her ne kadar 2001 Ocak – 2007 Aralık dönemi arasındaki 84 ay olarak belirlense de 2001 yılının Ocak döneminin kâr payı veriminin hesaplanabilmesi için 1999 yılının aralık ayından itibaren dağıtılan kâr payı tutarlarından ve kapanış fiyatlarından da yararlanılmıştır.

Kâr payı veriminin nasıl hesaplandığı Ford Otomotiv Sanayi A.Ş. verileri üzerinden 2008 Ocak ayı için aşağıda gösterilmiştir.

2008 Ocak Ayındaki Hisse Senedi Adedi:	350,910,000 adet
Net Nakit Kâr Payı Dağıtımları ve Dağıtım Tarihleri:	Nisan 2007- 193,000,500 YTL Kasım 2007- 208,791,500YTL
Hisse Senedinin 2006 yılı Aralık ayı kapanış fiyatı:	11,40 YTL

Ford Otomotiv Sanayi A.Ş., geçmiş 12 ay içinde ($\sum_{t=13}^{t-1}$) iki kez nakit kâr payı dağıtmıştır. Dolayısıyla 2008 yılının Ocak ayına ait hisse başına düşen kâr

⁷ Çalışmada, kâr paylarının vergi sonrası yatırımcısının eline geçecek net değerleri esas alınmıştır. Bu özellikle risksiz faiz oranı ile getirilerin karşılaştırılabilir olması bakımından önemlidir. Ayrıca çalışmada sadece nakit olarak kâr payı dağıtımı yapan şirketlerin kâr payı verimleri hesaplanmıştır.

payını verimini hesaplayabilmek için geçmiş 12 ay içinde dağıtılan tüm nakit kâr payları (Nisan 2007-193,000,500 YTL+ Kasım 2007-208,791,500 YTL) toplanarak hisse senedi sayısına bölünür (350,910,000 adet). Elde edilen rakam 13 ay öncesinin hisse senedi kapanış fiyatına (2006 Aralık-11,40YTL) bölündüğünde 2008 yılının Ocak ayına ait kâr payı verimi değeri bulunur.

$$DY_{Ocak\ 2008} = \frac{(193,000,500 + 208,791,500) / 350,910,000}{11,40} = 0,100439$$

Kâr payı veriminin hesaplamaların aylık olarak yapılacak olması yıllık olarak dağıtılan kâr paylarının aylığa dönüştürülmesini gerektirir. Örnekten hareketle Ford Otomotiv Sanayi A.Ş.’nin 2008 yılı Mayıs ayı kâr payı verimini hesaplarken yine on iki ay geriye gidilecek olmasıdır. Böyle bir durumda Nisan ve önceki on iki ay boyunca dağıtılmış herhangi bir nakit kâr payı var ise denkleme dahil edilecektir. Ancak, Kasım ayında dağıtılan kâr payı bu 12 aylık dönemde yer almadığı için toplama dahil edilmeyecektir. Bazı örneklerde önceki on iki ay boyunca kâr payı dağıtılmaması ilgili ay için kâr payı veriminin hesaplanamayacağından kâr payı verimi sıfır olarak kabul edilecektir.

2005 yılının Ocak ayına kadar İMKB’de işlem gören şirketler için nominal değer olarak 1,000 adet hisse senedi baz alınmaktaydı. Dolayısıyla, hisse senedi adeti belirlenirken 1,000 adet hisse senedi 1 lot olarak kabul edilir ve tüm işlemler lot üzerinden yapılırdı. 2005 yılı Ocak ayı itibariyle Yeni Türk Lirası’na geçiş ile birlikte 1,000 TL nominal değerli 1,000 adet (1,000,000 TL nominal bedelli) hisse senedinden oluşan işlem birimi “lot”, yeni yapıda 1 YTL nominal değerli 1 adet hisse

senedine dönüştürüldü (İMKB, 2004:1). Çalışmada, 2005 Ocak ile 2007 Aralık ayı arasındaki hesaplamalar 1 YTL nominal bedel üzerinden yapılmıştır.

Analize konu olan tüm şirketlerin hesaplanan kâr payı verimi oranlarına göre altı ana portföy oluşturulmuştur. Birinci portföyün kâr payı verimi diğer portföylere göre daha yüksek iken, beşinci portföyün kâr payı verimi değeri en düşüktür. Altıncı ve sonuncu portföyde ise kâr payı dağıtmayan dolayısıyla kâr payı verimi sıfır olan şirketler bulunmaktadır.

Oluşturulan bu altı ana portföy, şirket büyüklüğünün kâr payları ve getiriler üzerinde bir etkisinin bulunup bulunmadığının araştırılabilmesi için piyasa değerlerine göre kendi içlerinde beş eşit alt portföye daha bölünmüştür. Böylece toplam portföy sayısı otuz olmuştur. Bu iki bölümlenin ardından oluşan otuz portföyden ilki (1.P) t ayı için en yüksek kâr payı verimine sahip şirketler arasında aynı zamanda piyasa değeri en yüksek olanlardan oluşacaktır. Beşinci portföydeki (5.P) şirketler yine kâr payı verimi en yüksek olan şirketler içerisinde ilk beş portföydekilere göre daha düşük piyasa değerine sahip olan şirketlerden oluşacaktır. Yirmi altıncı portföy (26.P) ise, kâr payı verimi sıfır olan şirketler arasında piyasa değeri en yüksek olanları kapsamaktadır. Tablo 3.1’de portföylerin temel olarak nasıl sıralandığı gösterilmektedir.

Tablo 3.1. 30’lu Portföylerin Sıralanması

Kâr Payı Verimi Sıralaması	Piyasa Değerlerinin Büyüklüğüne Göre Sıralaması				
	En Büyük	2.Derece	3.Derece	4.Derece	En Küçük
En Çok	1.P	2.P	3.P	4.P	5.P
2.Derece	6.P	7.P	8.P	9.P	10.P
3.Derece	11.P	12.P	13.P	14.P	15.P
4.Derece	16.P	17.P	18.P	19.P	20.P
5. Derece	21.P	22.P	23.P	24.P	25.P
Sıfır Kâr Payı Verimi	26.P	27.P	28.P	29.P	30.P

Portföylerin bu ayırım biçimi ile kâr payı veriminin portföyün aşırı getirisi üzerindeki etkisinin yanında büyüklüğün de portföyün aşırı getirisi üzerindeki etkisi ölçülmeye çalışılmıştır.

Araştırma, kâr payı verimi temel denklemi oluşturulan portföyler üzerinde beş farklı hipotez ile test edilmiştir:

H₁: Portföyün aşırı getirisi ile piyasanın aşırı getirisi arasında ilişki vardır.

H₂: Portföyün aşırı getirisi ile portföyün kâr payı verimi arasında ilişki vardır.

H₃: Portföyün aşırı getirisi ile portföyün piyasa değeri büyüklüğü arasında ilişki vardır.

H₄: Portföyün aşırı getirisi ile kâr payı dağıtmayan şirketler arasında ilişki vardır.

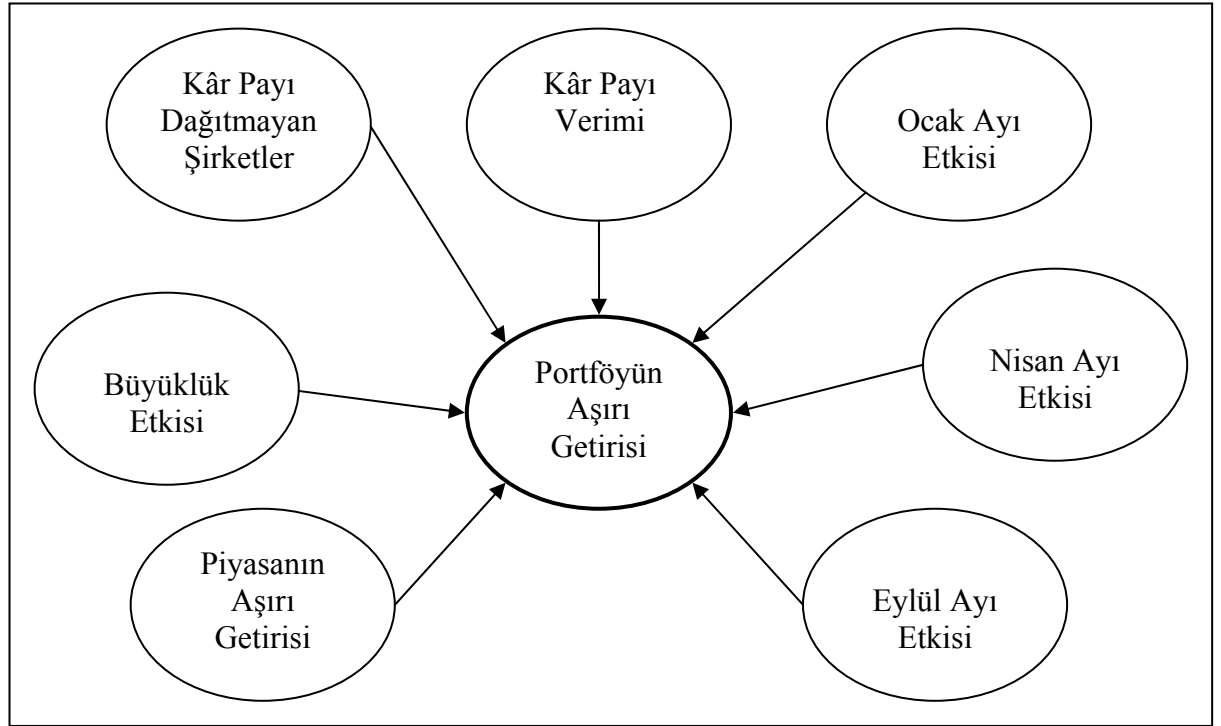
H_{5a}: Portföyün aşırı getirisi ile Ocak ayı arasında dönemsel bir ilişki vardır.

H_{5b}: Portföyün aşırı getirisi ile Nisan ayı arasında dönemsel bir ilişki vardır.

H_{5c}: Portföyün aşırı getirisi ile Eylül ayı arasında dönemsel bir ilişki vardır.

Şekil 3.1. hipotezlerin portföyün aşırı getirisi üzerindeki etkisini ve oluşturulmaya çalışılan modeli göstermektedir.

Şekil 3.1. Araştırma Modeli



3.2.1. Modeldeki Bağımlı ve Bağımsız Değişkenler

Uygulanacak modeldeki değişkenler ve bu değişkenlere ilişkin ayrıntılı özet bilgiler tablo ve grafikler yardımıyla bu kısımda açıklanacaktır. Belirlenen değişkenlerle ilgili olarak daha önce İngiltere ve ABD’de benzer çalışmaları gerçekleştiren Thomas vd. (2004) ve Keim’in (1985) elde ettiği sonuçlar da çalışmanın sonuçları ile karşılaştırmalı grafikler aracılığı ile sunulmuştur.

Regresyon denkleminin çözümlenmesi öncesinde değişkenlerin tanımlanması ve değerlendirilmesi denklem sonucu elde edilecek bulguların yorumlanabilmesi bakımından önemlidir. Modeldeki bağımlı değişken; bir portföyün getirisi ile risksiz faiz oranı arasındaki farktır. Modeldeki bağımsız değişkenler risk primi olarak adlandırılacak olan bu değişkeni açıklamak için belirlenmiştir. Bağımlı değişken, bir yatırımcının parasını hisse senetlerinden oluşacak bir portföye yatırmasıyla risksiz

bir yatırımı tercih etmesi arasında elde edeceği fark olarak açıklanabilir. Burada risksiz faiz oranı ile kastedilen devlet tahvili getiri oranıdır.

Modeldeki bağımsız değişkenler, portföylerin ortalama getirisi (ORGET) ile risksiz faiz oranı arasındaki farktır. Piyasanın aşırı getirisi olarak tanımlanabilir. Diğer bağımsız değişkenler ise, kâr payı verimi (DY) ve piyasa değerlerinin doğal logaritmasının ortalamasıdır (LNCAP).

Portföyler hesaplanan kâr payı verimlerine göre oluşturularak 84 aylık bir seri elde edilmiştir. Bu serinin temel ortalamaları en çok kâr payı dağıtan ilk portföyden hiç kâr payı dağıtmayan altıncı ana portföye doğru Tablo 3.2’de gösterilmiştir.

Tablo 3.2. Oluşturulan Portföylere İlişkin Temel Veriler

Kâr Payı Verimi Temelinde Oluşturulan Portföyler	Ortalama Getiri	Ortalama Standart Sapma	Ortalama Kâr Payı Verimi	Piyasa Değerleri⁸	Portföye düşen ortama Hisse Adedi⁹
En çok Kâr Payı verimi	0,031083	0,083441	0,120896	1,172,827,924	12,14
2	0,027834	0,089148	0,060054	453,308,734	12,20
3	0,01862	0,09303	0,038672	452,687,027	12,26
4	0,010479	0,094095	0,021368	2,502,762,629	12,20
En az Kâr Payı verimi	-0,00312	0,120074	0,007326	1,956,282,740	12,14
Sıfır Kâr Payı verimi	0,018414	0,159424	0	365,921,523	118

Tablo 3.2’ye göre, kâr payı verimi daha fazla olan şirketlerden oluşan portföylerin ortalama getirilerinin de daha fazla olduğu görülmektedir. Kâr payı verimi, üçüncü seviyeye kadar, yüksek olan şirketlerin ortalama getirileri kalan portföylerin getirilerine göre daha yüksektir. Bu kâr payı verimini esas alan değişken portföylerin, yüksek verimliden düşük verimliye doğru sıralamanın getiriler üzerinde

⁸ Değerler 31 Aralık 2007 tarihi itibarı ile YTL para cinsi üzerinden hesaplanmıştır.

⁹ 31 Aralık 2007 tarihi itibarı oluşturulan portföylere düşen şirket sayılarıdır. Örneklem dönemi boyunca oluşturulan portföylerde yer alan şirket sayıları kâr payı verimi değerinin hesaplanabilmesine göre her ay değişiklik göstermektedir.

etkili olduğunu ortaya koymaktadır. Üçüncü seviyeden sonra hisse senedi getirileri giderek düşmüş ve en az kâr payı verimi olan şirketlerin getiri ortalaması negatife dönmüştür. Kâr payı dağıtmamayı tercih eden şirketlerin seksen dört aylık ortalama getirilerine bakıldığında üçüncü seviyede kâr payı dağıtan şirketler ile neredeyse aynı seviyede olduğu görülmektedir. Bu durum, kâr payı dağıtmayıp, yatırıma dönüştüren şirketlerin yok denecek kadar az kâr payı verimine sahip şirketlere (4.derece ve en az kâr payı verimi olan şirketler) göre daha fazla sermaye kazancı sağladığını göstermektedir. Temel olarak kâr payı dağıtmayan şirketlerin yatırımcısının refahını maksimize etmek için kullanacağı enstrümanın sadece sermaye kazancı olduğu düşünülürse bu getirinin çok düşük kâr payı verimine sahip şirketlere göre daha fazla olması beklenmektedir.

Örnekleme dönemi boyunca hesaplanan portföylerin standart sapmalarında ise getirilere göre daha kesin çizgiler ile bir ayrım söz konusudur. Kâr payı verimi yüksek olan senetlerden oluşan ilk portföyün standart sapma değeri 0,83 iken takip eden portföylerin standart sapma değerleri giderek yükselmektedir. Bu durum kâr payı verimi yüksek olan şirketlerin hisse senedi fiyatının ortalamadan ciddi sapmalarının olmadığını ve dolayısıyla riskinin diğer senetlere göre daha düşük olduğunu göstermektedir. Yatırımcılar kâr payı verimi yüksek olan şirketleri tercih ettiklerinde sermaye kazancı yerine daha çok kâr payı kazancına dönük hareket ettikleri için ellerindeki senetleri elden çıkarmaya istekli değildir. Bu sebeple, kâr payı verimi yüksek olan şirketlerden oluşturulmuş portföylerde hisse senetlerindeki fiyat hareketliliğinden kaynaklanan spekülasyon endişesi, diğer şirketlere göre daha az ortaya çıkmaktadır. Bu durum kâr payı verim oranı azaldıkça standart sapmalardaki artışla kendini göstermektedir. Türkiye’de kâr payı dağıtmayı ve dağıtım

oranlarındaki istikrarı yatırımcısına benimsetmiş şirketlerin sayısının fazla olmaması, bu önemli göstergeden yeterince yararlanılmadığını düşündürmektedir. Öte yandan, örneklemedeki şirketlere bakıldığında portföylere düşen şirket sayıları ile kâr payı dağıtımını istikrarlı hale getirmeye çalışan şirketlerin sayısının birbirine yakın olduğu bilinmektedir. Türkiye’de düzenli olarak kâr payı ödeyebilen şirket sayısı on beşi geçmemektedir (Yıldırım, 2003:8). Kâr payı verimi oranı düştükçe portföylerin standart sapmaları artmaktadır. Özellikle kâr payı dağıtmayı tercih etmeyen, kâr payı verimi sıfır olarak hesaplanan altıncı ana portföyün standart sapması ilk portföyün standart sapmasının iki katına yakın (%16) olarak hesaplanmıştır. Bu durum, kâr payı dağıtmayarak sermaye kazancı yolu ile yatırımcının ekonomik refahını en yüksek düzeye çıkarmaya çalışan şirketlerin hisse senedi fiyatlarındaki oynaklığın kâr payı dağıtmayı tercih eden şirketlere göre daha riskli olduğunu göstermektedir. Bu sonuç, Şen’in (1999) ve Keim’in (1985) yapmış olduğu çalışmalarla uyumludur.

Kâr payı verimlerine göre oluşturulmuş portföylerin şirket büyüklükleri ile anlamlı bir ilişkisinin olmadığı, bununla birlikte kâr payı dağıtmayan şirketlerin 31 Aralık 2007 tarihi itibari ile ortalama piyasa değerlerinin, dağıtanlara göre genel olarak daha düşük olduğu görülmektedir. Ayrıntılı bilgiler Tablo 3.3’te, 30’lu portföylerin dağılımında ele alınacaktır.

Tablo 3.2’de yer alan hisse senetleri adedi sütununda gösterildiği gibi kâr payı verimi en yüksek olan hisse senetlerinden oluşan ilk ana portföye düşen hisse senedi adedi seksen dört aylık ortalama 12’ye yakındır. Bir şirketin hangi portföye dahil edilmesi gerektiği, 179 şirketin yer aldığı 84 aylık örnekleme Matworks Matlap 7.1 programı ile belirlenmiştir. Böylece portföyleri kâr payı verimine göre her ay için büyükten küçüğe doğru dizmek ve kendi içerisinde piyasa değeri

büyükliklerini de göz önünde bulundurarak 30'lu portföyler oluşturma sırasında ortaya çıkabilecek hatalar en aza indirilmiştir.

Büyüklik kriterine göre bir beşli ayrımın yapılmadığı ana portföy gruplarında kâr payı verimi hesaplanabilen şirketlerin kâr payı dağıtmayan diğer şirketlere göre ne kadar az olduğu Tablo 3.2'de açıkça görülmektedir. 84 aylık ortalama verilere göre kâr payı verimi hesaplanan 61 adet şirkete karşın 118 adet kâr payı dağıtmamayı tercih etmiş olan şirket mevcuttur. Bu durum Türkiye'deki genel nakit kâr payı dağıtmama eğilimi ile paraleldir. Örneklem dönemi için her üç şirketten biri nakit kâr payı dağıtmayı tercih etmektedir.

Kâr payı verimi temeline göre oluşturulan 30'lu portföylerin, 31 Aralık 2007 tarihi itibarıyla piyasa değeri büyüklüğüne göre dizilimi Tablo 3.3'te gösterilmektedir.

Tablo 3.3. Piyasa Değerine (YTL) Göre 30'lu Portföyler (31.12.2007)

Kâr Payı Verimi	Büyük	2	3	4	Küçük
En Çok	4,663,783,008	512,833,755	328,615,630	185,496,248	109,813,058
2	1,700,449,395	334,271,376	189,465,658	62,018,494	43,936,667
3	1,018,203,137	434,741,458	258,466,080	208,121,090	129,266,667
4	14,281,666,667	624,785,240	213,936,750	142,024,000	62,565,600
En Az	11,132,796,850	2,644,502,920	1,154,385,355	834,292,882	192,521,077
Sıfır	1,503,049,906	190,200,551	78,983,465	38,775,696	18,597,998
Toplam Ortalama Değerler	5,716,658,160	790,222,550	370,642,156	245,121,402	92,783,511

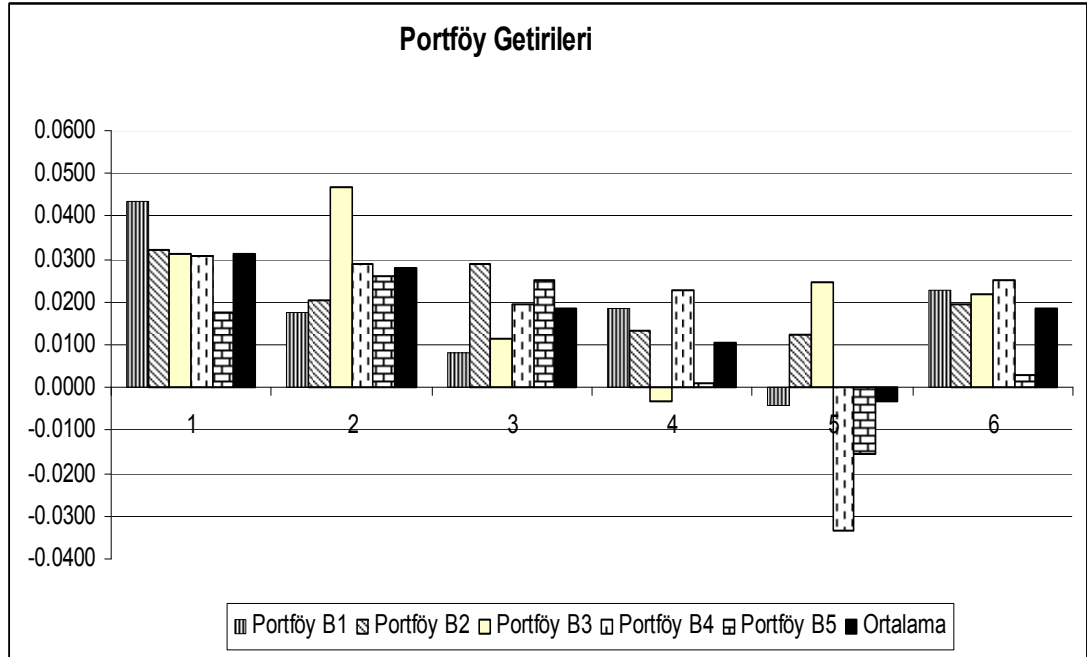
Şirketler büyüklik kriterine göre alt portföylere ayrıldıktan sonra, şirketlerin piyasa değeri büyüklükleri ile kâr payı verimleri arasında anlamlı bir ilişki ortaya çıkmamıştır. Dördüncü seviyede kâr payı verimi olan şirketler arasında büyüklüğe göre beşli bir ayrım yapıldığında, en büyük olan şirketlerin piyasa değerlerinin ortalaması 14,281,666,667 YTL olarak hesaplanmıştır. Örneklem içinde kâr payı

verimi daha az olan (4.seviye) şirketlerin ortalama piyasa değerinin en yüksek tutar olduğu görülmektedir. Bu kâr payı politikalarının şirket büyüklüğünden bağımsız olarak belirlendiğini, piyasa değerleri düşük olan şirketlerin ise kâr payı verimlerinin daha yüksek çıkabildiğini göstermektedir.

Tablo 3.3'deki en küçük ortalama piyasa değerinin (18,597,998 YTL) kâr payı verimi sıfır olan portföy grubunda bulunması dikkat çekicidir. 179 şirketin 31.12.2007 tarihindeki piyasa değerleri göz önüne alındığında kâr payı verimi sıfır olan şirketlerin en düşük değerlere sahip olduğu gözlemlenmektedir. Kâr payı verimi sıfır olan şirketlerin yer aldığı altıncı ana portföy grubunun son hücresinde kalan (30.P) yirmi iki şirkete bakıldığında bu değer tesadüfi olarak oluşmadığı görülmektedir. Bu portföyde yer alan şirketlerin piyasa değerlerinin 8,505,000-28,248,000 YTL arasında değiştiği gözlemlenmektedir. Bu portföyde, son dönemde zarar eden ve bu nedenle hisse senetleri değer yitiren ve kâr payı dağıtamayan şirketlerin yer aldığı söylenebilir.

Örneklem dönemi boyunca hesaplanan ortalama portföy getirilerine ilişkin veriler Grafik 3.1'de gösterilmektedir.

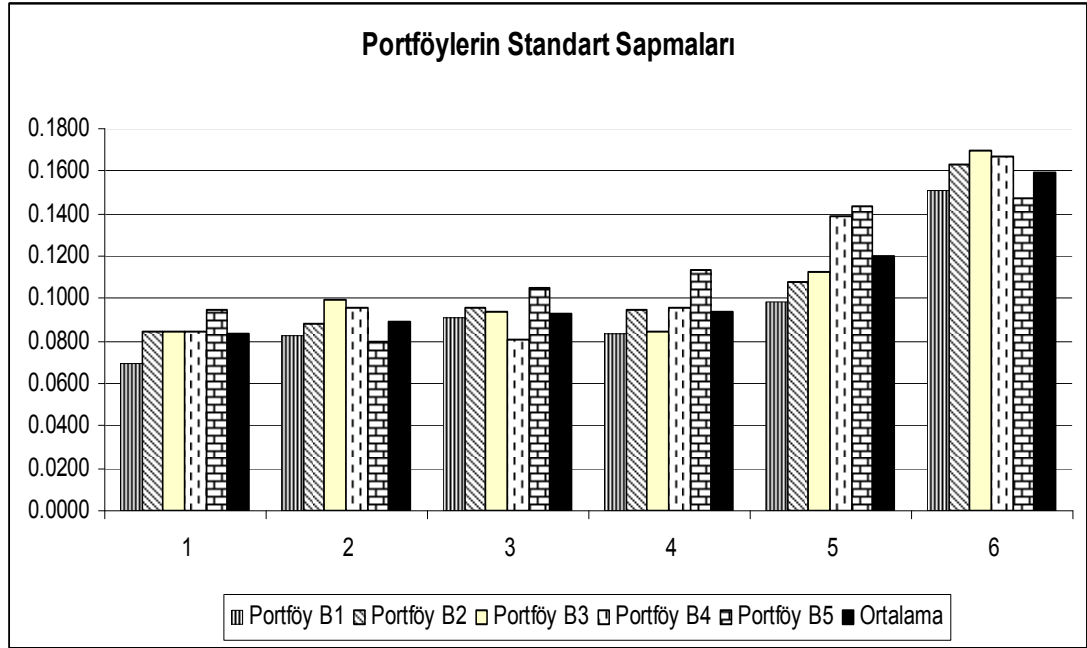
Grafik 3.1.Portföy Getirileri



Grafik üzerinde sıralanan altı portföy en çok kâr payı verimi olan (1) portföyden hiç kâr payı dağıtmayan (6) portföye doğru gösterilmektedir. Birinci grupta yer alan şirketlerin kendi içlerindeki desensel ayrımları ise büyüklüklere göre yapılmıştır. Grafikte kâr payı verimleri yüksek olan şirketlerin hisse senedi getirilerinin de yüksek oranlarda gerçekleştiği görülmektedir. Özellikle ortalama sütunlar ele alındığında altı ana portföyden ilk beşinin kâr payı verimleri azaldıkça hisse senetlerinin getiri performansı da giderek azalmıştır. Seksen dört aylık ortalama getirilere bakıldığında kâr payı verimi en yüksek olan ilk üç portföyün hisse senedi getirilerinin hiç kâr payı dağıtmayan altıncı portföyünkünden daha iyi olduğu görülmektedir. Getiriler ile büyüklük arasında ise, anlamlı bir ilişkiye rastlanamamıştır. 2., 3., 4., 5. ve 6. ana portföy gruplarında getiri ve büyüklük sıralaması ilişkisizliği daha net ortaya çıkmaktadır.

Örneklem dönemi boyunca hesaplanan ortalama portföy standart sapmalarına ilişkin veriler Grafik 3.2’de gösterilmektedir.

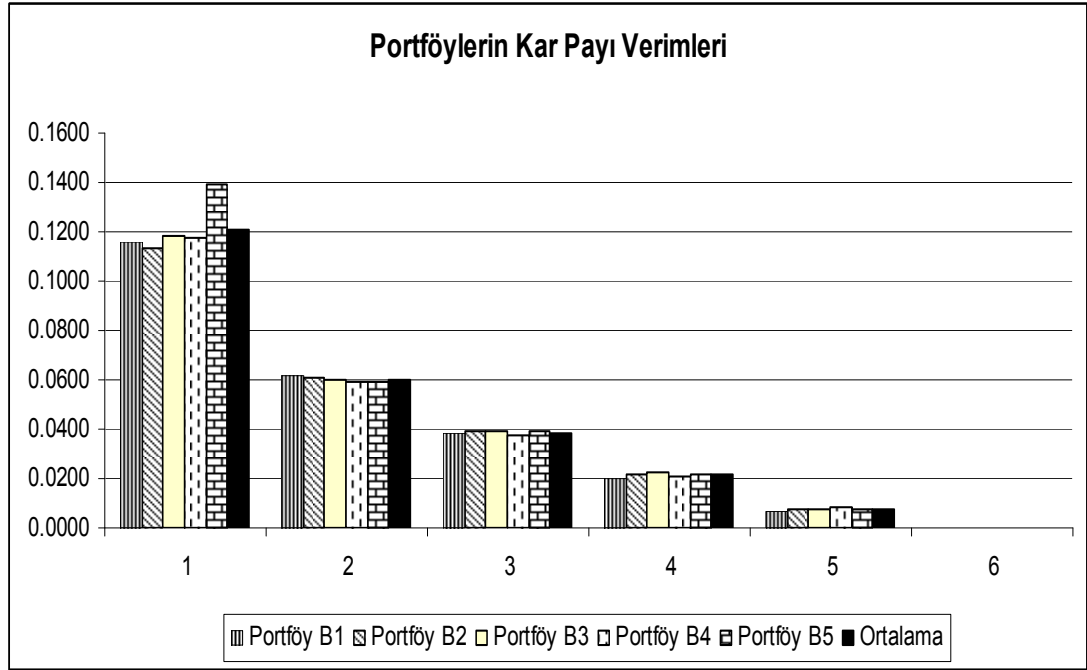
Grafik 3.2.Portföylerin Standart Sapmaları



Daha önce de belirtildiği üzere, kâr payı verimleri ile standart sapmalar arasında yakın bir ilişkinin olduğu görülmektedir. Kâr payı verimi yüksek olan şirketlerin standart sapmalarının daha düşük olduğu bu verim oranı düştükçe standart sapma değerlerinin doğrusal olarak yükseldiği Grafik 3.2’de açık olarak görülmektedir. Öte yandan, şirket büyüklükleri ile portföylerin standart sapma değerleri arasında anlamlı bir ilişkinin bulunmadığı da söylenebilir. Ortalama değerler üzerinden değerlendirilirse kâr payı verimi sıfır olan şirketlerin oluşturduğu altıncı ana portföyün standart sapması diğer portföylerinkinden belirgin bir biçimde yüksek çıkmaktadır. Bu durumun kâr payı verimi sıfır olan şirketlerin hisse senedi fiyatlarındaki dalgalanma (volatilite) ve riskle yakından ilgili olduğu söylenebilir.

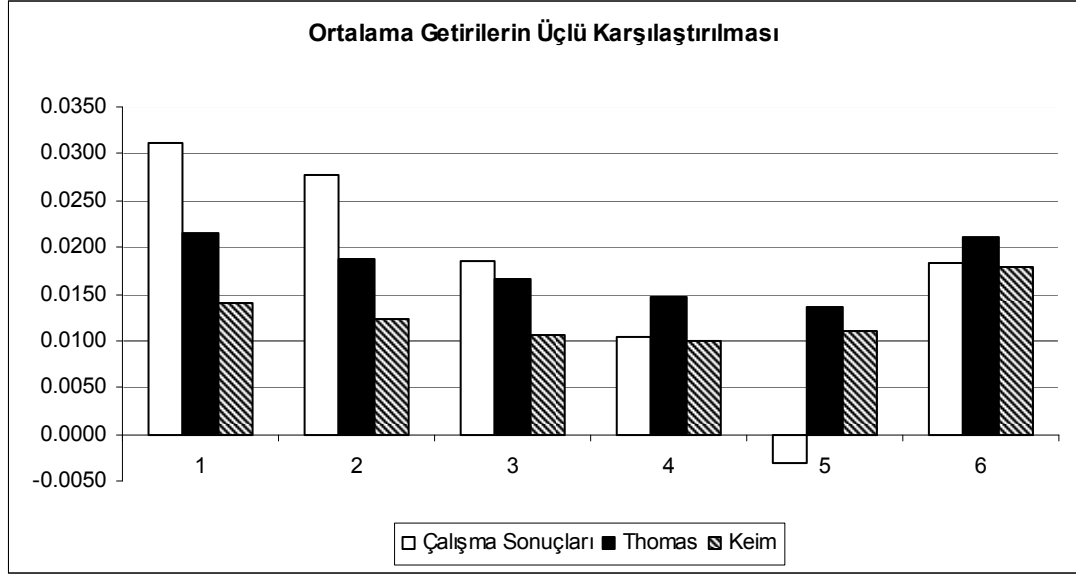
Örneklem dönemi boyunca hesaplanan ortalama kâr payı verimlerine ilişkin veriler Grafik 3.3’de gösterilmektedir.

Grafik 3.3 Portföylerin Kâr Payı Verimleri



Örnekleme dönemi içerisinde kâr payı verimi esas alınarak gerçekleştirilen bir portföyleşmedeki ilişki Grafik 3.3'te gösterilmektedir. Kâr payı verimlerinin en fazla olduğu ilk portföy dışında, kalan diğer portföylerin kâr payı verimine göre diziliminde homojen bir dağılım vardır. Kâr payı verimine göre hazırlanan grafik 3.3'te verim rakamları giderek azalmaktadır. Kâr payı verimlerinin hesaplanamadığı ve kâr payı verimi sıfır olarak kabul edilen altıncı portföyde ise, herhangi bir sütun görülmemektedir. Ancak, hesaplamalarda kâr payı verimi sıfır olan altıncı portföydeki şirketler arasında piyasa değeri büyüklüğe göre bir sıralama yapıldığını hatırlatmakta yarar vardır.

Grafik 3.4. Kâr Payı Verimi Temeline Göre Hazırlanmış Portföylerin Ortalama Getirilerin Üçlü Karşılaştırılması (Keim, Thomas ve Çalışma Sonuçları)

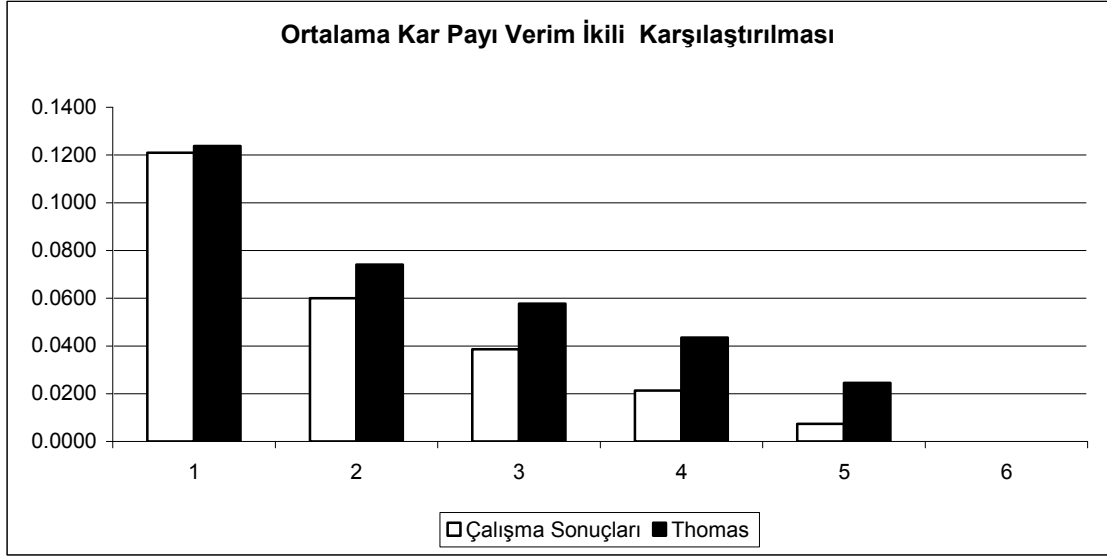


Yapılan çalışmanın sonuçları, literatürde önemli atıflarda bulunan Keim (1985) ve Thomas vd. (2004)'nin çalışmaları ile karşılaştırılmalı olarak Grafik 3.4'te gösterilmektedir. Grafik incelenirken dönemsel farklılığın ve örneklem şirketlerinin farklı ülkelerden alındığı göz önünde bulundurulmalıdır. Keim, 1931-1978 yılları arasında New York Menkul Kıymetler Borsa'sındaki şirketleri incelerken, Thomas vd. 1958-1997 yılları arasında Londra Menkul Kıymetler Borsası'ndaki şirketleri incelemiştir.

Kâr payı verimi yüksek olan portföylerin getirileri ilk dörtlü grupta giderek azalan bir performans sergilemektedir. Bununla birlikte çalışmada kâr payı veriminin sıfır olduğu altıncı portföyün getiri oranı, Thomas vd.'nin yapmış olduğu çalışmadaki ilk portföyün getiri performansının hemen altında yer almaktadır. Keim'in 1985 yılında yapmış olduğu çalışmada ise, kâr payı verimi sıfır olan şirketlerin getirileri dağıtanlara göre belirgin biçimde daha yüksektir. Bu sonuçlara göre Türkiye'de kâr payı dağıtan şirketlerden oluşturulacak portföyler için daha

yüksek kâr payı verimine sahip olan şirketlerin getirilerinin daha yüksek olacağı söylenebilir.

Grafik 3.5. Kâr Payı Verimlerinin İkili Karşılaştırılması (Thomas ve Çalışma Sonuçları)



Grafik 3.5'te yapılan çalışma ile Thomas vd. 2004 yılında yaptığı çalışmanın sonuçları kâr payı verimi ölçütü ile karşılaştırılmaktadır. Grafikte görüldüğü üzere İngiltere'deki kâr payı verim değerleri Türkiye'dekinden daha yüksek seviyelerde gerçekleşmiştir. Sonuçlar, örneklem dönemlerinin, şirket sayılarının ve sistematik risklerin farklılığı göz önünde bulundurulmadığında, İngiltere'de kâr payı verimlerinin Türkiye'dekinden daha fazla olduğu yönünde yorumlanabilir.

3.2.2. Çalışma Modeline İlişkin Korelasyon ve Regresyon Analizi

Bu bölümde yukarıda tanımlayıcı istatistiki değerleri ile anlatılmaya çalışılan bağımsız değişkenlerin regresyon modellemesi ve korelasyon analizlerine yer verilecektir.

3.2.2.1. Korelasyon Analizi

Regresyon analizine başlamadan önce değişkenler arasında ilişki olup olmadığı ve böyle bir ilişki varsa, bu ilişkinin yönünün ve gücünün belirlenmesi gerekmektedir. Bunun için değişkenler korelasyon analizine tabii tutulmuştur.

Korelasyon analiz tekniğinin seçimini yapabilmek için öncelikle serinin normal dağılıma uygun olup olmadığının belirlenmesi gerekmektedir. Bunun anlaşılabilmesi için Simetri (Skewness), Çarpıklık (Kurtosis) ve Jarque – Bera testi uygulanmıştır.

Normal dağılım gösteren seriler için Simetri'nin sıfıra Çarpıklık'ın üçe yakın olması beklenir. Bu iki değerde de serilerin normal dağılıma uygun olmadığı tespit edilmiştir. Simetri -0,8463, Çarpıklık ise, 10,16903 değeri ile serilerin normal dağılmadığını göstermektedir.

Jarque – Bera testi (5720,702) serinin, serbestlik derecesi 2 olan bir ki-kare dağılımına uygun olduğunu göstermektedir. Hesaplanan ki-kare istatistiğinin olasılık değeri (probability, p) yeterince düşükse, artıkların normal dağıldığını ileri süren boş hipotez reddedilir. Ancak p değeri yüksekse normallik varsayımı reddedilmez. Buna göre p değeri 0,00000'dır. p değeri hem %1 hem de %5 anlamlılık düzeyinde artıkların normal dağılıma sahip olduğunu gösteren boş hipotezin reddedilmesini gerektirmektedir. Sonuç olarak Jarque – Bera testine göre, artıklar hem %1 hem de %5 anlamlılık düzeyinde normal dağılıma sahip değildir.

Yapılan analiz sonucunda elde edilen sonuçlar, değişkenlerin normal dağılıma uygun olmadığını göstermektedir. Bu yüzden Spearman Sıra Korelasyon analizi tercih edilmiştir.

Tablo 3.4. Spearman Sıra Korelasyonu Sonuç Tablosu

Spearman Sıra Korelasyonu		Dy	LNCAP	ORGET-RF	GET-RF
Dy	Korelasyon katsayısı	1	-.020	.036	.075(**)
	Sig. (2-tailed)	.	.317	.073	.000
LNCAP	Korelasyon katsayısı	-.020	1	-.121(**)	-.091(**)
	Sig. (2-tailed)	.317	.	.000	.000
ORGET-RF	Korelasyon katsayısı	.036	-.121(**)	1	.767(**)
	Sig. (2-tailed)	.073	.000	.	.000
GET-RF	Korelasyon katsayısı	.075(**)	-.091(**)	.767(**)	1
	Sig. (2-tailed)	.000	.000	.000	.

** Korelasyonun %1 düzeyinde istatistiksel olarak anlamlı olduğunu gösterir.

Getiri-Risksiz faiz oranı değişkeni ile kâr payı verimi arasında yüzde 99 anlam düzeyinde istatistiksel olarak bir ilişki saptanmıştır. Getiri-Risksiz faiz oranındaki bir birimlik artış kâr payı verimini yüzde 7,5 oranında olumlu yönde etkilemektedir. Ancak hesaplanan korelasyon katsayısının gücü çok zayıftır.

Piyasa değerleri ile ortalama getiri-risksiz faiz oranı arasında %99 anlam düzeyinde istatistiksel olarak bir ilişki saptanmıştır. Piyasa değerindeki bir birimlik artış ortalama getiri-risksiz faiz oranı üzerinde %12,1 oranında olumsuz yönde etkilemektedir.

Piyasa değerleri ile getiri-risksiz faiz oranı arasında yüzde 99 anlam düzeyinde istatistiksel olarak bir ilişki saptanmıştır. Piyasa değerindeki bir birimlik artış getiri-risksiz faiz oranı üzerinde yüzde 9,1 oranında olumsuz yönde etkilemektedir.

Son olarak ortalama getiri-risksiz faiz oranı ile getiri-risksiz faiz oranı arasında %99 anlam düzeyinde istatistiksel olarak bir ilişki saptanmıştır. Ortalama getiri-Risksiz faiz oranındaki bir birimlik artış getiri-Risksiz faiz oranını %76,7 gibi yüksek bir oranda olumlu yönde etkilemektedir. Bu iki değişkenin riskiz faiz oranına göre hesaplanması aradaki korelasyonun yüksek çıkmasına sebep olmaktadır. Bu

değer aynı zamanda değişkenler arasındaki tek güçlü korelasyon katsayısı olarak görülmektedir.

Bağımsız değişkenlerin, bağımlı değişkenler ile arasındaki korelasyonun düşük olması, regresyon denkleminde yüksek düzeyde çoklu doğrusal bağlantının olmadığını göstermektedir.

%99 güven aralığında, diğer değişkenler arasında anlamlı bir ilişki tespit edilememiştir.

3.2.2.2. Regresyon Analizi

Modelde bağımlı değişken, risk primini temsil eden, her bir portföyün getirisi ile risksiz faiz oranı arasındaki farktır (GET-Rf). Bağımsız değişkenler yukarıda da açıklandığı üzere, tüm portföylerin ortalama getirisi (ORGET) ile risksiz faiz oranı arasındaki fark (ORGET-Rf), portföylerin kâr payı verimleri (DY) ve şirketlerin piyasa değerlerinin doğal logaritmalarının ortalamasıdır (LNCAP). Tüm portföylerin ortalama getirisinin formülde yer almasının temel nedeni piyasanın getirisini bulmaktır. Piyasanın getirisi t döneminde 1 ise, her bir portföyün aynı dönemdeki getirilerinin toplamı da 1 olacaktır.

Kâr payı verimi ve şirketin piyasa değerlerine göre büyükten küçüğe doğru sıralanmış bulunan 30 portföy 2001 Ocak ve 2007 Aralık (1.ay ile 84.ay) tarihleri arasında aylık olarak analize tabi tutulmuştur. Portföylerin bu şekilde belirlenmesindeki amaç kâr payı verimi değeri yüksek olan şirketlerle düşük veya sıfır olan şirketleri karşılaştırmak ve aralarında anlamlı bir ilişkinin olup olmadığını tespit etmektir. Bu amaçla Thomas'ın 2004 yılında yayınlanan çalışmasında uyguladığı şu formülden yararlanılmıştır:

$$R_{get} - R_{ft} = \alpha + \beta_p (R_{orget} - R_{ft}) + \beta_2 DY_t + \beta_3 LNCAP_{pt} + u_{pt}$$

$$P=1, \dots, 30 ; t=1, \dots, 84$$

R_{get} : İlgili aydaki portföyün getirisidir.

R_{ft} : T.C Hazine bonolarının 2001 Ocak ve 2007 Aralık dönemleri arasındaki t ayına ilişkin getiri oranını temsil etmektedir. Bu oranın aylık olarak elde edilebilmesi için Hazine verilerinde aylık olarak verilen “Hazine İskontolu İhalelerin Yıllık Bileşik Faiz Oranları” tablosundan yararlanılmıştır. Yıllık bileşik verilerin ilgili aydaki faiz oranı on ikiye bölünmüş ve aylık risksiz faiz oranı hesaplanmıştır.

R_{orget}: 30 portföyün aylık ortalama getirisi olarak belirlenmektedir.

DY_t: t ayına ilişkin hesaplanan kâr payı verimidir.

$$DY_t = (1/P_{t-13}) \sum_{t-13}^{t-1} HBKP_t$$

LNCAP: LNCAP Değişkeni ise t dönemi için portföyde yer alan şirketlerin aylar itibari ile hisse senedi sayıları ile o aya ait kapanış fiyatı ile çarpılmasının sonucu ortaya çıkan piyasa değerlerinin doğal logaritmalarının ortalamasıdır. Sermaye artırımları yapıldıkça hisse senedi sayıları artacağı için şirketlerin sermaye artırım tarihleri ve artırım miktarları eş zamanlı olarak analize dahil edilmiş ve hesaplamalar ilgili ayda buna göre yeniden yapılmıştır.

U_{pt}: Hata terimi olarak tanımlanmıştır.

İstatistiki analizinde, E-views 5.0 Ekonometri paket programı kullanılarak En Küçük Kareler (EKK) yöntemi uygulanmıştır.

Tablo 3.5. EKK Yöntemine Göre Temel Regresyon Denkleminin Sonuçları

Bağımlı Değişken: GET-RF		
Bağımsız Değişkenler	Katsayı	t Değeri ve Anlam Düzeyi
SABİT TERİM	-0,008426	-1,075
ORGET-RF	0,999440	60,94104***
DY	0,161933	4,255267***
LNCAP	0,00000643	0,230736
R ²	0,601796	
Düzeltilmiş R ²	0,601322	
Durbin-Watson İstatistiği	1,969497	
F Değeri ve Anlamlılık Düzeyi	1267,459***	
Olasılık (Prop F-Statistic)	0,00000	

*** ve ** sırasıyla %10, %5 ve %1 düzeyinde istatistiksel olarak anlamlı olduğunu gösterir.

White Heterokedasticity testi sonuçlarına göre (F-İstatistiği 5,087418; Olasılık, 0,000034) White düzeltilmesi yapılarak çözümlenmiştir.

Analiz sonucunda 2001 Ocak ile 2007 Aralık tarihleri arasında İMKB’de işlem gören 179 şirkete ilişkin Tablo 3.5’teki istatistiki sonuçlar aşağıda kısaca açıklanmıştır.

Modelin açıklayıcılığı %60’dır. Bu oldukça kabul edilebilir bir orandır. Denklemdaki portföy aşırı getirisindeki (GET-RF) toplam değişimin %60’ını kâr payı verimi (DY), piyasanın aşırı getirisi (ORGET-RF) ve piyasa değerlerleri (LNCAP) açıklamaktadır. Hem 0,10 ve 0,05 hem de 0,01 anlamlılık düzeylerinde F istatistik değeri (1267,459), denklemdaki bağımsız değişkenlerle bağımlı değişken arasındaki ilişkinin doğrusal nitelikte olduğunu göstermektedir. Ayrıca, kurulan modelin bir bütün olarak anlamlı olduğunu F istatistik değerinin anlamlılık düzeyi ortaya koymaktadır.

Ortalama getiri ile risksiz faiz oranı arasındaki fark (ORGET-RF) portföy aşırı getirisidir. Piyasa aşırı getirisindeki 1 birimlik değişim portföy aşırı getirisini %99,9 değiştirmektedir. Portföyün bu aşırı getirisi bir başka ifadeyle risk primi ile piyasa aşırı getirisi arasında pozitif bir ilişki bulunduğunu göstermektedir. Bu sonuca

göre, H₁ hipotezi kabul edilmiştir. Risk ile getiri paraleldir, risk primi arttıkça elde edilecek getiri de aynı ölçüde artmaktadır.

Bağımsız değişken “kâr payı verimi”nin (DY) analiz sonuçları da %99 düzeyinde anlamlıdır. Portföyleri kâr payı verimi esasına göre belirlersek daha yüksek kâr payı dağıtan şirketlerin getireceği kazançların daha yüksek olacağını görmekteyiz. Kâr payı verimindeki 1 birimlik değişim portföyün aşırı getirisini %16 oranında artırmaktadır. Bu sonuca göre, H₂ hipotezi kabul edilmiştir.

Piyasa değerleri (LNCAP) büyük olan şirketleri ile getiriler arasında istatistiksel açıdan anlamlı bir ilişki tespit edilmemiştir. Dolayısıyla piyasa riski ve kâr payı verimine göre belirlenecek olan portföylerin yatırımcı açısından daha fazla dikkate alınmasının yararlı olacağı sonucu ortaya çıkmaktadır. Bu sonuca göre, H₃ hipotezi reddedilmiştir.

Tek tek katsayıların anlamlılığını test etmek için kullanılan t-istatistiği bir bütün olarak modeldeki katsayıların aynı anda anlamlı olup olmadığını, başka bir ifade ile modelin bir bütün olarak anlamlı olup olmadığını test etmek için kullanılmaz. Birden fazla katsayının testini aynı anda yapmak için F-testi kullanılır. Model tahmin edildikten sonra elde edilen sonuçları gösteren Tablo 3.5’deki F-testi değerinin olasılığına bakıldığında (Prob F-test: 0.0000), modelin %1, %5 ve %10 anlamlılık düzeylerinin her birinde bir bütün olarak anlamlı olduğu söylenebilir.

Getiri-risksiz faiz oranı bağımlı değişkeninin belirleyicilerinin en küçük kareler yöntemiyle test edilmesi sonucu aşağıdaki denklem elde edilmiştir:

$$(GET-RF) = -0,008 + 0,999 (ORGET-RF) + 0,161 DY - 0,001 LNCAP$$

Bu denkleme göre, GET-RF değişkenindeki 1 birimlik değişim, ORGET-RF 0,99 oranında etkilemektedir. Kâr payı verimindeki 1 birimlik artış, getiri oranını 0,16 oranında arttırmaktadır. Piyasa değerlerinin doğal logaritmasının ortalaması (LNCAP) ise istatistikî olarak anlamsız ve sıfıra yakın bir değer ile bağımlı değişkeni etkilemektedir.

Aylık kâr payı verimi temeline göre oluşturulan portföylerle, kâr payı verimi ile getiri arasında doğru orantılı ve anlamlı bir ilişki olduğu tespit edilmiştir. Bu ilişki, Litzenberger ve Ramaswamy (1979-1982), Blume (1980), Keim (1985), Kalay ve Michaely (1993), Gombala ve Liu, (1993a-b), Kothari ve Shanken (1997), Naranjo vd. (1998), Thomas (1998-2000-2004-2005), Jiang ve Lee'nin (2007) yaptığı çalışmalar ile uyumludur. İlişkiyi daha önce İMKB üzerinde test eden Şen (1999) de benzer sonuçlara ulaşmıştır. Bu durum Black ve Scholes (1974) ile Miller ve Scholes (1982) tarafından “yıllık kâr payı verimleri üzerinden hesaplanan kâr payları-getiri arasında ilişki yoktur” sonucu ile uyumlu değildir.

Kâr payı verimlerine göre oluşturulmuş portföylerle piyasa değerleri arasında anlamlı bir ilişki tespit edilememiştir. Aynı zamanda, piyasa değerleri yüksek olan şirketlerin kâr payı politikalarının etkin olup olmadığına dair anlamlı bir ilişki ortaya konulamamıştır. Sonuçlar Thomas vd. 1998 yılında yapmış olduğu çalışma ile uyumludur.

Piyasa değerleri yüksek olan şirketlerden oluşturulan portföyler, otuzlu portföy sıralamasında farklı hücrelerde yer alabilmektedir. Bununla birlikte kâr payı verimi sıfır olan şirketlerin son portföylerde (29.P, 30.P) en düşük piyasa değerlerine sahip olan şirketlerden oluştuğunu görmekteyiz. 31 Aralık 2007 itibarıyla bu iki portföyde yer alan ortalama şirket sayısının 44 olduğu düşünülürse bu portföyün kâr

ödeyemeyen ve piyasa değeri azalmış olan şirketlerden oluştuğunu söyleyebiliriz. Bu durum, Keim (1985) ve Naranjo'nun (1998) çalışmaları ile tutarlı değildir. Keim ve Naranjo küçük şirketlerin getirilerinin büyük şirketlerin getirilerden daha fazla olduğunu tespit etmişlerdir. Başka bir ifadeyle, getiri-kâr payı verimi ilişkisinin büyük şirketlere göre küçük şirketler üzerinde daha fazla olumlu etkiye sahip olduğu sonucuna ulaşmışlardır. İki yazar da yaptıkları analizlerde bu değişkenler arasında istatistiki olarak anlamlı ve negatif yönlü bir ilişki bulmuştur.

Kâr payı verimlerine göre oluşturulmuş portföylere dayandırılmadan da büyüklük etkisine dönük yapılan bir çok çalışma mevcuttur. Banz (1981) ve Reinganum (1983), küçük firmaların hisse senetlerinin büyük firmaların hisse senetlerine oranla, normalin üzerinde getiri sağladığını kanıtlayan ilk çalışmaları yapmışlardır. Sonraki yıllarda da bir çok araştırmacı benzer kanıtlara ulaşmıştır. Özcan ve Yücel'in İMKB üzerinde 2003 yılında yaptıkları çalışmada da benzer sonuçlara ulaşılmıştır.

Yukarıdaki denkleme Ocak, Nisan, Eylül ayı kuklaları ile kâr payı dağıtmayan portföy kukla değişkenleri eklenmiştir. Bu, kâr payları ile getiri arasında dönemsel bir ilişkinin olup olmadığının ölçülebilmesi ve kâr payı dağıtan/dağıtmayan şirketler arasındaki ayrımın daha net ortaya konulabilmesi için gereklidir. İlgili denklemin sonuçları Tablo 3.6'da özetlenmiştir.

Tablo 3.6. EKK Yöntemine Göre Dönemsellik ve Kâr Payı Dağıtmamanın Etkisi

Bağımlı Değişken: GET-RF		
Bağımsız Değişkenler	Katsayı	t Değeri ve Anlam Düzeyi
SABİT TERİM	-0,013808	-1,908654
ORGET-RF	0,998707	52,19918***
DY	0,199036	4,819737***
LNCAP	0,000124	0,465067
DAĞITMAYANLAR (D0)	0,011753	2,789801***
OCAK (K1)	0,001996	0,310926
NİSAN (K4)	0,001434	0,219687
EYLÜL (K9)	-0,000638	-0,110228
R ²	0,602646	
Düzeltilmiş R ²	0,601538	
Durbin-Watson İstatistiği	1,972541	
F Değeri ve Anlamlılık Düzeyi	544,2591***	
Olasılık (Prop F-Statistic)	0,00000	

*** ve ** sırasıyla %10, %5 ve %1 düzeyinde istatistiksel olarak anlamlı olduğunu gösterir.
White Heterokedasticity testi sonuçlarına göre (F-İstatistiği 5,087418; Olasılık, 0,000034) White düzeltilmesi yapılarak çözümlenmiştir.

Modelin açıklayıcılığı serbestlik derecesini dikkate alan düzeltilmiş R²'ye göre % 60,1'dir. Bu oran bağımlı değişkendeki toplam değişimin yaklaşık %60'ının modeldeki bağımsız değişkenler tarafından açıklanabildiğini göstermektedir. Denklemdaki portföy aşırı getirisindeki (GET-RF) toplam değişimin %60'ını; kâr payı verimi (DY), piyasa riski (ORGET-RF), piyasa değerlerinin doğal logaritmasının ortalaması (LNCAP), kâr payı dağıtmama kukla değişkeni, Ocak, Nisan ve Eylül ayı kukla değişkenleri açıklamaktadır. F istatistik değeri (544,2591) ve anlamlılık düzeyi denklemdaki bağımsız değişkenlerle bağımlı değişken arasındaki ilişkinin doğrusal nitelikte olduğunu göstermektedir. Ayrıca, kurulan modelin bir bütün olarak anlamlı olduğunu F istatistik değerinin anlamlılık düzeyi ortaya koymaktadır.

Değişkenler arasında otokorelasyon sorununun olup olmadığı DW katsayısıyla ölçülmüş ve 1,97 olarak tespit edilmiştir. Bu sonuca göre, modeldeki değişkenler arasında 1.dereceden oto-korelasyon sorunu yoktur.

Kukla değişkenlerin eklenmesi sonucunda aşağıdaki denklem elde edilmiştir:

$$(GET-RF) = -0,013808 + 0,998707(ORGET-RF) + 0,199036 (DY) + 0,000124 (LNCAP) + 0,011753 (D0) + 0,001996(K1) + 0,001434 (K4) - 0,000638 (K9)$$

Bu denkleme göre, GET-RF değişkenindeki 1 birimlik değişim, ORGET-RF 0,999 oranında etkilemektedir. Kâr payı verimindeki 1 birimlik artış istenen getiri oranını 0,20 oranında arttırmaktadır. Piyasa değerlerinin doğal logaritmasının ortalaması (LNCAP), Ocak, Nisan ve Eylül Aylarına ilişkin kukla değişkenler ise çok küçük bir değer ile bağımlı değişkeni etkilemekte ve istatistiki olarak anlamsız sonuçlar vermektedir.

Sonuçlar, kukla değişkenler eklenmeden önce ortaya konan regresyon denklemine yakındır. Burada bağımlı değişkenin kukla değişkenler üzerindeki etkisi tespit edilmeye çalışılmıştır.

Denkleme ilâve edilen kâr payı dağıtmayan portföylerin (D0) aşırı getiri üzerine etkisi istatistiksel olarak anlamlı bulunmuştur. Kâr payı dağıtmayan şirketler, bağımlı değişkendeki (GET-RF) bir birimlik artışa %1,2 oranında tepki vermektedirler. Bu kâr payı dağıtmayan şirketlerin aşırı getiri üzerindeki etkisinin son derece sınırlı olduğunu gösteren bir sonuçtur. Yine de, sonuca göre, H₄ hipotezi kabul edilmiştir.

Ocak, Nisan ve Eylül ayı kukla değişkenlerinin portföy aşırı getirilerine etkisi istatistiksel olarak anlamlı değildir. Buradan dönemselliğin, portföy aşırı getirisine

etkisinin örneklem çerçevesinde önemli olmadığı ve H_{5a} , H_{5b} , H_{5c} hipotezlerinin kabul edilmediği sonucuna ulaşılmıştır.

Yapılan çalışmada kâr payı verimleri ile dönemsel bir etki arasında ilişki olup olmadığı da araştırılmıştır. Bu amaçla kâr payı verimi ile Ocak, Nisan ve Eylül ayları arasında bir ilişkinin olup olmadığı test edilmiştir. İMKB’den alınan örneklemde Ocak, Nisan ve Eylül ayları için dönemsel bir etki bulunamamıştır. Kâr payı verimi temelinde daha önce yapılan çalışmalarda; Keim (1985) ve Thomas (1998-2004), Balaban vd. (1995), Balaban (1995), Karan ve Uygur (2001), Özer ve Özcan (2002) Ocak ayına ilişkin güçlü bir ilişkinin varlığına yönelik bulgulara ulaşmıştır.

Literatürde Ocak ayı ve hisse senedi getirileri arasındaki ilişkiye dair birçok çalışma yapılmıştır. Ocak ayında diğer aylara göre daha yüksek bir getiri elde edildiğine yönelik görüş vergi tercihi kuramı ile açıklanır. Bu kurama göre yatırımcılar, Aralık ayında ellerindeki hisse senetlerini satarak fiyatların düşmesine sebep olmakta ve yeni yılın başlaması ile birlikte Ocak ayında alım yaparak fiyatların artmasını sağlamaktadırlar. Aralık ayında fiyatlardaki düşüş nedeniyle meydana gelen kayıplarını bu sayede vergiden düşerler (Çinko, 2008:48).

Ocak ayı etkisi, yatırım yapılan ülkelerin vergi politikaları ile yakından ilişkilidir. Türkiye’de, 5281 sayılı kanunla GVK’ya eklenen Geçici 67. maddeye göre 01.01.2006 tarihinden sonra iktisap edilmiş olan menkul kıymet veya diğer sermaye piyasası araçlarının elden çıkarılmasından veya elde tutulma sürecinde elde edilen gelirler için 67. madde hükümleri uygulanır. Buna göre, İMKB’de işlem görmeyen hisse senetlerinin 2 yıl içerisinde elden çıkarılmasından elde edilen kazanç değer artış kazancıdır. Ancak, hisse senedinin edinildiği ay dahil, satıldığı ay hariç olmak üzere hisse senedinin elde tutulduğu süredeki ÜFE artış oranı %10’u aşıyorsa elde edinilen

değer artış kazancı, ÜFE artış oranında artırılarak enflasyondan arındırılacaktır. İMKB’de işlem gören veya İMKB’de işlem görmemekle beraber 2 yıl elde tutulmadan elden çıkarılan hisse senedinin elden çıkarılmasıyla elde edilen değer artış kazancı 01.01.2006-22.07.2006 tarihleri arasında %15 oranında, 23.07.2006 sonrasında %10 tevkifata tabi tutulur. Bu oran, 22.07.2006 tarih ve 2006/10731 sayılı Bakanlar Kurulu Kararı ile dar mükellef¹⁰ gerçek kişi ve kurumlar tarafından elde edilen kazançlar için %0 olarak belirlenmiştir. 01.01.2006 sonrasında edinilmiş hisse senetlerinin elden çıkarılması esnasında meydana gelen zarar ilk üç dönemde vergiden düşülebilirken son üç aylık dönemde oluşacak olan zarar vergiden düşülememektedir. Vergi indiriminden yararlanmak isteyen yatırımcı eğer Aralık ayında zarar ederse bir sonraki vergi dönemi yeni yıla girdiğinden zararını mahsup edemeyecektir. Dolayısıyla, yatırımcının 10. aya kadar elde ettiği zararlar sadece vergiden düşülebilecektir. Sonuç olarak, örneklem döneminin içerisinde yürürlüğe giren geçici 67. madde ile birlikte bundan sonraki yıllarda Ocak ayı getirilerinin Aralık ayından daha yüksek olmasının sebebi vergi etkisi olmayacaktır. Kâr payı verimi temeline göre hazırlanan portföylerde ise Ocak ayına ilişkin istatistiki olarak anlamlı bir ilişki 2001-2007 yılları arasında tespit edilmemiştir. Bu sonuç Çinko’nun 2008 yılında İMKB üzerinde yaptığı sonuç ile uyumludur.

İMKB’deki şirketlerin getirileri üzerindeki dönemsel etkiyi test etmek için konulan Nisan ve Eylül kukla değişkenleri için de yapılan analiz sonucunda anlamlı bulgulara ulaşılamamıştır. Thomas vd.’nin 2004 yılındaki çalışmalarında Ocak ayının yanında Nisan ayında da dönemsel bir kâr payı verimi-getiri ilişkisinin olduğu

¹⁰ Dar Mükellefiyet: Bir ülkede yerleşik olmayan kişi ve kurumların ülkede elde ettiği kazanç ve iratlar nedeniyle vergi yükümlüsü olması durumudur.

saptanmıştır. Nisan ayındaki bu etkinin açıklaması olarak, İngiltere’de malî yılın bu ayda sona ermesi gösterilmiştir.

Çalışmanın bu kısmında regresyon sonuçlarının anlamlılığını araştıran “Diagnostik Testler” yapılacaktır. Bu testler;

- Artıklar normal dağılıma uygun olarak dağılıp dağılmadığını
- Modelde sabit varyans sorunu olup olmadığını
- Otokorelasyon sorunu bulunup bulunmadığını
- Modelin bir bütün olarak anlamlı olup olmadığını

ortaya koyacaktır.

Artıkların normal dağılıma uygun olup olmadığına yönelik testler korelasyon analizi kısmında ele alınmıştır. Diğer üç sorunun yanıtı ise bu kısımda verilecektir.

Modelde sabit varyans sorunu olup olmadığını test etmek için model tahmin edilmeden önce White testi yapılmıştır. Test sonuçlarına göre F-istatistiği değeri 5,087418 (Olasılık 0,000034) ve R^2 testine ilişkin olasılık değeri 0,000035 çıktığı için, varyansın homeskedastik olduğunu söyleyen boş hipotez (H_0) reddedilir. Modelde sabit varyans sorunu yoktur. Bir başka ifadeyle modelde değişen varyans sorunu vardır. Değişen varyans sorunun giderilmesi için yukarıdaki regresyon denklemi çözümlenirken White düzeltmesi yapılmıştır.

Modelde otokorelasyon problemi olup olmadığını test etmek için iki farklı test daha yapılması gerekir. Bunlardan ilki Durbin – Watson (DW) testi, diğeri de Breusch – Godfrey (BG) testidir.

DW testinin geçerli olması için regresyonun sabit terim içermesi, bağımsız değişkenlerin stokastik olmaması ve bağımlı değişkenin gecikmeli değerlerine denklemde yer verilmemesi gerekmektedir. Model tüm koşulları sağladığı için DW

testi ile otokorelasyon problemi olup olmadığı test edilebilir. DW testinde boş hipotez (H_0) otokorelasyon yoktur şeklindedir. Eğer DW değeri 2'ye yakın bir değer alırsa otokorelasyon problemi yoktur diyen boş hipotez reddedilmez. Bir diğer ifadeyle H_0 hipotezi kabul edilir. Çalışılan model için elde edilen DW değeri 1,968342'dir ve kritik değer (1,55 – 1,57 aralığı) üzerindedir. Buna göre H_0 reddedilmez. Dolayısıyla DW değerine bakarak otokorelasyon probleminin olmadığını söyleyebiliriz.

Otokorelasyon problemini tespit etmeye yönelik bir diğer test de BG testidir. Bu test daha genel bir testtir. r_{nci} sıradan otokorelasyonu test etmek için kullanılmaktadır. Bu testte de boş hipotez (H_0) otokorelasyon olmadığı şeklindedir. Model tahmin edildikten sonra yapılan Breusch – Godfrey testi sonuçları F-istatistiği 1,98187 (Olasılık 0,138026) olarak hesaplanmıştır.

R^2 testinin olasılık değerleri (0,137591) sıfırdan büyük olduğu için ($p>0,10$) ikinci sıraya kadar otokorelasyon olmadığı yönündeki boş hipotez (H_0) kabul edilir. Başka bir ifade ile modelde otokorelasyon problemi yoktur.

Son olarak modelin bir bütün olarak anlamlı olup olmadığı hesaplanmalıdır. Model tahmin edildikten sonra elde edilen sonuçları gösteren Tablo 3.5 ve 3.6'daki F-testi değerinin olasılığına baktığımızda (Prob F-test: 0.00000), modelin %1, %5 ve %10 anlamlılık düzeylerinin her birinde bütün olarak anlamlı olduğunu söyleyebiliriz.

SONUÇ VE ÖNERİLER

Kâr payı politikalarının belirlenmesinde öne çıkan iki etmen; vergi etkisi ve şirketin borçlanma kabiliyetidir.

Kâr payı üzerinden alınan vergi oranlarının yüksek olduğu ülkelerde dağıtılacak kâr payı miktarı bu dezavantajı giderecek kadar fazla olmalıdır (Brennan, 1970). Aksi takdirde yatırımcı, kâr payı dağıtmayan şirketleri, başka bir ifade ile sermaye kazancı yolu ile refahlarını en yüksek seviyeye çıkarmayı tercih edecektir.

Türkiye’de vergi politikaları sürekli olarak değişiklik göstermektedir. 2006 yılına kadar üç aydan daha uzun süre elde tutulan hisse senedi için ortaya çıkan sermaye kazancından vergi alınmıyordu. 2006 yılı ile birlikte getirilen bir düzenleme ile bu süre iki yıla çıktı. Elde edilen sermaye kazançları için %10 oranında gelir vergisi ödenmesi zorunluluğu getirildi. Aynı dönemde kâr paylarında uygulanan tevkifat oranı 23.07.2006 tarihinden geçerli olmak üzere %10’dan %15’e yükseltildi. Bu değişimler, yatırımcıların kâr payı getirileri, ya da sermaye kazançları üzerinde yapacakları tercihte oldukça önemlidir. Yasa koyucuların aynı dönemde aldıkları bir diğer karar ise; “kârın sermayeye eklenmesinin” kâr dağıtımını sayılmayacağı ve bir kurumun, kâr payını ortaklara dağıtmayarak, sermayeye eklemek suretiyle yapacağı işlemin, kuruluşun mali bünyesini güçlendireceği için, teşvik amacıyla, kesinti kapsamı dışında tutmasına ilişkindir. Son düzenlemelere bakıldığında Sermaye Piyasası’na olan ilginin arttırılması için verilen imtiyazların yavaş yavaş geri alındığını söyleyebiliriz. Öte yandan, bu ilginin korunmasına yönelik olarak, Türkiye’de kanuni ve iş merkezi bulunmayan dar mükelleflere çeşitli vergi istisnaları

sağlanmaya devam edilmektedir. İMKB’de yabancı yatırımcıların payının çok yüksek olması ve bu yatırımcı grubu korumak için alınan önlemler, diğer ülkelerin piyasalarına göre, son dönemde daha güçlü görünen İMKB’nin aynı zamanda en zayıf noktasıdır. Düzenleyiciler, bu özendirici uygulamaları yeniden, yerli ve küçük yatırımcıyı da kapsayacak şekilde hazırlamalı, spekülâtif amaçlı yatırımlar yerine, uzun vadeli ve istikrarlı kazançların amaçlandığı etkin bir piyasanın oluşturulması çabası içinde olmalılardır.

Şirket yöneticisinin otofinansman veya dış kaynak aracılığı ile yatırımlarını finanse etmesi kâr payı politikalarının belirlenmesinde bir diğer önemli etkindir. Son yıllarda enflasyonu düşürmek için alınan ekonomik istikrar politikalarının başarılı olduğu, girişimcilerin borç maliyetlerini önceki dönemlere göre daha düşük seviyelere indirebilmişlerdir. Büyüme rakamları da bu durumu destekler niteliktedir. Böyle bir ekonomik ortamda, yöneticilerin kâr payı politikaları konusunda göz önünde bulundurması gereken etmenlerin sayısı enflasyon, ekonomik istikrarsızlık vb. daha azdır. Öte yandan, cari açık, açılan ve ileride de açılma ihtimali olan parti kapatma davaları, AB’ye uyum süreci, sıcak ve soğuk savaş tehdidi gibi yöneticilerin kârlar konusunda temkinli davranmasına sebep olan bir çok sistematik risk de söz konusudur. Bu iki uç arasındaki yönetici, ortakların beklentilerini de göz önünde bulundurarak istikrarlı bir kâr payı dağıtım politikası benimsemelidir.

Temel olarak yöneticinin net bugünkü değeri pozitif olan yatırımları finanse etmesi beklenir. Ancak, buradaki temel sorun finansmanın hangi kaynaktan yapılacağı sorunudur. Yatırım sonucu ortaya çıkacak sermaye kazancı istikrarlı kâr payı dağıtım politikasının bozulması sonucunda ortaya çıkabilecek olan olumsuz sinyal etkisini düzeltebilecek nitelikte aşırı bir getiriye sahip ise, otofinansman

yöntemi tercih edilerek proje kabul edilmelidir. Fakat takip eden yıllarda kârlı yatırım alternatiflerinin bulunamamasıyla yeniden kâr payı dağıtılmak istendiğinde ortaklar, getirisi yüksek yatırımların olmadığını düşünerek sermaye kazancı beklentilerini azaltacak ve belki de yatırım yapmamayı tercih edeceklerdir. Böyle bir durumda kârı dağıtmamak beraberinde temsil sorununu ve dağıtılmayan kârın kontrol güçlüğü getirerek yöneticiyi baskı altına alacaktır. Dolayısıyla değişkenler ne kadar farklı da olsa, yönetici için tüm ortaklara kolayca ulaşarak yatırım fırsatları konusunda yeterince bilgi aktarılamaması ve kârın dağıtılmaması, etkin olmayan piyasalarda olumsuz sinyal etkisi olarak algılanacaktır. Bu tür piyasalarda ortaklara bilgi aktarmak dağıtılan kâr payları aracılığı ile gerçekleştirilmektedir. Yöneticilerin istikrarlı bir kâr payı politikası belirleyebilmesi, uzun dönemde yatırımcı sadakatini arttıracak ve hisse senedi fiyatlarındaki dalgalanmaları azaltacaktır.

ABD, İngiltere ve Türkiye’de yapılan çalışmaların büyük çoğunluğu, kâr payı verimi oranı hesaplanabilen şirketlerden oluşturulan portföylerin doğrusal bir verim-getiri ilişkisine sahip olduğunu göstermektedir. Bu çalışmalar aynı zamanda, kâr payı verimi yüksek olan portföylerin getirilerindeki standart sapma değerlerinin de diğer portföylere göre daha düşük olduğunu ortaya koymaktadır. Çalışmalar, farklı ülkeler ve dönemlerde yapılmış olsa da, yatırımcıların istikrarlı kâr payı dağıtan şirketlerin hisse senetlerinin tercih edildiğini ve yüksek verime sahip şirketlerin getirilerinin, düşük verime sahip olanlara göre daha yüksek olduğunu ortaya koymaktadır. Türkiye’de ise, yukarıda sıralanan bir çok etken nedeni ile kâr paylarına olması gerektiği kadar önem verilmemektedir. Bu nedenle, düzenleyici otoriteler kimi dönemde küçük yatırımcıları özendirmek için kâr dağıtımını zorunlu kılmıştır. Ancak halka açık şirketler bu dağıtımların ardından sermaye artırımına giderek, kâr

paylarını ortaklardan geri almıştır. Bu durum, küçük yatırımcı üzerindeki istenen etkinin gerçekleşmemesine sebep olmuştur. Günümüzde kâr payı dağıtımının yapılması ile ilgili yasal bir zorunluluk bulunmamaktadır. Ancak, 2008 yılında yayınlanan son düzenlemelerin dahil olduğu SPK mevzuatına; “Kurul, bu ortaklıklara genel kurul gündemleri ilan edilinceye kadar, bir önceki dönemin kârından ayrılacak birinci temettüü nakden dağıtma zorunluluğu getirebilir.” maddesi eklenerek kurumun gerekli gördüğü takdirde bu yetkisini kullanabileceği hakkı saklı tutulmuştur. Bir diğer SPK Kararına göre dçe, asgari kâr payı, pay sahiplerine dağıtılmamışsa yönetim kurulu üyelerine de kâr payı dağıtılamayacaktır. Diğer bir ifade ile, pay sahiplerine kâr payı alma konusunda yönetim kurulu üyelerine göre öncelik hakkı tanınmıştır.

İMKB’ye kote olan şirketlerin son dört yıl için nakit kâr payı dağıtanların ortalaması %30’dur. Bu durum, aktif olarak alım-satım işlemi yapamayan küçük yatırımcıyı menkul kıymet yatırımı yapmaktan uzaklaştırmaktadır. Oysa gelişmiş piyasalarda küçük yatırımcılar istikrarlı oranlarda kâr payı dağıtan şirketlerin hisse senetlerini tercih ederek tasarruflarını sermaye piyasalara aktarabilmektedirler. ‘Yastık altında’ atıl olarak tutulan tasarrufların tutarı Türkiye ekonomisi için göz ardı edilemeyecek kadar önemlidir. Bu birikimin yatırımcıların güvenini kazanacak kârlı ve ‘gerçek’ kanallarla ekonomiye kazandırılması gerekmektedir. Bu da etkin muhasebe politikaları uygulayan, çok iyi denetlenen, sermaye yapısı güçlü ve istikrarlı bir şekilde kâr payı dağıtabilen işletmelerin kendilerini küçük yatırımcıya tanıtabilmesi, güven oluşturabilmesi ile mümkündür.

Kurumsal yönetim ilkeleri bu noktada yatırımcıların şirketlerle olan ilişkilerini geliştirmeyi amaçlayan önemli bir uygulamadır. Bu ilkeler çerçevesinde şirketler

politikalarında şeffaf davranmak ve gelecekle ilgili projeksiyonlarını yatırımcılarla paylaşmak durumundadır. İMKB’de işlem gören bir çok şirket de “Kurumsal Yönetim Uyum Beyanlarını” internet sitelerinde ve faaliyet raporlarında yatırımcılarına duyurmaktadır. Bu beyana göre, şirketler Kurumsal Yönetim İlkelerine uygun olarak yatırımcılarına kâr payı alma hakkı konusunda şeffaf ve güvenilir taahhütlerde bulunurlar. Bu taahhütlerden biri, “şirketin belirli ve tutarlı bir kâr dağıtım politikası olur ve kamuya açıklanır. Bu politika genel kurul toplantısında pay sahiplerinin bilgisine sunulur ve faaliyet raporunda, izahname ve sirkülerlerde yer alır.” maddesidir.

Kurumsal yönetim ilkelerini tercih eden şirketlerin uygulamaları ile kâr paylarının daha önemli hale geleceği, yatırımcıların dağıtılacak kâr payları konusunda düzenli bilgilendirmeler ile yatırım yapacakları şirketleri daha kolay belirleyebilecekleri bir gerçektir. Bu düzenlemeler, piyasada spekülative fiyat hareketlerinden sermaye kazancı elde etmeye çalışan yatırımcılar yerine, hangi şirkete yatırım yaptığını bilen, şirketin kâr payı ve yatırım politikalarını, dönem sonunda elde edeceği getiriye tahmin edebilen yatırımcıların sayısını arttıracaktır. Böyle yatırımcılardan oluşan bir piyasada da hisse bazlı spekülative getiriler elde etmek güçleşecektir. Bu yatırımcıların menkul kıymetler piyasasına olan güvenini ve piyasanın etkinliğini arttıracaktır.

İMKB’deki şirketler üzerinde 2001-2007 dönemi üzerinde yapılan ampirik çalışma sonucunda kâr paylarının, yatırımcıların tercihlerinde etkili olduğu ortaya çıkmıştır. Yüksek oranda kâr payı dağıtan şirketlerin hisse senetlerini tercih eden bir yatırımcının bu sayede aşırı getiriler elde edebileceği istatistiki olarak anlamlı sonuçlara dayandırılarak ileri sürülebilir. Yapılan regresyon denklemi sonucuna göre,

kâr payı verimindeki 1 birimlik artış, getiri oranını 0,16 oranında arttırmaktadır. Bu sonuca rağmen, Türkiye’de istikrarlı oranlarla kâr payı dağıtımı yapan şirket sayısı çok fazla değildir. Kurumsal yönetim ilkelerinin daha fazla şirket tarafından uygulanması; dağıtım yapmamayı tercih eden şirketler tarafından, kâr paylarının yatırımcı tercihlerinde belirleyici olabileceğinin görülmesi gerekmektedir.

Çalışmanın bir diğer sonucu da, kâr payı verimi temelinde oluşturulmuş portföylerin örneklem dönemi içerisinde mevsimsel bir anomalinin bulunmadığıdır. Geçmiş yıllarda İMKB’de yapılan araştırmalarda, Ocak ayı etkisinin varlığına ilişkin kanıtlar sunulsa da uygulanan yöntem ile benzer kanıtlara 2001-2007 döneminin Ocak ayında rastlanmadığı gibi Nisan ve Eylül aylarında da rastlanmamıştır.

Son olarak çalışmada, kâr payı politikalarının, şirketlerin piyasa büyüklüğünden bağımsız olarak belirlendiği sonucuna ulaşılmıştır. Piyasa değerlerine göre, oluşturulan alt portföylerde kâr payı verimleri ile getiri ilişkisinin açıklanmasında büyüklük değişkeninin istatistiki olarak anlamsız olduğu ortaya konulmuştur.

KAYNAKÇA

KİTAPLAR

AKDOĞAN, Nalan ve AYDIN, Hamdi, **Muhasebe Teorisi**, Gazi Üniversitesi Yayınları, Ankara, 1987.

AKDOĞAN, Nalan ve SEVİLENGÜL, Orhan, **Tek Düzen Muhasebe Sistemi Uygulaması**, Gazi Üniversitesi Yayınları, Ankara, 2007.

AKGÜÇ, Öztin, **Finansal Yönetim**, 7. Baskı, Avcıol Basım-Yayın, İstanbul, 1998.

ALPAN, Fulya, TEVFİK, Gürman, TEVFİK, Arman, **Excel ile Finans**, Literatür Yayınları, İstanbul, 2000.

BAYAZITLI, Ercan, **İşletmelerde Kâr Dağıtımını Muhasebeleştirme Esasları**, Siyasal Kitabevi, Ankara 2003.

BERK, Niyazi, **Finansal Yönetim**, İstanbul, 5.Baskı, Türkmen Kitabevi, 2000.

BİLGİN, Yüksel, **Anonim Ortaklıklarda Kâr Dağıtımı ve Kâra Katılan Kişiler**, İktisadi ve Ticari İlimler Akademisi Yayın No:189, Ankara, 1982.

BREALEY, Richard A., MYERS, Stewart C., MARCUS J. Alan, **İşletme Finansmanının Temelleri**, McGraw-Hill-Literatür Ortak Yayını, İstanbul, 1997

BRIGHAM, Eugene F., **Finansal Yönetimin Temelleri**, Ankara Üniversitesi Rektörlüğü Yayınları No:212, Çeviri: Halil Sarıaslan, Özdemir Akmut, 1999.

CEYLAN, Ali ve KORKMAZ, Turan, **Sermaye Piyasası ve Menkul Değer Analizi**, Ekin Kitabevi, Bursa. 2006.

CEYLAN, Ali, **İşletmelerde Finansal Yönetim**, Ekin Kitabevi Yayınları, Bursa, 2001

COYLE, Brian, **Capital Structuring in Risk Management**, Publisher Routledge UK, 2000.

EROL, Cengiz (Editör), **Finans Teorisinin Temel Makaleleri**, SPK Yay. No: 124, Ankara 1998.

GITMAN, Lawrence J., **Principles of Managerial Finance**, Harpler Collins, New York, 1991.

GÜCENME, Ümit, **Genel Muhasebe**, Marmara Kitabevi, Bursa, 2000.

HIGGINS, Robert C., **Analysis For Financial Management**, McGraw Hill Irwin Inc., New York, 1995.

HORNE, Van, **Financial Management And Policy**, Prentice Hall Englewood Cliffs, New Jersey, 1992.

KARAN, Baha, **Yatırım Analizi ve Portföy Yönetimi**, Gazi Kitabevi, Ankara, 2001.

KARAŞİN, A.Gültekin, **Sermaye Piyasasi Analizleri**, SPK Yay. No:4, Ankara, 1987.

KARSLI, Muharrem, **Sermaye Piyasası-Borsa-Menkul Kıymetler**, Savaş Yayınları, Ankara, 1989.

KARYAĞDI, Nazmi, **Kâr Dağıtımı ve Vergilendirilmesi**, Maliye Hesap Uzmanları Derneği, 2.Baskı, Ankara, 2002 .

KEOWN, J. Arthur, **Basic Financial Management**, Prentice- Hall Inc., New Jersey, 1996.

KOÇ YALKIN, Yüksel, KADİR, Gürdal, **Enflasyon Muhasebesi**, Turhan Yayınevi, Ankara, 2004.

KOÇ YALKIN, Yüksel, **Genel Muhasebe**, Nobel Yayınevi, Ankara, 2005.

KOLB, Robert W., RODRIGUEZ, Ricardo J., **Finansal Yönetim**, SPK Yayınları, Yay. No: 35, Ankara.

LEASE, Ronald C., KOSE, John, KALAY Avner, LOEWENSTEIN Uri ve SARIG Oded H., **Dividend Policy**, Harvard Business School Press, USA, 2000.

LOADER, David, **Understanding the Markets**, Elsevier Publication, London, 2003.

MOSHE, Ben-Horim, **Essentials of Corporate Finance**, Allyn and Bacon Inc., Boston, 1987.

OKKA, Osman, **Finansal Yönetime Giriş**, Nobel Basımevi, Ankara, 2006.

ÖNCÜ, Saime, CEMALCILAR, Özgül, **Muhasebenin Kuramsal Yapısı**, Anadolu Üniversitesi Yayını, Eskişehir, 1999.

PARASIZ, İlker, **Enflasyon-Kriz-Ayarlamalar**, Ezgi Kitabevi, Mart, Bursa, 2001.

RAO, Ramesh K.S., **Financial Management**, Concept and Application, McMillan Publishing, New York, 1992.

RUTTERFORD, Janette, **Introduction to Stock Exchange Investment**, Macmillan Pres, 1993.

SAYILGAN, Güven, **İşletme Finansmanı**, Turhan Kitabevi, Ankara, 2008.

SEVİLENGÜL, Orhan, **Genel Muhasebe**, Gazi Büro Kitabevi, Ankara, 2007.

TENKER, Nejat, **Finansal Muhasebe**, Gazi Kitabevi, Ankara, 1999.

TEVFİK, Gürman, TEVFİK, Arman, **Menkul Değer Yatırımına Giriş**, Ekonomik Araştırma Merkezi Yayınları, Yay. No: 4, İstanbul, 1996.

USTA, Öcal, **İşletme Finansı ve Finansal Yönetim**, Detay Yayıncılık, Ankara, 2005.

MAKALELER

ADAOĞLU, Cahit, “Yasal Düzenlemelerin İstanbul Menkul Kıymetler Borsası (İMKB) Şirketlerinin Temettü Politikalarına Etkisi”, **İMKB Dergisi**, Sayı.11 Temmuz/Ağustos/Eylül, 1999.

AIVAZAN Varouj, BOOTH Laurance, CLEARY Sean, “Dividend Policy and the Organization of Capital Markets”, **Journal of Multinational Financial Management**, Vol.:13, 2003.

BALABAN, Ercan, “İstanbul Menkul Kıymetler Borsası’nda Ocak Ayı Etkisi, Ömer Hayyam Etkisi Ve Ümit Yaşar Etkisi”, **İktisat İşletme ve Finans**, Cilt: 10, Sayı: 113, 1995.

BANZ R.W., “The Relationship Between Return and Market Value Common Stocks”, **Journal of Financial Economics**, Vol.:9, 1981.

BLACK, Fisher, “Dividend Puzzle”, **The Journal of Portfolio Management**, Winter, 1976.

BLACK, Fisher, SCHOLES, Myron, “The Effects of Dividend Yield and Dividend Policy on Common Stock Prices and Returns”, **Journal of Financial Economics**, Vol.:1, May, 1974.

BLUME, Marshall E., “Stock Returns and Dividend Yields: Some More Evidence”, **The Review of Economics and Statistics**, Vol.: 62, No: 4 November, 1980.

BRENNAN, Michael J, “Taxes, Market Valuation and Corporate Financial Policy”, **National Tax Journal**, Vol.:23, 1970.

CANSIZLAR, Doğan, “Bankacılık ve Sermaye Piyasası”, **İktisat Dergisi**, Sayı: 417, 2001.

ÇİNKO, Murat, “İstanbul Menkul Kıymetler Borsası’nda Ocak Ayı Etkisi”, **Doğuş Üniversitesi Dergisi**, No:9/1, 2008.

DEMPSEY, Michael J., “Investor Tax Rationality and the Relationship between Dividend Yields and Equity Returns”, **Journal of Banking and Finance**, Vol.:25, 2001.

GOETZMANN, William N. JORION, Philippe, “Longer Look at Dividend Yields”, **The Journal of Business**, October, 1995.

GOETZMANN, William N. JORION, Philippe, “Testing the Predictive Power of Dividend Yields”, **The Journal of Finance**, Vol.: 48, No. 2. June, 1993.

GOMBALA, Micheal.J., LIU, LIU, Feng Ying, “Dividend Yields and Stock Returns: Evidence of Time Variation Between Bull and Bear Markets”, **Financial Review**, August, 1993a.

GOMBOLA, Micheal.J., LIU, Feng Ying, “Considering Dividend Stability in the Relation Between Dividend Yields and Stock Returns”, **Journal of Financial Research**, Vol.: 16, 1993b.

GWILYM, Owain Ap, GWILYM Morgan, THOMAS, Stephen.H., “Dividend Stability, Dividend Yield and Stock Returns: UK Evidence”, **Journal of Business Finance & Accounting**, Vol.: 27, No: 3&4 (April/May), 2000.

GWILYM, Owain Ap, SEATON, James, THOMAS, Stephen, “Dividend Yield Investment Strategies, the Payout Ratio, and Zero-Dividend Stocks”, **Journal of Investing**, No:14, Winter, 2005.

JIANG, Xiaoquan, LEE, Bong-Soo, “Stock Returns, Dividend Yield, And Book-To-Market Ratio”, **Journal of Banking & Finance**, Vol.:31, 2007.

KARAN Mehmet Baha, UYGUR Akyay, “İstanbul Menkul Kıymetler Borsası'nda Haftanın Günleri ve Ocak Ayı Etkilerinin Firma Büyüklüğü Açısından Değerlendirilmesi”, **SBF Dergisi**, Sayı:56/2, 2001.

KEIM, Donald B., “Dividend Yields and Stock Returns: Implications of Abnormal January Returns”, **Journal of Financial Economics**, Vol.: 14, 1985.

KOTHARI, Smitu P., Jay SHANKEN, “Book-to-market, Dividend Yield, And Expected Market Returns: A Time-Series Analysis”, **Journal of Financial Economics**, Vol.:44, 1997.

LASFER M. A., “Script Dividends: Management’s View”, **European Financial Management**, Vol.: 3, No: 2, 1997.

MCMANUS Ian, GWILYM, Owain Ap, THOMAS, Stephen, “The Role of Payout Ratio in the Relationship Between Stock Returns and Dividend Yield”, **Journal of Business Finance & Accounting**, 31(9) & (10), November/December, 2004.

MERTON, Miller H., MYRON Scholles, “Dividends and Taxes: Some Empirical Evidence”, **The Journal of Political Economy**, Vol.: 90, No. 6, 1982.

MILLER, Merton H., MODIGLIANI, “Dividend Policy, Growth and the Valuation of Shares", **Journal of Business**, Vol.:34, 1961.

MORGAN, Gwilym and Stephen.H. THOMAS, “Taxes, Dividend Yields and Returns in the UK Equity Market”, **Journal of Banking and Finance**, Vol: 22, 1998.

NARANJO Andy, NIMALENDRAN M., RYNGAERT, Mike, “Stock Returns, Dividend Yields, and Taxes” **The Journal of Finance**, Vol.: 53, No. 6. Dec., 1998.

ÖZER, Gökhan, MURAT Özcan, “İMKB’da Ocak Etkisi, Etkinin Sürekliliği, Firma Büyüklüğü ve Portföy Denkleştirme Üzerine Deneysel Bir Araştırma”, **SDÜ İİBF Dergisi**, Cilt 7, Sayı 2, 2002.

RAMASWAMY, Krishna, LITZENBERGER, Robert H., “The Effect of Personal Taxes and Dividends on Capital Asset Prices: Theory and Empirical Evidence”, **Journal of Financial Economics**, Vol.:2, 1979.

REINGAUM, M.R., “The Anomalous Stock Market Behavior of Small Firms in January: Empirical Tests for Tax-Loss Selling Effects”, **Journal of Financial Economics**, Vol.:12, 1983.

SEVİL, Güven, ŞEN, Mehmet, “Aktif Portföy Yönetim Stratejisi Çerçevesinde Kâr Payı Verimi Temeline Göre Oluşturulan Portföylerin Performansının Belirlenmesinde İnformation Oranının Kullanımı:1990-1998 İMKB Uygulaması” **İktisat İşletme ve Finans Dergisi**, Ocak, 2001.

UZAY, Şaban ve ÖZKAN, Azzem, “Temettü Avansı ve Muhasebeleştirilmesi-I”, **Yaklaşım Dergisi**, Yıl: 10, Sayı: 109, 2002.

UZAY, Şaban ve ÖZKAN, Azzem, “Temettü Avansı ve Muhasebeleştirilmesi-II”, **Yaklaşım Dergisi**, Yıl:10, Sayı: 110, 2002.

YELDAN, Erine, “Birinci Yılında 2000 Enflasyonu Düşürme Programının Değerlendirilmesi”, **Mülkiyeliler Birliği Dergisi**, Sayı: 226, Ocak-Şubat, 2001.

YILDIRIM, Oğuz, "Türk Bankacılık Sektöründe Yeniden Yapılandırma Ve Düzenlemeler", **Finans - Politik & Ekonomik Yorumlar**, Sayı: 480, 2004.

YILMAZ, Mustafa Kemal, “Hisse Senetleri İMKB’nda İşlem Gören Şirketlerin Temettü Politikaları Üzerine Analitik Bir İnceleme: Nakit Temettü-Sektör Davranışı İlişkisi”, **İMKB Dergisi**, Yıl.7 Sayı. 25-26 Ocak / Haziran, 2003.

YÜCEL Rahmi, ÖZCAN Murat, “Anormal Getirilerde Firma Büyüklüğü Etkisi”, **Yönetim ve Ekonomi Dergisi**, Yıl:2003 Cilt:10 Sayı :1 Celal Bayar Üniversitesi İ.İ.B.F. MANİSA, 2003.

ĐİĐER YAYINLAR

ADAOĞLU, Cahit, “Dividend Policy of The Corporations Trading In The Istanbul Stock Exchange: An Empirical Analysis”, Yayınlanmamış Doktora Tezi, Adana, 1999.

ANDAŞ, Ferudun, “İç Kaynaklardan Sermaye Arttırımı”, Yeterlilik Etüdü, SPK Yayın No:2, Ankara, 1987.

BALABAN, Ercan, CANDEMİR, H. Baturalp ve KUNTER Kürşat, “İstanbul Menkul Kıymetler Borsası’nda Aylık Dalgalanma Tahmini”, T.C. Merkez Bankası Tartışma Metinleri, No:9609, Şubat 1996.

BEKÇİĞLU, Selim, “Menkul Kıymet Analizleri ve Türkiye’deki Uygulama”, Yayınlanmamış Doçentlik Tezi, Ankara, 1983.

BOZTOSUN, Derviş, “Temettü Dağıtma Kararının Farklı Piyasalarda Hisse Senedi Fiyatına Etkisinin Mukayeseli Olarak İncelenmesi”, Yayınlanmamış Doktora Tezi, Ankara, 2006.

<http://www.imkb.gov.tr/genel/organizasyon.htm>

<http://www.isletme.istanbul.edu.tr/ogrelem/timur/resim->

[dosya/demirci_keskinturk_yaem2007.pdf](#), Erişim Tarihi: 11.05.2008.

KALAY, A., MICHEALY R, “Dividends and Taxes: A Reexamination” Working Paper, University of Utah, Salt Lake City, Utah, 1993.

KORGUN, Aynur, “Bir Temettü Politikası Olarak Temettü Avansı; Teorisi ve Türkiye’ye İlişkin Uygulama Önerileri”, SPK Yeterlilik Etüdü, Ankara, 1999.

Sermaye Piyasası Kanunu, 13/11/2001 tarihli ve 24582 sayılı Resmî Gazete'de yayımlanan Seri:IV, No:27 sayılı Yönetmelik.

SPK Mevzuatı, 2005/23.Bl.-56/3.

SPK, Kurumsal Yönetim İlkeleri, Ankara, 2005.

ŞEN, Mehmet, “Kâr Payı Verimlerinin Hisse Senedi Performans Seviyesine Etkisinin Portföy Yaklaşımı Açısından Analizi”, Yayınlanmamış Doktora Tezi, Eskişehir, 1999.

Türk Ticaret Kanunu, Resmi Gazete Sayısı: 9353, 09/07/1956.

Türk Ticaret Kanununun Yürürlüğü ve Uygulama Şekli Hakkında Kanun Tasarısı, http://www.alomaliye.com/kanun_tasarilari_ana_sayfa.htm (17.12.07)

UYGUR, Ercan, “Krizden Krize Türkiye: 2000 Kasım ve 2001 Şubat Krizleri”, TEK, No:2001-1, (Tartışma Metni), Nisan, 2001.

ÜNSAL, Nurettin, “İşletmelerde Temettü Politikasının Firma Değeri Üzerine Etkisi ve bir Uygulama”, Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, Niğde, 1998.

YILDIRIM, Abdulrahman, “Sanayinin de Borsanın da Kurtuluşu Kaliteli Şirketlerde”, Sabah Gazetesi, <http://www.sabah.com.tr/2003/12/05/yildirim.html>, 05 Aralık, 2003.

YILDIRIM, Oğuz, “Türk Bankacılık Sektörünün Temel Sorunları Ve Sektörde Yaşanan Mali Riskler”, http://www.econturk.org/Turkiye_ekonomisi/oguzbanka.doc, Erişim Tarihi, 28.04.2008.

YTL Yatırımcı Bilgilendirme Kılavuzu, İMKB, İstanbul, 24.11.2004.

ÖZET

Bu çalışmada, Türkiye’deki işletmelerin dağıttıkları nakit kar paylarının hisse senedi getirileri üzerindeki etkisi üzerinde durulmuştur. Bunun için hisse senetleri İMKB’de Sınai, Hizmet ve Teknoloji sektöründe faaliyet gösteren işletmelerin 2001-2007 yılları arasındaki kar payı verimleri çoklu regresyon yöntemi ile analiz edilmiştir.

Çalışmada öncelikle, kâr payı dağıtan ve dağıtmayan işletmeler belirlenmiştir. Kâr payı dağıtan işletmeler önce kâr payı verimi değerine sonra da piyasa değeri büyüklüğüne göre portföylere ayrılırken, kâr payı dağıtmayan işletmeler sadece piyasa değeri büyüklüğüne göre portföylere ayrılmıştır. Oluşturulan bu portföylere göre, kâr payı dağıtan ve dağıtmayan işletmelerin ortalama portföy getirileri aylık olarak hesaplanmış ve karşılaştırılmıştır.

İnceleme sonucunda kâr payı verimleri yüksek olan portföylerin getirilerinin daha yüksek olduğu ortaya çıkarken, piyasa değeri büyüklüğü ve mevsimsel etki değişkenlerinin getiri üzerinde anlamlı bir etkisinin olmadığı sonucuna ulaşılmıştır.

ABSTRACT

This study examines the effect of cash dividends on stock returns in the Turkish stock market. Dividend yields of companies in industry, services and technology sectors between 2001 and 2007 have been analyzed with multiple regression method.

Firstly, the companies were identified according to their payments and nonpayments of dividends. grouped whether they pay dividends or not. Then the firms that have paid dividends were spilited into portfolios according to their dividend yields and then to their market size. The companies thet have not paid dividends were spilited into portfolios according to their market size. Finally, the portfolios were used to calculate and to compare average monthly returns of the componies.

The results of the analysis have shown that the portfolias with high dividend yield have higher returns, and market value size and seasonal effect variables do not have significant effects on return.

EKLER

EK 1. Portföylerin Örneklem Dönemi Boyunca Hesaplanan Ortalama Verileri

		Büyükklüğe Göre Portföyler							
Kâr Payı Verimine Göre Portföyler		1	2	3	4	5	Kâr Payı Verimine Göre Genel Ortalamalar	Thomas vd.'nin Bulguları (2004)	Keim'in Bulguları (1985)
1	Portföy Getirisi	0.0437	0.0320	0.0315	0.0307	0.0176	0.0311	0.0215	0.0140
	Standart Sapma	0.0693	0.0848	0.0847	0.0840	0.0945	0.0834	0.0524	
	Portföyün Kâr Payı Verimi	0.1156	0.1130	0.1187	0.1179	0.1392	0.1209	0.1237	
2	Portföy Getirisi	0.0174	0.0203	0.0467	0.0289	0.0258	0.0278	0.0187	0.0123
	Standart Sapma	0.0828	0.0880	0.0996	0.0959	0.0795	0.0891	0.0544	
	Portföyün Kâr Payı Verimi	0.0613	0.0610	0.0604	0.0588	0.0589	0.0601	0.0741	
3	Portföy Getirisi	0.0082	0.0287	0.0115	0.0195	0.0252	0.0186	0.0166	0.0106
	Standart Sapma	0.0911	0.0954	0.0938	0.0802	0.1047	0.0930	0.0533	
	Portföyün Kâr Payı Verimi	0.0381	0.0390	0.0393	0.0378	0.0392	0.0387	0.0577	
4	Portföy Getirisi	0.0183	0.0132	-0.0031	0.0229	0.0011	0.0105	0.0146	0.0100
	Standart Sapma	0.0830	0.0944	0.0843	0.0957	0.1130	0.0941	0.0549	
	Portföyün Kâr Payı Verimi	0.0197	0.0216	0.0224	0.0212	0.0219	0.0214	0.0435	
5	Portföy Getirisi	-0.0043	0.0124	0.0248	-0.0332	-0.0153	-0.0031	0.0136	0.0110
	Standart Sapma	0.0984	0.1075	0.1126	0.1384	0.1435	0.1201	0.0574	
	Portföyün Kâr Payı Verimi	0.0066	0.0073	0.0071	0.0082	0.0074	0.0073	0.0245	
6	Portföy Getirisi	0.0229	0.0194	0.0217	0.0249	0.0030	0.0184	0.0211	0.0178
	Standart Sapma	0.1510	0.1629	0.1697	0.1665	0.1471	0.1594	0.0729	
	Portföyün Kâr Payı Verimi	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	
Büyükklüğe Göre Genel Ortalama Getiri		0.0177	0.0210	0.0222	0.0156	0.0096	0.0172	0.0177	
Büyükklüğe Göre Genel Ortalama Standart Sapma		0.0959	0.1055	0.1074	0.1101	0.1137	0.1065	0.0580	
Büyükklüğe Göre Genel Ortalama Kâr Payı Verimi		0.0402	0.0403	0.0413	0.0406	0.0444	0.0414	0.0539	

EK 2. Örnekleme Dahil Olan Şirketler ve İlk İşlem Tarihleri

	KOD	Şirket Adı	İlk İşlem Tarihi
1	ACIBD	ACIBADEM SAĞLIK HİZMETLERİ VE TİCARET A.Ş.	15.06.2000
2	ADEL	ADEL KALEMCİLİK TİCARET VE SANAYİ A.Ş.	17.06.1996
3	AEFES	ANADOLU EFES BİRACILIK VE MALT SANAYİİ A.Ş.	24.07.2000
4	AFYON	AFYON ÇİMENTO SANAYİ T.A.Ş.	27.03.1991
5	AKALT	AK-AL TEKSTİL SANAYİİ A.Ş.	19.03.1986
6	AKCNS	AKÇANSA ÇİMENTO SANAYİ VE TİCARET A.Ş.	01.10.1996
7	AKENR	AKENERJİ ELEKTRİK ÜRETİM A.Ş.	07.07.2000
8	AKIPD	AKSU İPLİK DOKUMA VE BOYA APRE FABRİKALARI T.A.Ş.	15.11.1993
9	AKSA	AKSA AKRİLİK KİMYA SANAYİ A.Ş.	22.09.1986
10	AKSUE	AKSU ENERJİ VE TİCARET A.Ş.	04.01.2000
11	ALARK	ALARKO HOLDİNG A.Ş.	24.05.1989
12	ALCAR	ALARKO CARRIER SANAYİ VE TİCARET A.Ş.	27.01.1992
13	ALCTL	ALCATEL TELETAŞ TELEKOMÜNİKASYON ENDÜSTRİ TİCARET A.Ş.	22.03.1988
14	ALKA	ALKİM KAĞIT SANAYİ VE TİCARET A.Ş.	02.11.2000
15	ALKIM	ALKİM ALKALİ KİMYA A.Ş.	02.03.2000
16	ALTIN	ALTINYILDIZ MENSUCAT VE KONFEKSİYON FABRİKALARI A.Ş.	24.12.1991
17	ALYAG	ALTINYAĞ KOMBİNALARI A.Ş.	25.05.2000
18	ANACM	ANADOLU CAM SANAYİİ A.Ş.	03.01.1986
19	ARCLK	ARÇELİK A.Ş.	21.01.1986
20	ARENA	ARENA BİLGİSAYAR SANAYİ VE TİCARET A.Ş.	02.11.2000
21	ARSAN	ARSAN TEKSTİL TİCARET VE SANAYİ A.Ş.	02.07.1998
22	ASELS	ASELSAN ELEKTRONİK SANAYİ VE TİCARET A.Ş.	01.08.1990
23	ASLAN	LAFARGE ASLAN ÇİMENTO A.Ş.	25.02.1986
24	ASUZU	ANADOLU ISUZU OTOMOTİV SANAYİ VE TİCARET A.Ş.	10.04.1997
25	ATEKS	AKIN TEKSTİL A.Ş.	02.05.1996
26	AYCES	ALTINYUNUS ÇEŞME TURİSTİK TESİSLER A.Ş.	28.08.1987
27	AYEN	AYEN ENERJİ A.Ş.	05.07.2000
28	AYGAZ	AYGAZ A.Ş.	13.01.1988
29	BAGFS	BAGFAŞ BANDIRMA GÜBRE FABRİKALARI A.Ş.	28.01.1986
30	BAKAB	BAK AMBALAJ SANAYİ VE TİCARET A.Ş.	18.06.1998
31	BANVT	BANVİT BANDIRMA VİTAMİNLİ YEM SANAYİİ A.Ş.	27.11.1992
32	BEKO	BEKO ELEKTRONİK A.Ş.	26.10.1992
33	BERDN	BERDAN TEKSTİL SANAYİ VE TİCARET A.Ş.	27.03.1997
34	BFREN	BOSCH FREN SİSTEMLERİ SANAYİ VE TİCARET A.Ş.	03.01.1994

35	BISAS	BİSAŞ TEKSTİL SANAYİ VE TİCARET A.Ş.	30.10.1996
36	BOLUC	BOLU ÇİMENTO SANAYİİ A.Ş.	30.01.1986
37	BOSSA	BOSSA TİCARET VE SANAYİ İŞLETMELERİ T.A.Ş.	21.08.1995
38	BRISA	BRİSA BRIDGESTONE SABANCI LASTİK SANAYİ VE TİCARET A.Ş.	07.01.1986
39	BROVA	BOROVA YAPI ENDÜSTRİSİ A.Ş.	01.05.1995
40	BRSAN	BORUSAN MANNESMANN BORU SANAYİ VE TİCARET A.Ş.	12.09.1994
41	BSOKE	BATISÖKE SÖKE ÇİMENTO SANAYİİ T.A.Ş.	03.05.2000
42	BTCIM	BATIÇİM BATI ANADOLU ÇİMENTO SANAYİİ A.Ş.	20.03.1995
43	BUCIM	BURSA ÇİMENTO FABRİKASI A.Ş.	28.03.1988
44	BURCE	BURÇELİK BURSA ÇELİK DÖKÜM SANAYİİ A.Ş.	18.08.1992
45	CBSBO	ÇBS BOYA KİMYA SANAYİİ VE TİCARETİ A.Ş.	15.05.1995
46	CELHA	ÇELİK HALAT VE TEL SANAYİİ A.Ş.	03.01.1986
47	CEMTS	ÇEMTAŞ ÇELİK MAKİNA SANAYİ VE TİCARET A.Ş.	30.12.1994
48	CEYLN	CEYLAN GİYİM SANAYİ VE TİCARET A.Ş.	24.07.1997
49	CIMSA	ÇİMSA ÇİMENTO SANAYİ VE TİCARET A.Ş.	09.01.1986
50	CLEBI	ÇELEBİ HAVA SERVİSİ A.Ş.	18.11.1996
51	CMBTN	ÇİMBETON HAZIRBETON VE PREFABRİK YAPI ELEMANLARI SANAYİ VE TİCARET A.Ş.	18.12.1997
52	CMENT	ÇİMENTAŞ İZMİR ÇİMENTO FABRİKASI T.A.Ş.	25.02.1986
53	DENCM	DENİZLİ CAM SANAYİİ VE TİCARET A.Ş.	03.07.1987
54	DENTA	DENTAŞ AMBALAJ VE KAĞIT SANAYİ A.Ş.	08.06.2000
55	DERIM	DERİMOD KONFEKSİYON AYAKKABI DERİ SANAYİ VE TİCARET A.Ş.	10.06.1991
56	DEVA	DEVA HOLDİNG A.Ş.	24.03.1986
57	DGZTE	DOĞAN GAZETECİLİK A.Ş.	27.09.1993
58	DITAS	DİTAŞ DOĞAN YEDEK PARÇA İMALAT VE TEKNİK A.Ş.	21.05.1991
59	DMSAS	DEMİSAŞ DÖKÜM EMAYE MAMULLERİ SANAYİİ A.Ş.	24.07.1997
60	DOBUR	DOĞAN BURDA DERGİ YAYINCILIK VE PAZARLAMA A.Ş.	28.03.2000
61	DOGUB	DOĞUSAN BORU SANAYİİ VE TİCARET A.Ş.	03.07.1987
62	DOHOL	DOĞAN ŞİRKETLER GRUBU HOLDİNG A.Ş.	21.06.1993
63	DOKTS	DÖKTAŞ DÖKÜMCÜLÜK TİCARET VE SANAYİ A.Ş.	10.01.1986
64	DYHOL	DOĞAN YAYIN HOLDİNG A.Ş.	06.08.1998
65	DYOBY	DYO BOYA FABRİKALARI SANAYİ VE TİCARET A.Ş.	12.08.1987
66	ECILC	ECZACIBAŞI İLAÇ SANAYİ VE TİCARET A.Ş.	25.06.1990
67	ECYAP	ECZACIBAŞI YAPI GEREÇLERİ SANAYİ VE TİCARET A.Ş.	26.06.1995
68	EGEEN	EGE ENDÜSTRİ VE TİCARET A.Ş.	31.10.1986
69	EGGUB	EGE GÜBRE SANAYİİ A.Ş.	06.01.1986
70	EGSER	EGE SERAMİK SANAYİ VE TİCARET A.Ş.	15.02.1993
71	EMKEL	EMEK ELEKTRİK ENDÜSTRİSİ A.Ş.	14.05.1998
72	EMNIS	EMİNİŞ AMBALAJ SANAYİ VE TİCARET A.Ş.	18.12.1995
73	ENKA	ENKA HOLDİNG YATIRIM A.Ş.	24.01.1986

74	ERBOS	ERBOSAN ERCİYAS BORU SANAYİİ VE TİCARET A.Ş.	14.04.1995
75	EREGL	EREĞLİ DEMİR VE ÇELİK FABRİKALARI T.A.Ş.	13.01.1986
76	ERSU	ERSU MEYVE VE GIDA SANAYİ A.Ş.	30.03.2000
77	ESCOM	ESCORT COMPUTER ELEKTRONİK SANAYİ VE TİCARET A.Ş.	20.07.2000
78	FENIS	FENİŞ ALÜMİNYUM SANAYİ VE TİCARET A.Ş.	26.09.1990
79	FMIZP	FEDERAL-MOGUL İZMİT PİSTON VE PİM ÜRETİM TESİSLERİ A.Ş.	20.08.1990
80	FRIGO	FRİGO-PAK GIDA MADDELERİ SANAYİ VE TİCARET A.Ş.	24.04.1995
81	FROTO	FORD OTOMOTİV SANAYİ A.Ş.	13.01.1986
82	FVORI	FAVORİ DİNLENME YERLERİ A.Ş.	31.08.2000
83	GEDİZ	GİMSAN GEDİZ İPLİK VE MENSUCAT SANAYİİ A.Ş.	05.02.1996
84	GENTS	GENTAŞ GENEL METAL SANAYİ VE TİCARET A.Ş.	02.02.1990
85	GOLDS	GOLDAŞ KUYUMCULUK SANAYİ İTHALAT İHRACAT A.Ş.	28.12.1999
86	GOLTS	GÖLTAŞ GÖLLER BÖLGESİ ÇİMENTO SANAYİ VE TİCARET A.Ş.	06.03.1995
87	GOODY	GOODYEAR LASTİKLERİ T.A.Ş.	15.01.1986
88	GSDHO	GSD HOLDİNG A.Ş.	11.11.1999
89	GUBRF	GÜBRE FABRİKALARI T.A.Ş.	06.01.1986
90	HEKTS	HEKTAŞ TİCARET T.A.Ş.	13.01.1986
91	HURGZ	HÜRRİYET GAZETECİLİK VE MATBAACILIK A.Ş.	25.02.1992
92	HZNDR	HAZNEDAR REFRAKTER SANAYİİ A.Ş.	11.12.1995
93	IDAS	İDAŞ İSTANBUL DÖŞEME SANAYİİ A.Ş.	25.06.1998
94	INTEM	İNTEMA İNŞAAT VE TESİSAT MALZEMELERİ YATIRIM VE PAZARLAMA A.Ş.	16.03.1990
95	IPMAT	İPEK MATBAACILIK SANAYİ VE TİCARET A.Ş.	30.06.2000
96	ISAMB	İŞIKLAR AMBALAJ SANAYİİ VE TİCARET A.Ş.	20.06.1994
97	IZMDC	İZMİR DEMİR ÇELİK SANAYİ A.Ş.	24.01.1986
98	IZOCM	İZOCAM TİCARET VE SANAYİ A.Ş.	06.01.1986
99	KAPLM	KAPLAMIN AMBALAJ SANAYİ VE TİCARET A.Ş.	04.09.1995
100	KARSN	KARSAN OTOMOTİV SANAYİİ VE TİCARET A.Ş.	21.02.2000
101	KARTN	KARTONSAN KARTON SANAYİ VE TİCARET A.Ş.	06.01.1986
102	KAVPA	KAV DANIŞMANLIK PAZARLAMA VE TİCARET A.Ş.	16.01.1986
103	KCHOL	KOÇ HOLDİNG A.Ş.	10.01.1986
104	KENT	KENT GIDA MADDELERİ SANAYİİ VE TİCARET A.Ş.	05.11.1990
105	KERVİT	KEREVİTAŞ GIDA SANAYİ VE TİCARET A.Ş.	20.06.1994
106	KİPA	TESCO KİPA KİTLE PAZARLAMA TİCARET VE GIDA SANAYİ A.Ş.	20.11.1997
107	KLBMÖ	KELEBEK MOBİLYA SANAYİ VE TİCARET A.Ş.	01.08.1990
108	KLMSN	KLİMASAN KLİMA SANAYİ VE TİCARET A.Ş.	21.08.1997
109	KNFRT	KONFRUT GIDA SANAYİ VE TİCARET A.Ş.	10.06.1996
110	KONYA	KONYA ÇİMENTO SANAYİİ A.Ş.	26.10.1990
111	KORDS	KORDSA SABANCI DUPONT ENDÜSTRİYEL İPLİK VE KORD BEZİ SANAYİ VE TİCARET A.Ş.	06.01.1986

112	KRSTL	KRİSTAL KOLA VE MEŞRUBAT SANAYİ TİCARET A.Ş.	19.08.1997
113	KRTEK	KARSU TEKSTİL SANAYİİ VE TİCARET A.Ş.	17.11.1994
114	KUTPO	KÜTAHYA PORSELEN SANAYİİ A.Ş.	24.09.1990
115	LOGO	LOGO YAZILIM SANAYİ VE TİCARET A.Ş.	08.05.2000
116	LUKSK	LÜKS KADİFE TİCARET VE SANAYİİ A.Ş.	14.05.1991
117	MAALT	MARMARİS ALTINYUNUS TURİSTİK TESİSLER A.Ş.	28.08.1987
118	MEMSA	MENSA MENSUCAT SANAYİ VE TİCARET A.Ş.	30.10.1997
119	MERKO	MERKO GIDA SANAYİ VE TİCARET A.Ş.	20.10.1994
120	MIGRS	MİGROS TÜRK T.A.Ş.	27.02.1991
121	MIPAZ	MİLPA TİCARİ VE SİNAİ ÜRÜNLER PAZARLAMA SANAYİ VE TİCARET A.Ş.	15.02.1994
122	MMART	MARMARİS MARTI OTEL İŞLETMELERİ A.Ş.	09.02.1990
123	MNDRS	MENDERES TEKSTİL SANAYİ VE TİCARET A.Ş.	27.07.2000
124	MRDIN	MARDİN ÇİMENTO SANAYİİ VE TİCARET A.Ş.	17.07.1987
125	MRSHL	MARSHALL BOYA VE VERNİK SANAYİİ A.Ş.	07.11.1990
126	MTEKS	METEMTEKS TEKSTİL SANAYİ VE TİCARET A.Ş.	13.08.1998
127	MUTLU	MUTLU AKÜ VE MALZEMELERİ SANAYİ A.Ş.	12.09.1994
128	NETAS	NORTEL NETWORKS NETAŞ TELEKOMÜNİKASYON A.Ş.	15.03.1993
129	NTHOL	NET HOLDİNG A.Ş.	05.10.1989
130	NTTUR	NET TURİZM TİCARET VE SANAYİ A.Ş.	07.11.1990
131	NUHCM	NUH ÇİMENTO SANAYİ A.Ş.	24.02.2000
132	OLMKS	OLMUKSA INTERNATIONAL PAPER-SABANCI AMBALAJ SANAYİ VE TİCARET A.Ş.	07.01.1986
133	OTKAR	OTOKAR OTOBÜS KAROSERİ SANAYİ A.Ş.	24.04.1995
134	PARSN	PARSAN MAKİNA PARÇALARI SANAYİİ A.Ş.	16.10.1990
135	PENGD	PENGUEN GIDA SANAYİ A.Ş.	22.04.1998
136	PETKM	PETKİM PETROKİMYA HOLDİNG A.Ş.	09.07.1990
137	PETUN	PINAR ENTEGRE ET VE UN SANAYİ A.Ş.	11.08.2000
138	PIMAS	PİMAŞ PLASTİK İNŞAAT MALZEMELERİ A.Ş.	30.01.1986
139	PINSU	PINAR SU SANAYİ VE TİCARET A.Ş.	28.08.1987
140	PNSUT	PINAR SÜT MAMULLERİ SANAYİİ A.Ş.	03.02.1986
141	PRKAB	TÜRK PRYSMIAN KABLO VE SİSTEMLERİ A.Ş.	17.01.1986
142	PRKTE	PARK ELEKTRİK MADENCİLİK SANAYİ VE TİCARET A.Ş.	24.10.1997
143	PRTAS	ÇBS PRİNTAŞ BASKI MÜREKKEPLERİ VE GEREÇLERİ SANAYİ A.Ş.	15.04.1996
144	PTOFS	PETROL OFİSİ A.Ş.	30.05.1991
145	SAHOL	HACI ÖMER SABANCI HOLDİNG A.Ş.	08.07.1997
146	SANKO	SANKO PAZARLAMA İTHALAT İHRACAT A.Ş.	05.10.2000
147	SARKY	SARKUYSAN ELEKTROLİTİK BAKIR SANAYİİ VE TİCARET A.Ş.	06.01.1986
148	SASA	ADVANSA SASA POLYESTER SANAYİ A.Ş.	01.11.1996
149	SELGD	SELÇUK GIDA ENDÜSTRİ İHRACAT İTHALAT A.Ş.	02.07.1998

150	SERVE	SERVE KIRTASIYE SANAYİ VE TİCARET A.Ş.	20.08.1998
151	SISE	T. ŞİŞE VE CAM FABRİKALARI A.Ş.	13.01.1986
152	SKPLC	ŞEKER PİLİÇ VE YEM SANAYİ TİCARET A.Ş.	24.02.2000
153	SKTAS	SÖKTAŞ TEKSTİL SANAYİ VE TİCARET A.Ş.	03.04.1995
154	SODA	SODA SANAYİİ A.Ş.	20.04.2000
155	SONME	SÖNMEZ FİLAMANT SENTETİK İPLİK VE ELYAF SANAYİ A.Ş.	23.09.1991
156	TATKS	TAT KONSERVE SANAYİİ A.Ş.	09.08.1993
157	TBORG	T. TUBORG BİRA VE MALT SANAYİİ A.Ş.	08.09.1989
158	TCELL	TURKCELL İLETİŞİM HİZMETLERİ A.Ş.	11.07.2000
159	TEKTU	TEK-ART TURİZM A.Ş.	10.08.2000
160	THYAO	TÜRK HAVA YOLLARI A.O.	20.12.1990
161	TIRE	TİRE KUTSAN OLUKLU MUKAVVA KUTU VE KAĞIT SANAYİ A.Ş.	18.06.1991
162	TOASO	TOFAŞ TÜRK OTOMOBİL FABRİKASI A.Ş.	01.07.1991
163	TRCAS	TURCAS PETROL A.Ş.	04.11.1999
164	TRKCM	TRAKYA CAM SANAYİİ A.Ş.	05.11.1990
165	TUDDF	T. DEMİR DÖKÜM FABRİKALARI A.Ş.	06.01.1986
166	TUKAS	TUKAŞ GIDA SANAYİ VE TİCARET A.Ş.	05.12.1994
167	TUPRS	TÜPRAŞ-TÜRKİYE PETROL RAFİNERİLERİ A.Ş.	30.05.1991
168	UCAK	USAŞ UÇAK SERVİSİ A.Ş.	25.10.1993
169	UNYEC	ÜNYE ÇİMENTO SANAYİ VE TİCARET A.Ş.	07.12.1990
170	USAK	UŞAK SERAMİK SANAYİİ A.Ş.	28.11.1990
171	UZEL	UZEL MAKİNA SANAYİİ A.Ş.	05.08.1997
172	VAKKO	VAKKO TEKSTİL VE HAZIR GİYİM SANAYİ İŞLETMELERİ A.Ş.	03.04.1998
173	VANET	VAN-ET ENTEGRE ET SANAYİ VE TİCARET A.Ş.	12.03.1998
174	VESTL	VESTEL ELEKTRONİK SANAYİ VE TİCARET A.Ş.	27.06.1990
175	VKING	VİKİNG KAĞIT VE SELÜLOZ A.Ş.	24.10.1994
176	YATAS	YATAŞ YATAK VE YORGAN SANAYİ TİCARET A.Ş.	19.08.1996
177	YAZIC	YAZICILAR HOLDİNG A.Ş.	17.02.2000
178	YUNSA	YÜNSA YÜNLÜ SANAYİ VE TİCARET A.Ş.	06.04.1990
179	ZOREN	ZORLU ENERJİ ELEKTRİK ÜRETİM A.Ş.	25.05.2000