

**T.C.  
İSTANBUL ÜNİVERSİTESİ  
Sosyal Bilimler Enstitüsü  
İktisat Anabilim Dalı**

**Doktora Tezi**

**ŞİRKET TEMETTÜ POLİTİKASINDA  
SİNYALİZASYON TEORİSİ  
ve  
BİR İMKB UYGULAMASI**

**Özgür KAYMAZ  
2502050154**

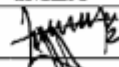

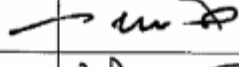
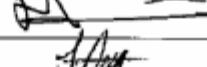

**Tez Danışmanı  
Doç.Dr. Hakan ONGAN**

**İstanbul 2010**

T.C  
İSTANBUL ÜNİVERSİTESİ  
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ

TEZ ONAYI

Enstitümüz İKTİSAT Anabilim Dalında 2502050154 numaralı ÖZGÜR KAYMAZ'IN hazırladığı "ŞİRKET TEMETTÜ POLİTİKALARINDA SİNYALİZASYON TEORİSİ VE BİR İMKB UYGULAMASI" konulu ~~YÜKSEK LİSANS~~ / DOKTORA TEZİ ile ilgili TEZ SAVUNMA SINAVI, Lisansüstü Öğretim Yönetmeliği'nin 35.Maddesi uyarınca 24/06/2010 PERŞEMBE günü saat 11:00'de yapılmış, sorulan sorulara alınan cevaplar sonunda adayın tezinin ~~.....'ne\*~~ ~~OYBİRLİĞİ / OYÇOKLUĞU~~LA karar verilmiştir.

JÜRİ ÜYESİ	KANAATI(+)	İMZA
PROF.DR.KAYA ARDIÇ	Kabul	
PROF.DR.DURSUN ARIKBOĞA	KABUL	
PROF.DR.TARGAN ÜNAL	Kabul	
DOÇ.DR.HAKAN ONGAN	KABUL	
DOÇ.DR.SERDAR ONGAN	Kabul	

## ÖZ

### ŞİRKET TEMETTÜ POLİTİKASINDA SİNYALİZASYON TEORİSİ ve BİR İMKB UYGULAMASI

Özgür KAYMAZ

Şirket temettü politikalarını açıklamakta kullanılan Sinyalizasyon Teorisi, şirket yöneticilerinin yatırımcılardan daha fazla bir bilgiye sahip olduklarını ve şirket yöneticilerinin yatırımcılara bu bilgileri temettüleri kullanarak ilettikleri konusunu ele almaktadır. Teori, temettü dağıtım politikalarının kendi içinde yatırımcılara doğru bir mesaj taşıdığını öngörmektedir. Farklı bir ifade ile, şirketlerin cari temettü dağıtım oranlarındaki bir artış (azalış), daha sonraki dönem(ler)de şirketin elde edeceği karlarda da bir artış (azalış) olacağı konusunda yatırımcılara sinyal göndermektedir. Ampirik kanıtlar sinyalizasyon teorisinin Türkiye bağlamında da geçerli olduğunu doğrulamaktadır.

## **ABSTRACT**

### **SIGNALLING THEORY IN CORPORATE DIVIDEND POLICY AND AN ISE APPLICATION**

By Özgür KAYMAZ

Signalling Theory used in explaining corporate dividend theories postulates, that (a) company managers have more information than investors and that (b) company managers convey investors this excess information through dividends. Theory suggests that dividend distribution policies convey a message within (towards investors). Stated differently, that an increase (decrease) in current dividend distribution rates of companies signals investors that profits company will realize in the following period(s) will rise (decline). We sample the listed firms whose shares are traded in Istanbul Stock Exchange. Empirical evidences document that signalling theory applies to Turkey as well.

## ÖNSÖZ

Lisans eğitimini aldığım yıllarda muhtelif dersler arasına serpiştirilmiş “asimetrik bilgi” konusu dikkatimi çeken bir konuydu. Yıllar sonra doktora tez konumun ne olabileceği hakkında araştırmalar yaparken eski iş arkadaşlarımdan Dr. Hüseyin ÖCAL, “Sinyalizasyon Teorisini” konu olarak önerdi. Böylece çalışma konum ortaya çıkmış oldu. Sinyalizasyon Teorisinin Türkiye bacağına çok az işlenmiş olması da bu konuyu seçmemde etkili oldu.

Doktora tez izleme komitesi üyeleri olan başta danışman öğretim üyesi Doç.Dr. Hakan ONGAN’ın, Prof.Dr. Kaya ARDIÇ’ın ve Prof.Dr. Dursun ARIKBOĞA’nın bakış açıları, çalışmama şüphesiz ki çok değer kattı.

Her zaman dile getirdiğim gibi, kıt maddi kaynaklarını ve sonsuz manevi desteklerini her zaman ve her koşulda oğullarına sunan sevgili annem Maviş KAYMAZ ile babam Hazim KAYMAZ’a, bütün aksiliklerime rağmen her an ve her konuda talep ettiklerimi derhal bana sunmaktan çekinmeyen, zekasını ve akademik bilgilerini sınırsız olarak bana tahsis eden değerli kardeşim Yrd.Doç.Dr. Önder KAYMAZ’a ve uzun ders çalışma sürelerime ve zorluklarıma tahammül etme başarısını gösteren eşim Senem KAYMAZ’a minnettarım.

Son olarak yüksek lisans tez danışman hocam olan Sn. Türkel MİNİBAŞ’ı da saygıyla anmak isterim.

*Sevgili aileme...*

# İÇİNDEKİLER

ÖZ .....	iii
ÖNSÖZ .....	v
İÇİNDEKİLER .....	vii
TABLolar .....	x
ŞEKİLLER .....	xii
KISALTMALAR .....	xiii
GİRİŞ .....	1
1. ASİMETRİK BİLGİ .....	4
1.1. Etkin Piyasalar Hipotezi .....	4
1.1.1. Etkinlik Kavramı .....	5
1.1.2. Etkinliğinin Ölçülmesi .....	8
1.1.3. Etkinliğin Seviyeleri .....	10
1.1.4. Etkinlik Türleri .....	13
1.1.5. Etkin Piyasalar Hipotezinin Altında Yatan Önermeler .....	14
1.1.6. Rasyonellikten Sapmalar .....	17
1.1.6.1. Birinci Tip Modeller .....	18
1.1.6.2. İkinci Tip Modeller .....	20
1.2. Asimetrik Bilgi Sorunu .....	22
1.2.1. Asimetrik Bilgi Kavramı .....	23
1.2.2. Asimetrik Bilgi Literatürünün Başlangıcı .....	25
1.2.3. Sermaye Piyasalarında Asimetrik Bilgi .....	31
1.2.3.1. Ters Seçim .....	32
1.2.3.2. Ahlaki Tehlike .....	34
1.2.4. Asimetrik Bilgiden Korunma Yöntemleri .....	37
1.2.4.1. Özel Bilgi Üretimi ve Satışı .....	37
1.2.4.2. Bilgi Arttırıcı Kamusal Düzenlemeler .....	39
1.2.4.3. Finansal Aracılık .....	39
1.2.4.4. Teminat, Net Değer ve Hukuki Düzenlemeler .....	40
1.2.4.5. Satıcıların Bilgilendirmesi .....	42
1.2.5. Asimetrik Bilgi ve Finansal Krizler .....	43
1.2.6. Asimetrik Bilgi ve Yatırımlar .....	50
1.2.6.1. Yatırım Kararlarının Sermaye Yapısı Üzerine Etkisi .....	51
1.2.6.2. Kredi Tayınlamasının Sermaye Yapısı Üzerine Etkisi .....	56

2. SİNYALİZASYON MODELLERİ.....	58
2.1. Lintner Modeli .....	58
2.2. Modigliani Miller Modeli .....	63
2.3. Sinyalizasyon Teorisindeki Öncül Modeller .....	77
2.3.1. Bhattacharya Modeli.....	78
2.3.2. Miller ve Rock Modeli.....	81
2.3.3. John ve Williams Modeli.....	83
3. TEMETTÜ POLİTİKALARI.....	86
3.1. Temettü Politikalarını Açıklamaya Çalışan Teoriler.....	86
3.1.1. Sinyalizasyon Teorisi.....	87
3.1.1.1. Temettü Dağıtım Literatürü.....	88
3.1.1.2. Temettü Sinyalizasyonu Literatürü .....	91
3.1.1.3. Konusu Türkiye Olan Sinyalizasyon Literatürü.....	95
3.1.2. Serbest Nakit Akış Teorisi.....	98
3.1.3. Müşteri Grubu Teorisi .....	101
3.1.4. Yaşam Süresi Teorisi .....	102
3.2. Temettüler Aracılığıyla Yatırımcılara Mesaj Verilmesi.....	103
3.3. Şirketlerin Temettü Politikalarını Etkileyen Hususlar .....	106
3.3.1. CEO'ların Kendinden Fazla Emin Tutumları.....	106
3.3.2. Firmaların Çok Uluslu Olmaları.....	107
3.3.3. Yöneticilerin İşte Kalma Beklentileri.....	107
3.3.4. Hukuki Rejimlerin Farklılığı .....	108
3.3.5. Sermaye Piyasalarının Şeffaflığı .....	109
3.3.6. Şirketlerin Mülkiyet Yapısı .....	111
3.3.7. Kurumsal Yönetimin Derecesi .....	112
3.3.8. Diğer Etmenler.....	113
3.4. Temettü Ödemelerine Piyasaların Tepkileri.....	113
4. İMKB'DE AMPİRİK UYGULAMA.....	119
4.1. Genel Olarak İMKB.....	119
4.1.1. Geçmişteki Temettü Uygulamaları.....	119



4.1.2. Günümüzde İMKB .....	120
4.2. Türkiye’de Kar Dağıtımı ve Yasal Mevzuat .....	123
4.2.1. Sermaye Piyasası Mevzuatı .....	124
4.2.2. Ticaret Hukuku Mevzuatı .....	126
4.2.3. Vergi Hukuku Mevzuatı .....	127
4.3. Veri Seti ve Metodoloji.....	128
4.4. Ampirik Analiz .....	135
4.4.1. Temettü Dağıtma Esasına Göre Yapılan Analizler .....	137
4.4.1.1. 2005/2008 Dönemi (48 adet firma) .....	137
4.4.1.2. 2000/2008 Dönemi (6 adet firma) .....	143
4.4.1.3. 2000/2008 Dönemi (14 adet firma) .....	154
4.4.2. Kotasyon Esasına Göre Yapılan Analizler .....	166
4.4.3. Genel Olarak Analiz Sonuçları .....	167
SONUÇ .....	171
KAYNAKÇA.....	176
EKLER.....	194
ÖZGEÇMİŞ .....	214

## TABLULAR

Tablo 1: İMKB’de Yıllara Göre Dağıtılan Temettü Tutarları .....	122
Tablo 2: İMKB’de Yıllara Göre İşlem Gören Firmaların .....	123
Tablo 3: Temettü Dağıtımlarına Yapılan Açıklamalara İlişkin Yöneticilerin Görüşleri Onaylama Seviyesi (%).....	96
Tablo 4: Değişken Tanımları .....	130
Tablo 5: Değişken Tanımları .....	133
Tablo 6: ROA1- TEMETTU İlişkisi: Sabit etkiler .....	139
Tablo 7: ROA1- TEMETTU İlişkisi: Rassal etkiler .....	140
Tablo 8: ROC1- TEMETTU İlişkisi: Sabit etkiler.....	140
Tablo 9: ROC1- TEMETTU İlişkisi: Rassal etkiler .....	141
Tablo 10: ROE- TEMETTU İlişkisi: Sabit etkiler.....	142
Tablo 11: ROE- TEMETTU İlişkisi: Rassal etkiler.....	142
Tablo 12: ROA1- TEMETTU İlişkisi: Sabit etkiler .....	144
Tablo 13: ROA1- TEMETTU İlişkisi: Rassal etkiler .....	145
Tablo 14: ROA1- TEMETTU İlişkisi: Hausman Testi.....	145
Tablo 15: ROA2- TEMETTU İlişkisi: Sabit etkiler .....	146
Tablo 16: ROA2- TEMETTU İlişkisi: Rassal etkiler .....	147
Tablo 17: ROC1- TEMETTU İlişkisi: Sabit etkiler.....	148
Tablo 18: ROC1- TEMETTU İlişkisi: Rassal etkiler .....	149
Tablo 19: ROC1- TEMETTU İlişkisi: Hausman Testi.....	149
Tablo 20: ROC2- TEMETTU İlişkisi: Sabit etkiler.....	150
Tablo 21: ROC2- TEMETTU İlişkisi: Rassal etkiler .....	151
Tablo 22: ROE- TEMETTU İlişkisi: Sabit etkiler.....	152
Tablo 23: ROE- TEMETTU İlişkisi: Rassal etkiler.....	153
Tablo 24: ROE- TEMETTU İlişkisi: Hausman Testi .....	153
Tablo 25: ROA1-TEMETTU İlişkisi: Sabit etkiler .....	155
Tablo 26: ROA1-TEMETTU İlişkisi: Rassal etkiler .....	156
Tablo 27: ROA1-TEMETTU İlişkisi: Hausman Testi.....	156
Tablo 28: ROA2- TEMETTU İlişkisi: Sabit etkiler .....	157
Tablo 29: ROA2- TEMETTU İlişkisi: Rassal etkiler .....	158
Tablo 30: ROC1- TEMETTU İlişkisi: Sabit etkiler.....	158
Tablo 31: ROC1- TEMETTU İlişkisi: Rassal etkiler .....	159
Tablo 32: ROC1-TEMETTU İlişkisi: Hausman Testi.....	159
Tablo 33: ROC2- TEMETTU İlişkisi: Sabit etkiler.....	160
Tablo 34: ROC2- TEMETTU İlişkisi: Rassal etkiler .....	161
Tablo 35: ROE- TEMETTU İlişkisi: Sabit etkiler.....	162
Tablo 36: ROE- TEMETTU İlişkisi: Rassal etkiler.....	162
Tablo 37: ROE-TEMETTU İlişkisi: Hausman Testi .....	163
Tablo 38: OP-TEMETTU İlişkisi: Sabit etkiler.....	164
Tablo 39: OP-TEMETTU İlişkisi: Rassal etkiler .....	164
Tablo 40: NPAT-TEMETTU İlişkisi: Sabit etkiler .....	165
Tablo 41: NPAT-TEMETTU İlişkisi: Rassal etkiler .....	166
Tablo 42: NPAT-TEMETTU İlişkisi: Hausman Testi.....	166
Tablo 43: 2005/2008 Dönemi Özet Tablosu (48 adet firma için).....	168
Tablo 44: 2000/2008 Dönemi Özet Tablosu (6 adet firma için).....	169

Tablo 45: 2000/2008 Dönemi Özet Tablosu (14 adet firma için).....	169
---	-----

## ŞEKİLLER

Şekil 1: Kullanılmış Araba Piyasasında Mükemmel Bilgi .....	26
Şekil 2: Kullanılmış Araba Arz Eğrisi .....	27
Şekil 3: Ters Seçim .....	29
Şekil 4: WACC .....	74

## KISALTMALAR

CAPM	:	Finansal Varlık Fiyatlama Modeli
CEO	:	Tepe Yönetici
EPH	:	Etkin Piyasalar Hipotezi
İMKB	:	İstanbul Menkul Kıymetler Borsası
JW	:	John ve Williams
KFE	:	Kendisinden Fazla Emin
MM	:	Modigliani ve Miller
MR	:	Miller ve Rock
NBD	:	Net Bugünkü Değer
NYSE	:	New York Borsası
REGFD	:	Adil Açıklama Düzenlemesi
SEC	:	ABD Sermaye Piyasası Kurulu
SKF	:	Sıfır Kaldıraçlı Firmalar
SPK	:	Sermaye Piyasası Kurulu
SPKa	:	Sermaye Piyasası Kanunu
TTK	:	Türk Ticaret Kanunu
WACC	:	Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti

## GİRİŞ

Firmaların hissedarlara ne kadar bir ödeme yapması gerektiği ya da bu ödemelerin hangi formlarda olması gerektiği gibi konular, finansal ekonominin halen cevap arayan konularındır. Zaten bu belirsizlikten dolayıdır ki Black (1976) konuyu “temettü bulmacası” olarak adlandırmıştır.

Temettü politikaları, sadece parasal yönünün bulunmasından dolayı değil, aynı zamanda firmaların finansal ve yatırım kararlarının çoğu ile de ilgili olması nedenlerinden dolayı önem arz etmektedir.

Temettü politikalarının sistematize edilmesi çalışmaları Lintner’e kadar geri gitmekle birlikte Lintner’in çıkardığı sonuç, ancak zımni olarak “temettülerin bilgi içeriği” ile ilgiliydi. Lintner şirketin temettü artışında bulunabilmesi için “ancak sürekli bir gelir artışının” olması gerektiğini belirtiyordu. Onun zamanındaki kabul gören görüşe göre, bir şirketin değeri onun gelecekte sağlayacağı nakit akışlarının (temettülerin) bugünkü değerine eşitti.

Modigliani ve Miller (MM) (1961) temettü politikalarının analiz edilmesinde sıklıkla kullanılan güçlü bir çatı oluşturdu. MM gerçekte bir firmanın yatırım politikasını neyin etkilediği konusu ile ilgiliydi. MM önermesi, “firma yatırımlarının veri olduğu ve sermaye piyasalarının mükemmel olması durumunda, firmaların uyguladıkları mali politikaların firma değerini etkilemeyeceği”ni belirtmektedir. Başka bir deyişle her firmanın mali politikası, onun kazanç kalıpları hakkında yeni bir bilgi taşımamakta, yani sinyal göndermemektedir.

Ancak MM şirket yönetimlerinin dikkate alması gereken piyasa kusurlarını da sıralamıştır. Bu kusurlardan birisi de asimetrik bilgi sorunudur. Asimetrik bilgi durumunda, yani şirketin yöneticilerinin hissedarlardan daha fazla bilgisinin olması durumunda, temettülerin bilgi taşıması mümkündür. Bu yolla yöneticiler şirket değerini arttırabileceklerdir.

Sermaye piyasalarındaki asimetrik bilgi, piyasaların etkin bir şekilde işleminin önüne geçerek, kaynakların israf edilmesine ve toplumsal faydanın azalmasına sebebiyet vermektedir.

Çalışmamızın konusu olan Sinyalizasyon Teorisi özetle, “şirket yöneticilerinin şirketin geleceği hakkında yatırımcılardan daha fazla bilgiye sahip oldukları ve çeşitli saiklerle yöneticilerin bu bilgilerini yatırımcılara temettüleri kullanarak taşıdıkları” savında bulunmaktadır. Başka bir deyişle yöneticiler, temettüler aracılığıyla hissedarlara sinyal göndererek şirket değerini etkileyebilmektedir.

Sinyalizasyon konusunda çok sayıda çalışma yapılmış, ancak kullanılan veri tabanlarının ve araştırma yöntemlerinin birbirlerinden farklı olabilmelerinden dolayı çok farklı sonuçlara ulaşılmıştır.

İstanbul Menkul Kıymetler Borsası’nda yapmış olduğumuz ampirik çalışma, Sinyalizasyon Teorisini destekler mahiyette sonuçlar vermiştir.

Çalışmamızın içeriği aşağıda bölüm başlıkları altında kısaca belirtilmektedir;

## **1. BÖLÜM: ASİMETRİK BİLGİ**

Asimetrik bilgi kavramının öne çıkmasından önce araştırmacıların sıklıkla üzerinde çalıştıkları Etkin Piyasalar Hipotezi ve piyasaların etkin olmasının önündeki engellerden birisi olan asimetrik bilgi konularına bu bölümde yer verilmektedir.

## **2. BÖLÜM: SİNYALİZASYON MODELLERİ**

Şirket temettü politikalarını sistematize etmeye çalışan ve şirketin değerinin gelecek nakit akışlarının (temettü) bugünkü değerine eşit olduğunu savunan Lintner’e, tam ve mükemmel sermaye piyasalarında firmanın temettü politikasının firma değerini etkilemediğini, ancak piyasa kusurlarının varlığı halinde piyasa değerinin etkileneceğini belirten MM’ye ve bazı öncül sinyalizasyon modellerine bu bölümde yer verilmektedir.

### **3. BÖLÜM: TEMETTÜ POLİTİKALARI**

Çalışmamızın esas konusunu oluşturan sinyalizasyon teorisi detaylı olarak ele alındıktan sonra, temettü politikalarını açıklamaya çalışan diğer ana teoriler, temettüler aracılığıyla yatırımcılara mesaj verilmesi ve yatırımcıların bu mesajları nasıl algıladıkları, temettüleri etkileyen hususların neler olduğu ve son olarak da temettü ödemelerine piyasaların nasıl tepki verdikleri konuları da bu bölümde açıklanmaktadır.

### **4. BÖLÜM: İMKB'DE AMPİRİK UYGULAMA**

Ampirik verilerin temin edildiği İMKB'deki önceki ve cari döneme ait temettü uygulamaları ile bazı İMKB verilerine, Türkiye'de temettü dağıtımını belirleyen genel yasal çerçeveye ve İMKB'de yapılan ampirik çalışmaya bu bölümde yer verilmektedir.



# 1. ASİMETRİK BİLGİ

1970'lerin başına kadar firmaların piyasa değeri üzerinde yapılan tartışmalar iki gruba ayrılmıştı: Temettü teorileri ve kazanç teorileri. Her ikisi de bir hissenin piyasa değerini açıklamaya çalışıyordu. Her iki okul da teorik olarak kabul edilebilir önermeler sunmuştu ve kendi görüşlerini destekleyen ampirik desteklere sahipti. Ancak teorik önermeler ve ampirik sonuçlar paralel değildi. 1970'lerin başlarındaki tartışma, farklı sebeplerden dolayı gruplara ayrılmıştı. Bunların bazıları şu şekildeydi: Fama'nın (1970) Etkin Piyasalar Hipotezi (EPH), Finansal Varlık Fiyatlama Modeli (CAPM) ve temettü sonrası hisse fiyatı hareketleri üzerine olan Elton – Gruber Hipotezi (1970). Bu çalışmalarda temel olarak, piyasa etkinliği ve CAPM üzerinde durulurken, geri planda hisse fiyatının piyasa değerini etkileyen faktörleri sorgulayan çalışmalar yapıldı. Hisse senedi piyasalarının etkinliği araştırılırken piyasaların temettülere, temettü anonslarına ve temettü değişikliklerine nasıl tepki verdiği konuları da test edilmiştir<sup>1</sup>.

Piyasalarda karar almaya temel oluşturacak bilginin her zaman tam ve doğru olarak elde edilememesi ve tarafların birbirlerinden farklı bilgiye sahip olmaları yani asimetrik bilgi, piyasaları etkinlikten uzaklaştırarak ekonomi üzerinde olumsuz etkilerde bulunmaktadır. Başka bir deyişle asimetrik bilgi, piyasaların EPH'den sapmasına yol açmaktadır.

Çalışmamızın bu bölümünde, EPH ve asimetrik bilgi konuları ele alınacaktır.

## 1.1. Etkin Piyasalar Hipotezi

Etkin piyasa olgusuyla ilgili ilk bulgular Maurice Kendall (1953) tarafından ortaya konulmuştur. Kendall'ın Londra Kraliyet İstatistik Derneği'nde sunduğu çalışmasının konusu hisse senedi ve mal fiyatlarının davranışı üzerinedir. Kendall'ın çalışmayı yapma amacı düzenli fiyat hareketlerini tespit etmektir. Ama bulguları hiç

---

<sup>1</sup> Seppo KINKKI, "Dividend Puzzle – A Review of Dividend Theories", ss. 58 - 97, (çevrimiçi) [http://lta.hse.fi/2001/1/lta\\_2001\\_01\\_a3.pdf](http://lta.hse.fi/2001/1/lta_2001_01_a3.pdf) (03.01.2010).

de o yönde değildi. Fiyatlar rastgele değişme eğilimindeydi, yani rassal yürüyorlardı<sup>2</sup>.

1960'lı yıllarda Paul A. Samuelson ve Eugene F. Fama birbirlerinden bağımsız olarak bu fikri geliştirmişlerdir. Samuelson hasat edilmiş, çürüyebilir ve depolanabilir malların geçici fiyatlama modellerine ilgisi nedeniyle etkin piyasalar fikrine ulaşmıştır. Samuelson'un EPH'ye ulaştığı yoldan farklı olarak Fama'nın çalışmaları, hisse fiyatlarının istatistiki niteliklerini ölçme ve teknik analiz ile temel analiz arasındaki tartışmayı çözme konusundaki ilgisinden kaynaklanmıştır. Finansa modern bilgisayarları ampirik araştırmalarda kullanan ve "etkin piyasalar" terimini ilk kez kullanan da yine odur<sup>3</sup>.

Aşağıda ilgili başlıklar altında etkinlik kavramı, etkinliğin ölçülmesi, etkinlik seviyeleri ve türleri, hipotezin altında yatan önermeler ve rasyonellikten sapma konuları ele alınmaktadır.

### **1.1.1. Etkinlik Kavramı**

Modern anlamda etkinlik kavramı, 29 Mart 1900'de matematik doktorasını yapan Louis Bachelier'a kadar geriye götürülebilmektedir. Tezin konusu Paris Borsası'ndaki hisse senetlerinin değerlerinin dalgalanmasıydı. Bu tez modern finansın başlangıcı olmasının yanında, bilgi etkinliğinin de temelini oluşturmaktadır. Doktora tezinde Bachelier, hisse senetlerindeki dalgalanmaları belirleyen sebeplerin çok sayıda olduğunu, geçmiş, cari ve gelecek olayların indirgenmiş hallerinin de piyasa fiyatlarının içine yansıtıldığını, ancak bunların fiyat değişikliklerine etkisinin genellikle belirsiz olmakla birlikte ekonomik, mali ya da politik faktörlerin fiyatları doğal olarak hareket ettirdiğini, bunların yanında suni sebeplerden de fiyat

---

<sup>2</sup> Richard A. BREALEY, Stewart C. Myers, **Principles of Corporate Finance**, 6. Edisyon, s. 354, McGrawHill, 2000.

<sup>3</sup> Andrew W. LO, "Efficient Markets Hypothesis", ss. 1 - 2, (çevrimiçi) [http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=991509&rec=1&srcabs=634210](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=991509&rec=1&srcabs=634210) (05.01.2010).

hareketlerinin oluşabileceğini belirtmiştir (örn. hisse senetlerinin kendi kendilerine hareket etmesi gibi)<sup>4</sup>.

Hayek 1945 yılında yayınlamış olduğu “The use of knowledge in society” adlı makalesinde; “Fiyat sisteminin gerçek fonksiyonunun ne olduğunu anlamak istiyorsak, ona bilgi iletişimini sağlayan bir mekanizma olarak bakmak zorundayız” diyerek, fiyatların bilgisel rolünü öne çıkartmıştır<sup>5</sup>.

Bu fikir zamanla geliştirildi. Örneğin Cootner’ın 1962 yılındaki makalesinde; “Hisse senedi piyasası, yüksek rekabetçi ve iyi organize olmuş bir piyasadır. Kullanım kolaylığı olsun diye bu piyasayı mükemmel olarak varsayalım. Bundan sonra oluşacak fiyat değişiklikleri yeni bilgiden kaynaklanacaktır. Hisse senedi fiyatında zaman zaman oluşan değişiklikler, istatistiki olarak birbirinden tamamen bağımsız olduğu için rastlantısal olacaktır, çünkü değişikliklerin ortaya çıkmasında bilginin rastlantısal olmamasını beklemek için bir sebep bulunmamaktadır.”<sup>6</sup>.

Daha radikal bir bakış açısında ise Fama; “Yeni bilginin ardışık parçaları birbirinden bağımsız olarak zamana yaygın olduktan sonra, ... hisse senetlerinin ardışık fiyat değişiklikleri de bağımsız olacaktır.”<sup>7</sup> dedikten sonra, bilgi etkinliğinin temel tanımı olarak düşünülebilecek şu tanımı yapmıştır; “ ... menkul kıymet fiyatlarının herhangi bir zamanda tüm mevcut bilgiyi “tam olarak” yansıttığı varsayımı altında bir piyasa “etkin” olarak adlandırılır.”<sup>8</sup>.

---

<sup>4</sup>Christian WALTER, “The Efficient Market Hypothesis, the Gaussian Assumption, and the Investment Management Industry”, Kasım 2000, ss. 5 - 7, (çevrimiçi) [http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=267443](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=267443), 02.11.2008.

<sup>5</sup> Friedrich HAYEK, “The use of knowledge in society”, **American Economic Review**, Vol: 35, 1945, ss. 519 – 530, (çevrimiçi) [http://files.libertyfund.org/files/92/Hayek\\_0766\\_EBk\\_v4.pdf](http://files.libertyfund.org/files/92/Hayek_0766_EBk_v4.pdf) (26.12.2008).

<sup>6</sup> “P. A. COOTNER, “Refinement and Empirical Testing: Introduction” P. A. COOTNER ed., The Random Character of Stock Market Prices, MIT Press, 1967, s. 25”, Christian WALTER, **a.g.e.**, s. 24.

<sup>7</sup> Eugene F. FAMA, “The Behavior of Stock-Market Prices”, **The Journal of Business**, Vol. 38, No. 1., Ocak 1965, s. 37, (çevrimiçi) [http://stevereads.com/papers\\_to\\_read/the\\_behavior\\_of\\_stock\\_market\\_prices.pdf](http://stevereads.com/papers_to_read/the_behavior_of_stock_market_prices.pdf), (29.12.2008).

<sup>8</sup> E.F. FAMA, “Efficient Capital Market: A review of Theory and Empirical Work”, **Journal of Finance**, Vol: 25, No: 2, Mayıs 1970, s. 383, (çevrimiçi) [http://stuwwww.uvt.nl/fat/files/library/Fama,%20Eugene%20F.%20-%20Efficient%20Capital%20Markets,%20A%20Review%20of%20Theory%20and%20Empirical%20Work%20\(1970\).pdf](http://stuwwww.uvt.nl/fat/files/library/Fama,%20Eugene%20F.%20-%20Efficient%20Capital%20Markets,%20A%20Review%20of%20Theory%20and%20Empirical%20Work%20(1970).pdf) (26.12.2008).

Piyasaların etkin olması demek, yatırımcıların hisse senedi bilgilerini analiz ederek elde ettikleri bilgiler neticesinde, bir piyasa getirisinden daha fazlasını kazanamamaları demektir<sup>9</sup>. Etkin bir piyasada gelecek fiyat hareketlerini herkese açık bilgilere dayandırarak tahmin etmek mümkün değildir<sup>10</sup>.

Daha modern ve risk tahsisini içeren bir soru Grossman tarafından sorulmuştur: “Merkezi olmayan bir ekonomi, bilgi yayıldığında riski ve buna bağlı olarak yatırım kaynaklarını nasıl tahsis edebilmektedir ?”<sup>11</sup>

Ekonomik açıdan bu paradigma ekonomik denge fikri ile ilgilidir. Çok genel anlamda etkin sermaye piyasaları teorisi, rekabetçi denge teorisinin<sup>12</sup> finansal varlık piyasasına uygulanmasından başka birşey değildir<sup>13</sup>.

Kote edilmiş piyasa fiyatları ekonomik gerçekliği tam olarak yansıtıyorsa ve yatırımcılara ya da varlık yöneticilerine karar vermeleri konusunda güvenilebilir yarar sağlayabiliyor ise “piyasa etkinliği” var demektir. Başka bir ifade ile, bir işlem için gerekli olan bilgi fiyata doğru olarak yansıtıyorsa, bir değişim mekanizması gibi düşünülebilen bu piyasa “etkin” olarak nitelendirilebilir<sup>14</sup>.

Menkul kıymetlerle veya menkul kıymet fiyatlarını etkileyebilecek herhangi bir bilgi, borsadaki tüm yatırımcılara aynı anda ulaşıyorsa ve yine borsada işlem gören

---

<sup>9</sup> Fredric C. DUNBAR, Dana HELLER, “Fraud on the Market Meets Behavioral Finance”, ss. 455 - 532, 1 Aralık 2003, (çevrimiçi) [http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=824884](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=824884) (07.01.2009).

<sup>10</sup> Sendhil MULLAINATHAN, Richard H. THALER, “Behavioral Economics”, Working Paper 00-27, Eylül 2000, ss. 6 – 9, (çevrimiçi) [http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=245828](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=245828) (13.03.2010).

<sup>11</sup> S.J. GROSSMAN, “Dynamic Asset Allocation and Informational Efficiency of Markets”, **Journal of Finance**, Vol: 50, No: 3, Temmuz 1995, s. 773, (çevrimiçi) <http://www.jstor.org/pss/2329287>, (26.12.2008).

<sup>12</sup> Rekabetçi / Yarışmacı Denge Teorisi: Geleneksel ekonomik denge konseptidir. Esnek fiyatlar ve çok sayıda ticaret yapanın bulunduğu mal piyasaları analizi için uygundur ve ekonomik analizde etkinliğin göstergesi (benchmark) olarak kullanılır. Ticaret yapanların ellerinde piyasada ticareti yapılanın çok azı vardır ve bireysel işlemlerin fiyatlar üzerinde hiçbir etkisi yoktur varsayımına dayanır. Yarışmacı piyasalar bir idealdir / standarttır ve diğer piyasa yapıları buna göre değerlendirilir. Rekabetçi dengede bir maldan kaynaklanan sosyal fayda ile bu malın üretilmesi için katlanılan sosyal maliyet birbirine eşit olduğu için, tanım gereği kaynak etkinliği (allocative efficiency) sağlanmıştır.

<sup>13</sup> Christian WALTER, **a.g.e.**, s. 5.

<sup>14</sup> **A.e.**, s. 3.

şirketlerin bilgileri piyasadaki tüm aktörler tarafından kolayca elde edilebiliyorsa, piyasanın etkinliğinden söz edilebilir (Atan vd., 2006)<sup>15</sup>.

Standart bir varlık fiyatlama modelinde temsilciler rasyoneldir ve fiyatlama hakkında tam olarak bilgi sahibidirler. Denge fiyatları da gerçek düzeltilmiş risk değerini yansıtmaktadır. Aksi halde bazı yatırımcılar kötü portföyleri ellerinde tutmak zorunda kalacakları için, bu davranış optimal olmayacaktır. Etkin piyasalar hipotezinin geçerliliği, bütün yatırımcıların rasyonel olduğu varsayımı üzerine dayanmamaktadır. Öne çıkan husus, yatırım profesyonellerinin ve diğer bilgili yatırımcıların gelir maksimize eden davranışlarının, fazla değerlenmiş menkul kıymetleri satmak ve düşük değerlenmiş menkul kıymetleri satın almak şeklinde gerçekleşmesidir<sup>16</sup>.

Etkin bir piyasa için yeterli olacak şartlar şunlardır (Sears ve Trennepohl, 1993): (1) Menkul kıymetlerin alım satımında işlem maliyeti yoktur; (2) Tüm piyasa oyuncuları elde edilebilir bilgilere maliyetsiz olarak erişebilmektedirler; (3) Yatırımcıların, bilginin her bir menkul kıymetin gelecekteki fiyat dağılımına etkileri konusundaki görüşleri aynıdır; (4) Bir menkul kıymetin piyasa fiyatı hiçbir yatırımcı tarafından kontrol edilemez. Bir piyasanın etkin olabilmesi için bu şartların her birine tamamiyle uyması gerekmez. Bu nedenle bu şartlara gerekli şartlar değil, yeterli şartlar denilmiştir<sup>17</sup>.

### 1.1.2. Etkinliğinin Ölçülmesi

Piyasa etkinliğinin ölçülmesinde kullanılan yöntemlerin esas olarak iki ayrı çerçevede (strand) toplanması mümkündür. Birincisi fiyatların uyum hızını dikkate alan yöntemler, ikincisi arbitrajın ortadan kalkmasını esas alan yöntemler.

---

<sup>15</sup> Emrah İsmail ÇEVİK, Sedat ERDOĞAN, “Bankacılık sektörü hisse senedi piyasasının etkinliği: Yapısal kırılma ve güçlü hafıza”, *Doğuş Üniversitesi Dergisi*, 10 (1) 2009, s. 28, (çevrimiçi) <http://journal.dogus.edu.tr/13026739/2009/cilt10/sayil1/M00208.pdf> (22.03.2010).

<sup>16</sup> Fredric C. DUNBAR, Dana HELLER, a.g.e., ss. 455 – 532.

<sup>17</sup> Derya KAHRAMAN, Mehmet ERKAN, “İstanbul Menkul Kıymetler Borsası’nda Tesadüfi Yürüyüş Testi”, *Yönetim ve Ekonomi*, 2005, C: 12, S: 1, Celal Bayar Üniversitesi İİBF, s. 12, (çevrimiçi) <http://www.bayar.edu.tr/~iibf/dergi/pdf/C12S12005/DKME.pdf> (11.01.2010).

İlk tip yöntemlerde fiyatların etkin seviyelere uyum sağlama hızı dikkate alınır, ancak bu görüşteki yazarlar etkin fiyatın ne olduğu konusunu da belirlemek durumundadır. Bu ise bir benchmark modelinin etkin kullanımını gerektirir. Fama'nın da belirttiği gibi iki test birarada yapılmalıdır. İlki fiyat uyumunun hızı ve ikincisi ise etkin fiyat seviyelerinin benchmark modeli tarafından tespit edilmesi<sup>18</sup>.

Örneğin Patell ve Wolfson (1984) karlılık ve temettü anonlarının günün içinde fiyatları etkileme hızını çalışmışlardır. Benzer şekilde Dann, Mayers ve Raab (1977) büyük hacimlerdeki blok satışları çalışmışlardır. Her iki çalışma da ticari karın olayın vukuu bulmasından sonra 15 dk. içinde ortadan kalktığını bulmuşlar ve bu durum yazarlar tarafından "çok hızlı" olarak nitelendirilmiştir<sup>19</sup>.

CNBC TV'nin "morning call" ve "midday call" programları da etkin piyasalar hipotezini aydınlatmak için kullanılmış ve bu programlarda yayınlanan pozitif raporların 1 dk. içinde hisse senetlerinin fiyatlarına yansıdığı, negatif raporların ise 15 dk. içinde hisse senetlerinin fiyatlarına yansıdığı tespit edilmiştir. Ticaret hacmi açısından bakıldığında ise pozitif ve negatif rapordan sonra ticaret hacminin katlandığı görülmüştür<sup>20</sup>.

İkinci tip yöntemlerde arbitraj imkanlarının ortadan kalktığı zaman ile piyasa etkinliği arasında bir ilişki kurulmaktadır. Yatırımcılar temel risk<sup>21</sup>, gürültü ticareti riski, işlem maliyeti ve açığa satış kısıtlamalarına rağmen arbitraj fırsatlarını kullanmaktadırlar<sup>22</sup>.

Yatırımcılar bu fırsatların nerede olduğunu bulmak ve kullanabilmek için zamana ihtiyaç duymaktadırlar. Kaldı ki yanlış fiyatlama, uzunca bir süre varlığını sürdürebilmektedir. Yanlış fiyatlamanın uzun bir süre devam etmiş olmasına örnek

---

<sup>18</sup> Ben R. MARSHALL, "How Quickly is Temporary Market Inefficiency Removed ?", s. 3, t.y., (çevrimiçi) [http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=699901](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=699901) (16.12.2008).

<sup>19</sup> Jeffrey A. BUSSE, T. Clifton GREEN, "Market Efficiency in Real-Time", s. 1, Mayıs 2001, (çevrimiçi) [http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=270958](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=270958) (03.02.2009).

<sup>20</sup> A.e.

<sup>21</sup> Büyük bir grup insan ya da firmayı etkileyen a. Deprem, sel, fırtına gibi doğal olaylar, b. Enflasyon, işsizlik, savaş gibi sosyal durumlardan kaynaklanan olaylardan dolayı zarar etmeye karşı açık olunması durumu. Businessdictionary.com (çevrimiçi) <http://www.businessdictionary.com/definition/fundamental-risk.html> (10.05.2009).

<sup>22</sup> Ben R. MARSHALL, a.g.e.

olarak Froot ve Dohara (1999), aynı şirketin farklı ülkelerdeki hisse senedi fiyatlarının 10 yıllık bir zaman diliminde farklı fiyattan işlem gördüğünü göstermektedir. Dammon, Dunn ve Spatt (1993) gerçekten de birbirinin aynı olan 3 bononun 2 yıllık bir zaman diliminde fiyatlama farklılıklarını koruduğunu ıspatlamıştır<sup>23</sup>.

### 1.1.3. Etkinliğin Seviyeleri

Gerçek hayatta piyasaya intikal eden bilgi eş zamanlı olarak fiyatlara yansımaz. Herkesin bilgilere aynı şartlarda sahip olamaması, piyasa etkinliğinin de değişik şekillerde ortaya çıkmasına yol açar. Dolayısıyla piyasalar, yatırımcıların elde ettiği bilginin durumuna göre zayıf, yarı-güçlü ve güçlü olmak üzere 3 ayrı düzeyde ele alınmaktadır.

- **Zayıf form:** Zayıf etkinlik formunda bilgi seti, sadece piyasanın tüm eski kaydedilmiş fiyatlarından oluşmaktadır<sup>24</sup>. Etkinliği analiz etmek için kullanılan gelişmiş zaman serisi analizlerinde geçmiş verilerin yatırımcı tarafından kullanılması, yatırımcının piyasadan daha fazla getiri sağlamasına olanak sağlamaz<sup>25</sup>.

Pay senetlerinin geçmiş fiyat verileri herkes tarafından biliniyorsa, cari fiyat geçmiş fiyat bilgilerini de yansıtacaktır. Bütün yatırımcılar kamuya açıklanan bu tür bilgilere ulaşabiliyorsa bir yatırımcının bu bilgilere dayalı avantaj sağlaması olanaksızdır. Piyasada geçmiş fiyat hareketlerine ilişkin bilgi setine dayalı aşırı kazanç fırsatları oluşuyor ise, piyasa zayıf formda etkin sayılmaz<sup>26</sup>.

Eğer tesadüfi yürüyüş modeli menkul kıymet fiyatlarını doğru olarak açıklayabilirse, piyasanın zayıf formda etkin olduğu söylenebilir, ancak piyasa zayıf formda etkinse onun tesadüfi yürüyüş modeline uyduğu söylenemez (Abrosimova ve Linowski, 2002)<sup>27</sup>.

---

<sup>23</sup> A.e., s. 5.

<sup>24</sup> E.F. FAMA, "Efficient Capital Market: A review of Theory and Empirical Work", s. 388.

<sup>25</sup> Fredric C. DUNBAR, Dana HELLER, a.g.e.

<sup>26</sup> Niyazi BERK, **Finansal Yönetim**, 9. Baskı, Türkmen Kitapevi, İstanbul 2007, s. 451.

<sup>27</sup> Derya KAHRAMAN, Mehmet ERKAN, a.g.e., s. 13.

- **Yarı güçlü form:** Bu etkinlik formunda bilgi seti geçmiş dönem fiyatlarının yanı sıra, firma mali verilerini de içermektedir<sup>28</sup>. Analistler kamuya açık tüm bilgileri kullanarak piyasadan daha fazla getiri elde etmeye çalışırken temel analiz (Örn. firma, onun piyasaları, makro ekonomik şartlar vs.) yapacaklardır<sup>29</sup>. Şöyle ki, söz konusu bilgi, kamuya ilan edildikten sonra hisse senedi fiyatlarında önemli değişiklikler yaratarak yatırımcıya normalin üstünde bir kazanç sağlayabilmektedir<sup>30</sup>.

Bunun nedeni, cari fiyatların kamuya açıklanan tüm bilgileri doğru ve zamanında yansıtmasıdır. Kamuya açıklanan bilgilerden firmanın işlerinin iyi gittiği sonucu çıkarılıyorsa firmanın pay senedi değeri yükselir, tersine işler kötü gidiyorsa yatırımcılar, ilgili firmanın pay senetlerini sattıkları için fiyat düşer. Firmaya ilişkin yeni bilgi edinilmediği sürece, pay senedinin gelecekteki fiyatı teorik olarak değişmeyecektir<sup>31</sup>.

Yarı güçlü tipte etkinlik aynı zamanda zayıf tipte etkinliği de kapsamaktadır. Zayıf tipte bir piyasada teknik analiz yaparak aşırı kar elde edemeyen analistler, yarı güçlü tipte de bu amaca ulaşamayacaktır<sup>32</sup>.

- **Güçlü form:** Tüm mevcut bilgilerin kamuya açık olsun ya da olmasın hisse senedi fiyatlarına yansıdığı varsayılır. Bu form konusundaki araştırmalar, bazı grupların (Örn. portföy yöneticileri, yatırım analistleri, içeridekiler gibi) sahip oldukları bilgilerden dolayı diğerlerinden daha fazla getiri elde edeceğini kabul eder. Ancak sonuçlar karışıktır ve uygulamada bu kişiler, piyasadan sadece biraz daha fazla kazanmaktadırlar<sup>33</sup>. Başka bir deyişle çok yetenekli olsalar bile hiçbir profesyonel yönetici, uzun vadede piyasa ortalamasından daha fazla kar elde edememektedir<sup>34</sup>.

Bazı grupların sahip olduğu bilgiler ile, kamuya açıklandığı takdirde hisse senetlerinin değerinde değişikliğe yol açabilecek mahiyetteki bilgiler kast

<sup>28</sup> E.F. FAMA, "Efficient Capital Market: A review of Theory and Empirical Work", s. 388.

<sup>29</sup> Fredric C. DUNBAR, Dana HELLER, **a.g.e.**

<sup>30</sup> Murat KIYILAR, **Etkin Pazar Kuramı ve Etkin Pazar Kuramı'nın İMKB'de İrdelenmesi – Test Edilmesi**, SPK yayınları, S. 86, Ankara 1997, s. 52.

<sup>31</sup> Niyazi BERK, **a.g.e.**, s. 451.

<sup>32</sup> Emrah İsmail ÇEVİK, Sedat ERDOĞAN, **a.g.e.**, s. 29.

<sup>33</sup> Fredric C. DUNBAR, Dana HELLER, **a.g.e.**

<sup>34</sup> E.F. FAMA, "Efficient Capital Market: A review of Theory and Empirical Work", s. 388.



edilmektedir. Şirketin satılacağı, birleşeceği, sermaye artışına gidileceği, temettü politikasında değişikliğe gidilecek olması gibi bilgiler bu türden bilgilerdendir<sup>35</sup>. Şirket yöneticileri ile bağlantı kurarak içsel bilgileri alan ve bu doğrultuda şirketin hisse senetlerini satın alan yatırımcı, fiyatların gerçek düzeyine çıkmasını sağlar<sup>36</sup>.

İstanbul Menkul Kıymetler Borsası (İMKB) için yapılan etkin piyasa hipotezi sınanmalarında, birbirinden farklı sonuçlara ulaşılmıştır. Kimi çalışmalarda hisse senedi fiyatlarında rastsal yürüyüşe rastlanırken, kimi çalışmalarda geçmiş veriler kullanılarak yapılan fiyat tahminleriyle yüksek getirilere ulaşabileceğini gösteren bulgulara rastlanmıştır. Yapılan çalışmaların birkaçı şu şekildedir: Balaban (1995), İMKB günlük bileşik endeksini kullanarak 4 Ocak 1988 ile 5 Ağustos 1994 döneminde zayıf formda ve yarı güçlü formda etkin piyasa hipotezini sınamış ve hisse senedi fiyatlarının rastsal yürüyüşü izlemediğini, yani İMKB'nin etkin bir piyasa olmadığını bulmuştur. Balaban, Candemir ve Kunter (1996) etkin piyasa hipotezinden anlamlı sapmalar elde etmiştir. Yani piyasa etkinliğinin sağlanmadığı yönünde güçlü deliller bulmuşlardır. Taner ve Kayalidere'nin (2002) İMKB'de 1995-2000 yılları arasında işlem gören ve 31 Aralık'ta hesap dönemi biten sanayi işletmeleri üzerine yaptığı çalışmada, piyasa değerine göre portföy oluşturulması halinde, incelenen dönem ve uygulanan modele göre normalin çok üzerinde bir getiri elde edilemeyeceği gösterilmiştir. Kahraman ve Erkan (2005) 01.01.1996 - 27.10.2004 dönemi İMKB 100 endeksi kapanış fiyatlarına serisel korelasyon testi uygulamış ve tesadüfi yürüyüşe rastlamamıştır. Yani zayıf tipte etkinliğin sağlanmadığı bulgusuna ulaşmıştır. Atan vd. (2006) tarafından yapılan çalışmada, İMKB'de zayıf tipte etkinliğin olduğu sonucuna ulaşılmıştır. Kasman ve Kırkulak (2007) 1988 - 2005 dönemi için haftalık verileri kullanarak İMKB'nin etkinliğini incelemiş ve zayıf formda etkin piyasa ile tutarlı rastsal yürüyüş gösterdiği kanısına varmıştır<sup>37</sup>.

---

<sup>35</sup> Murat KIYILAR, **Etkin Pazar Kuramı ve Etkin Pazar Kuramı'nın İMKB'de İrdelenmesi – Test Edilmesi**, s. 57.

<sup>36</sup> Niyazi BERK, **a.g.e.**, s. 451.

<sup>37</sup> Emrah İsmail ÇEVİK, Sedat ERDOĞAN, **a.g.e.**, ss. 30 – 31.

#### 1.1.4. Etkinlik Türleri

Hisse senedi fiyatlarının oluşumu içinde yer alan unsurlara göre iki tür etkinlikten söz edilebilir; Bilgi etkinliği ve temel etkinlik<sup>38</sup>.

Rassal Yürüyüş Teorisi'ni<sup>39</sup> destekleyen veriler biriktikçe, bu sonuçların sebepleri üzerinde durulmaya başlandı. Bilgi etkinliği konseptinin ilk modern tanımlamasını Fama, 1970'deki çalışmasında yapmıştır. Fama bu çalışmasında sermaye piyasasının ana rolünün, ekonominin sahip olduğu sermaye stoğunun tahsisi olduğunu belirtmektedir<sup>40</sup>. Fama'nın daha sonra (1976, 1991) yayınlamış olduğu makaleleri de temel olarak aynı yöndedir.

---

<sup>38</sup> Literatürde farklı sınıflandırmalardan da bahsedilmektedir. **Operasyonel etkinlik** (operating efficiency): Menkul değerlerin el değiştirmesi esnasında alıcı ve satıcıların karşılaştıkları maliyete atıfta bulunur. Piyasanın operasyonları mümkün olan en düşük maliyetle gerçekleştirmesi talep edilir. Bu durum piyasa yapıcılarını ile aracılardan arasındaki yüksek rekabetle teşvik edilebilir. Böylece normal kar sağlarken fazla kar sağlayamazlar. **Bilgi etkinliği (informational efficiency)**: Sermaye piyasalarının mevcut tüm bilgiyi yatırımcılara yansıtması anlamına gelmektedir. **Tahsisat etkinliği (allocative efficiency)**: Ekonomideki en yüksek getiri oranını sağlayan şirketlerin kaynak bulması sürecinden doğmaktadır. Tahsis etkinliği, daha verimli firmaların daha az verimli firmalara göre daha düşük maliyetlerden sermaye bulabileceği anlamına gelmektedir. Böylelikle sermaye piyasaları, şirketler tarafından ihtiyaç duyulan yatırım fonlarını sağlar ve fonları en etkin kullanacak olan şirketlere doğru yönlendirir. Carl B. McGowan, "A Study of The Relationship Between Stock Market Development and Economic Growth and Development from 1994 to 2003", **International Business & Economics Research Journal**, Mayıs 2008, V. 7, No: 5, (çevrimiçi) <http://www.cluteinstitute-onlinejournals.com/PDFs/848.pdf> (17.02.2010).

Tobin'in yaptığı bir sınıflandırmada sermaye piyasalarındaki etkinlikler; **Fonksiyonel etkinlik** (functional efficiency): Sosyal anlamda paranın bir değerinin olduğu ve sistemde üretilen hizmetlerin ucuz olmadığını, büyük aktiviteleri hatırı sayılır bir kaynak tahsisini de gerektirdiğini belirtmektedir. **Bilgi Arbitrajı Etkinliği** (information arbitrage efficiency): Genellikle kamuya açık bilgi üzerinden sistematik olarak para kazanılamayacağını ifade eder. **Temel değerlendirme etkinliği** (fundamental valuation efficiency): Finansal varlık fiyatlarının, varlığın gelecekte sağlayacağı ödemeler hakkındaki rasyonel beklentileri yansıtmasının gerekli olmadığını belirtir. **Teknik etkinlik** (technically efficiency): Aynı üretimin daha az faktör kullanılarak üretilmesinin mümkün olmadığı üretim yöntemidir. Willem H. Buiter, "James Tobin an appreciation of his contribution to economics", 04.07.2003, ss. 33 - 35 (çevrimiçi) <http://eprints.lse.ac.uk/847/1/tobin.pdf> (25.02.2010).

<sup>39</sup> Rassal Yürüyüş Modeli: EPH ile ilgili ilk çalışmalarda bir menkul kıymetin cari fiyatının mevcut bilgileri "tam olarak yansıttığı" şeklindeki ifadede, birbirini izleyen fiyat değişimlerinin birbirini izleyen dönem getirilerinden bağımsız olduğu varsayılmıştır. Bu iki hipotez birlikte "Rassal Yürüyüş" (Random Walk) modelini oluşturur. Kısaca bu model, edinilebilir tüm bilgileri yansıtan fiyatlara dayanarak ardışık fiyat değişimlerinin birbirinden bağımsız olduğunu ve ardışık fiyat değişimlerinin aynı dağılımı gösterdiklerini ifade eder. Rassal Yürüyüş Teorisinin birer versiyonu olarak da kabul edilen EPH, menkul kıymetlerin fiyat değişimlerinde ilgili tüm bilgilerin etkisini incelemektedir. Niyazi BERK, **a.g.e.**, s. 450.

<sup>40</sup> E.F. FAMA, "Efficient Capital Market: A review of Theory and Empirical Work", s. 383.

Fiyatların bütün bilinen bilgileri tam olarak yansıttığı, riskleri dağıtmış bir portföy satın alan bilgisiz bir yatırımcının bile uzman kadar kazanç oranına sahip olduğu piyasalar, bilgi etkinliğinin sağlandığı piyasalar olarak kabul edilebilir<sup>41</sup>. “Gerçek bir piyasa etkinsizliği durumunda sömürülebilir bir fırsat olmalıdır. Eğer yatırımcıların sistemli bir şekilde sömürmelerine imkan tanıyan bir durum varsa, bilginin uygun olarak hisse senetlerine yansıtıldığını savunmak da çok zordur<sup>42</sup>.”

Piyasa etkin değilse bazı yatırımcı gruplar - arbitrajcılar gibi -, sadece piyasaya bildirilmiş bilgiler ile sürekli olarak yüksek performans gösterebilmektedirler. Bu konsept bilgi etkinliği olarak anılır<sup>43</sup>.

Objektif olarak belirlenmiş hisse senedi değerinin, beklenen gelecek temettülerin iskonto edilmiş bugünkü değerine eşit olması durumunda “temel etkinliğin oluşacağı” genel olarak kabul edilebilir. Başka bir deyişle bir piyasa, tüm mevcut bilgiyi doğru olarak yansıtır ve menkul kıymet fiyatını objektif olarak belirlenmiş değere eşitliyorsa, bu piyasa için temel olarak etkindir denilebilir<sup>44</sup>.

Hisse senedinin temel değeri ile uyumsuz olan gözlenmiş fiyatlar ya da fiyat davranışları varsa, etkin piyasa hipotezi reddedilebilir. Davranışçı finans bilgi etkinliğinin olduğu, ancak temel etkinliğin olmadığı bazı durumları tespit etmiştir<sup>45</sup>.

### 1.1.5. Etkin Piyasalar Hipotezinin Altında Yatan Önermeler

Finansal piyasaların neden etkin olması gerektiğini anlamak için etkin piyasalar hipotezinin öncüllerine bakmak gerekir. Bu öncüller şöyle sıralanabilir (Reilly ve Brown, 1997): (1) Sayıları çok olan ve birbiri ile kar maksimizasyonu için yarışan yatırımcılar menkul kıymetleri analiz eder ve değerlerler; (2) Piyasaya menkul

---

<sup>41</sup> Burton G. MALKIEL, “The Efficient Market Hypothesis and Its Critics”, **The Journal of Economic Perspectives**, V. 17, N: 1, ss. 59 – 82, 2003, (çevrimiçi) <http://www.jstor.org/stable/3216840> (07.04.2009).

<sup>42</sup> A.e.

<sup>43</sup> Fredric C. DUNBAR, Dana HELLER, a.g.e.

<sup>44</sup> Ronald J. GILSON, Rainer KRAAKMAN, “Mechanisms of Market Efficiency Twenty Years Later: The Hindsight Bias”, Columbia Law School, The Center for Law and Economic Studies Working Paper No:240, Ekim 2003, ss. 1 – 47, (çevrimiçi) [http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=462786](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=462786) (12.02.2010).

<sup>45</sup> Fredric C. DUNBAR, Dana HELLER, a.g.e.

kıymetlere ilişkin yeni bilgi tesadüfi olarak gelir ve duyuruların zamanlaması genellikle birbirinden bağımsızdır; (3) Birbiriyle yarışan yatırımcıların çabası hızlı bir şekilde yeni bilgiyi menkul kıymet fiyatına yansıtmaktır. Fiyat düzeltilmesi mükemmel olmasa da tarafsızdır. Bu öncüller menkul kıymetlerin fiyat değişimlerinin bağımsız ve tesadüfi olması sonucunu doğurur<sup>46</sup>.

Etkin piyasalar hipotezinin yanlış fiyatlamının uzun süre devam etmeyeceğine dair varsayımı “arbitraj”, “irrasyonel ticaret yapanların ortadan kalkacağı” ve “(beyaz) gürültü tacirlerinin varlığı” önermelerine dayanmaktadır.

Gelişmiş menkul kıymet piyasalarında hisse senedi fiyatlarında bir anormallik ortaya çıktığında rasyonel yatırımcılar, risksiz fazla getiri sağlayan bir menkul kıymet portföyü oluşturacaklardır. Örneğin bir firmanın hisseleri piyasaya göre fazla değerli ise arbitrajcılar bu hisse senedini satın, piyasayı temsil eden hisse senetlerinden müteşekkil bir sepet yapacaklardır<sup>47</sup>.

Rasyonel arbitrajcıların fazla fiyatlamının üstesinden gelebilme yetenekleri genellikle, düşük işlem maliyetleri ve açığa hisse senedi işlemi yapabilme yeteneklerine sahip olmayı gerektirmektedir. Arbitrajcının açığa hisse senedi satabilmesi için, o hisse senedine sahip birisinden onu ödünç alması gereklidir. Bu ise borçlanmanın bir borçlanma maliyetine katlanmasını gerektirir. Ancak bu durum arbitraj tartışmasının potansiyel zayıflığını ortaya çıkarır. Şöyle ki i. hisse senetleri borçlanılamaz ve ii. çok yüksek borçlanma maliyetleri olan hisse senetleri sözkonusu olur ise, etkinlik koşulları oluşmamaktadır. Bazı durumlarda arbitraj hisse senedi fiyatlarındaki belirgin uyumsuzlukları gideremez, bazı durumlarda hisse senetleri herhangi bir fiyattan borçlanılacak olsa bile sıklıkla ortada bile yoktur, diğer bazı durumlarda da satış mümkün ancak çok maliyetlidir<sup>48</sup>.

Piyasada her ne olursa olsun fikir ayrılığı ortaya çıktığında, daha az optimist olan yatırımcıların kısa pozisyon alma yetenekleri azalır ve piyasadan uzakta kalmayı tercih ederler. Başka bir deyişle marjinal yatırımcı optimist olmak

---

<sup>46</sup>Derya KAHRAMAN, Mehmet ERKAN, **a.g.e.**, s. 12.

<sup>47</sup>Fredric C. DUNBAR, Dana HELLER, **a.g.e.**

<sup>48</sup>**A.e.**

durumundadır ve hisse senedi fiyatı bu durumu yansıtır. Rasyonel arbitrajcıların şişmiş piyasada kısa pozisyon almak için hazır olmalarının yanında, yanlış fiyatlamayı düzeltecek kadar agresif de olmaları gerekmektedir. Buna karşılık yanlış fiyatlamayı dengelemeyi denerken de ciddi bir risk söz konusudur: Yanlış fiyatlamayı destekleyen inançların orta vadeye kadar devam etmesi riski. Eğer arbitrajcı pozisyonu çok erken kapatırsa - irrasyonel / bilgisiz / gürültü tacirleri piyasayı itmeden önce -, bu strateji işlemeyecektir. Bir yatırımcının kısa pozisyonu bir sebepten dolayı kapatması gerekirse zararı çok yüksek hatta sınırsız olabilir<sup>49</sup>.

Arbitrajcının kısa pozisyonu kapatması için farklı sebepleri de olabilir. Örneğin ödünç menkul kıymet verenin herhangi bir zaman ödünç verdiği menkul kıymeti geri talep etmesi<sup>50</sup> ya da alternatif olarak arbitrajcının profesyonel bir portföy yöneticisi olduğu durumda (kısa pozisyonun geçici olsa bile negatif getirileri nedeniyle), yatırımcıların fonlarını geri çekmek istemeleri gibi<sup>51</sup>.

Kurumsal yatırımcıların kağıt üstünde büyük zararlara dayanabilecek kaynakları bulunduğu için, onların piyasadaki rasyonel arbitrajcı rollerine daha çok güvenilebilir. Ancak fiiliyatta yatırım fonlarının sadece %30'unun açığa satış yapabileme yetkisi varken, gerçekte bunların sadece %2'lik bir kısmı açığa satış yapmaktadır<sup>52</sup>.

Arbitraj fırsatlarının ortaya çıkması, en azından bazı yatırımcıların yanılarak da olsa yanlış fiyatlanmış hisse senedi için toplam talebi/arzu etkilediklerini gösterir. Ancak yanlış bir ticareti gerçekleştirmeye çalışanlar, katlandıkları yüksek maliyetten dolayı uzun vadede ayakta kalamayacaklardır<sup>53</sup>.

---

<sup>49</sup> A.e.

<sup>50</sup> A.e.

<sup>51</sup> Andrei SHLEIFER, Robert W. VISHNY, "The Limits of Arbitrage", Working Paper 5167, **National Bureau of Economic Research**, Temmuz 1995, ss. 1 – 25, (çevrimiçi) <http://www.nber.org/papers/w5167.pdf> (10.12.2009).

<sup>52</sup> Andres ALMAZAN vd. , "Why constrain your mutual fund manager?", **Sauder School of Business Working Paper**, ss. 1 – 48, (çevrimiçi) [http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=280999](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=280999) (12.03.2010).

<sup>53</sup> Fredric C. DUNBAR, Dana HELLER, a.g.e.

İrrasyonel yatırımcıların iflasa gideceğine dair yaygın inancın aksine bu konuda yapılan farklı çalışmalar, tam rasyonel olmayan ajanların orta vadede rasyonel ajanlardan daha fazla servet biriktirebileceğini, dolayısı ile hızlı bir şekilde iflasa gitmeyebileceklerini göstermiştir. De Long vd. riski düşük tahmin eden kendinden fazla emin risk karşıtı ajanların, doğru inançları olan rasyonel ajanlardan daha riskli aktifleri ellerinde tutabildiklerini göstermiştir<sup>54</sup>.

İrrasyonel ve bilgisiz yatırımcılar olan gürültü tacirlerinin yanılgıları rassal ve ilgisizdir. Bu yatırımcılar hisse senedi fiyatlarının volatilitelerini etkilemekle birlikte, globalde hisse senedi fiyatlarının beklenen değeri üzerinde hiçbir etkileri bulunmamaktadır<sup>55</sup>.

### 1.1.6. Rasyonellikten Sapmalar

Yatırımcıların rasyonelliği varsayımını yumuşatan ilk modeller, seçim davranışı konusunda çalışan psikologların bulgularına dayanmıştır<sup>56</sup>. Bunun bir örneği De Long vd.'nin hazırlamış olduğu “Finansal piyasalardaki gürültü tacirleri” çalışmasıdır. Bu çalışmada gürültü tacirlerinin riskli varlıkların fiyatları hakkında yanlış rastlantısal inançlar taşıdıkları kabul edilmiştir. Bu inançlar rassal olmalarının yanında, bazı temel durumlarda yanlış olan beklenen bir fiyatı da içermekteydi. Gürültü ticareti yapanlar hakkındaki bu varsayımlar, teknik analizciler ve brokerlardan gelen yalancı işaretlerin yanlış tercümesini içeren bir bilgi sürecini gevşek de olsa içermekteydi<sup>57</sup>.

1990’ların ortasından beri davranışçı finans akademisyenleri irrasyonelliği tanımlarken, karar verme psikolojisini kullanmışlardır<sup>58</sup>. Bu konudaki ampirik çalışmalar, rasyonellikten sistematik olarak sapma konusunda doğrudan kanıtlar

---

<sup>54</sup> J. Bradford De LONG, Andrei SHLEIFER, Lawrence H. SUMMERS, Robert J. WALDMANN, “The Survival of Noise Traders in Financial Markets”, **The Journal of Business**, V. 64, N. 1, ss. 1 – 19, Ocak 1991, (çevrimiçi) <http://www.jstor.org/stable/2353070> (07.04.2009).

<sup>55</sup> Fredric C. DUNBAR, Dana HELLER, **a.g.e.**

<sup>56</sup> **A.e.**

<sup>57</sup> J. Bradford De LONG, Andrei SHLEIFER, Lawrence H. SUMMERS, Robert J. WALDMANN, “Noise Traders in Financial Markets”, **The Journal of Political Economy**, V. 98, N. 4, Ağustos 1990, ss. 703 – 738, (çevrimiçi) <http://www.jstor.org/stable/2937765> (07.04.2009).

<sup>58</sup> Mark RUBINSTEIN, “Rational Markets, Yes or No ? The Affirmative Case”, ss. 1 – 24, Haziran 2000, <http://haas.berkeley.edu/finance/WP/rpflist.html> (10.04.2009).

sunmaktadır. Örneğin T. Odean'ın “kazanan” hisselerin hemen satıldığını, “kaybeden” hisselerin ise çok uzun olarak elde tutulduğunu göstermesi gibi<sup>59</sup>. Başka bir çalışmada Odean ve Barber, erkeklerin %45 daha fazla ticaret yaptıklarını ve yıllık net getiri açısından kadınlardan %1,4 daha az kazandıklarını ortaya koymuştur<sup>60</sup>. Bu durum mali konularda erkeklerin kadınlardan daha fazla kendilerinden emin olduklarını, kendilerinden daha emin olan yatırımcıların daha çok ticaret yapacakları konuları ile uyumludur. Aynı çizgide Odean ve Barber, telefonla ticaretten online ticaret yapmaya dönenlerin ticaret hacmindeki artıştan dolayı ortalama getirilerinin azaldığını da ortaya koymuştur<sup>61</sup>.

Rasyonellikten sapmalar önceden tahmin edilmiş kaynak tahsisi yetersizliği, piyasa eksiklikleri/irrasyonellik ya da eksik gözlemlenmeden kaynaklanan inanç farklılıklardan dolayı ortaya çıkabilmektedir<sup>62</sup>.

Rasyonellikten sapmayı açıklamaya çalışan modelleri ikili bir ayrıma tabi tutarak sınıflandırmak mümkündür;

### 1.1.6.1. Birinci Tip Modeller

Birinci tip modellerde, sınırlı rasyonel yatırımcıların yanında yeterli sayıda arbitrajcı vardır. Bununla birlikte rasyonel arbitrajcılar yanlış fiyatlamayı dengelemezler. Rasyonel arbitrajcılar “partiye katılmayı” tercih edip yanlış fiyatlamayı arttıracak bir şekilde yüksek fiyatlı hisseleri elde tutabilirler. Bu tür modellerin önemli bir sonucu, yanlış bir fiyatlamının olduğu bilindiği halde, bunun yatırımcıların menkul kıymet satın almalarının önüne geçemeyeceğidir<sup>63</sup>.

---

<sup>59</sup> Terrance ODEAN, “Are investors reluctant to realize their losses ?”, Aralık 1993, ss. 1 - 21, (çevrimiçi) <http://www.haas.berkeley.edu/groups/finance/WP/rpf269.pdf> (10.04.2009).

<sup>60</sup> Brad M. BARBER, Terrance ODEAN, “Boys Will be Boys: Gender, Overconfidence, and Common Stock Investment”, *The Quarterly Journal of Economics*, Şubat 2001, ss. 261 – 289, (çevrimiçi) <http://faculty.gsm.ucdavis.edu/~bbarber/Paper%20Folder/QJE%20BoysWillBeBoys.pdf> (14.04.2009).

<sup>61</sup> Terrance ODEAN, Brad M. BARBER, “Online Investors Do the Slow Die First”, *The Review of Financial Studies*, V. 15, S. 2, ss. 455 - 482, 2002, (çevrimiçi) <http://www.jstor.org/stable/2696785> (07.04.2009).

<sup>62</sup> Fredric C. DUNBAR, Dana HELLER, a.g.e.

<sup>63</sup> A.e.

Rasyonel tacirlerin inançları yeteri kadar farklı ise, mevcut piyasayı koordine etmekte başarısız olabilirler. Farklı arbitrajcıların yanlış bir fiyatlama olduğu hakkında işaretler aldığını ve bunun gelecekteki bir zamanda yok olacağından emin olduklarını varsayalım. Ancak diğerlerinin ne kadarının bu bilgileri aldıklarını bilmemektedirler ve dahası, balonun patlaması için ne kadarının yeterli olduğunu da bilememektedirler. Farklı arbitrajcılar balonun ne zaman patlayacağı ve geriye kalan sürenin ne olduğu hakkında farklı görüşlere sahiptirler. Ancak balonun patlaması için senkronize bir hareketin olması gerektiğini de bilmektedirler. Balonun patlamasından hemen önce çıkanlar en fazla kar yaparken, çok erken çıkanlar az karla yetinecek, ellerinde patlama vaktinde hisse senedi tutanlar ise para kaybedeceklerdir<sup>64</sup>.

Başka bir deyişle rasyonel yatırımcıların, hisse senetlerini başkasına daha yüksek bir bedelle satıp zararlarını tazmin edebilme konusunda öngörülerini olduğunda, bir hisse senedi için yüksek bedeller ödemeye razı olabilecekleridir. Bu duruma argoda “daha aptal teorisi” denilirken, akademik literatürde “rasyonel balonlar” teorisi adı verilmektedir<sup>65</sup>.

Rasyonel sürü davranışı sık sık insanların bilinçsiz bir şekilde diğerlerinin kararlarını izlemesi ile özdeşleştirilir. Sürü davranışı bir yatırımcının sahip olduğu özel bilgiyi önemsememesi ve öncül yatırımcıların muhtemelen de yetkin olmayan davranışlarını izlemeleri durumuna atıfta bulunur<sup>66</sup>.

Rasyonel sürü hipotezinde rasyonel ajanlar, diğerlerinin gözlemlenen davranışlarından özel bilgi çıkarmaya çalışmaktadırlar<sup>67</sup>. Bilgi katmanları durumu da bireylerin hareketlerinin sonraki yatırımcıların kullanacağı bilgileri ortaya

---

<sup>64</sup> A.e.

<sup>65</sup> Olivier J. BLANCHARD, Mark WATSON, “Bubbles, Rational Expectations, and Financial Markets”, **NBER Working Paper Series**, Working Paper no 945, ss. 1 – 26, Temmuz 1982, (çevrimiçi) <http://www.nber.org/papers/w0945> (12.04.2009).

<sup>66</sup> Fredric C. DUNBAR, Dana HELLER, a.g.e.

<sup>67</sup> A.e.



çıkarmayacağını ve böylece bilgi toplulaştırılmasının önüne geçileceğini, sürü davranışının birkez başladığında sonsuz etkilerinin olmayacağını ifade eder<sup>68</sup>.

### 1.1.6.2. İkinci Tip Modeller

İkinci tip modellerde inanç veya tercihlerden dolayı yatırımcıların irrasyonel oldukları varsayılmaktadır. Yanlış algılamalar birbiri ile aynı veya farklı tiplerde olabilir. Yanlış algılayan yatırımcılar, piyasadaki yanlış fiyatlama sonucunda fazla değerlendirilmiş olan hisse senetlerini satın alacaklardır<sup>69</sup>.

İkinci tip modellerde yatırımcı grubu ikiye ayrılmaktadır. Haber gözleyenler ve momentum tacirleri. Her iki grup da temel değerden farklı olarak fiyatlar ve halka açık bilgilerden eksik çıkarımlar yapabilmektedir. Haber gözleyenler temel değeri “kendi özel bilgilerine” dayanarak tahmin edebilirler, ancak kendi kararlarını belirlemek için cari ve geçmiş fiyatları önemsemezler. Ayrıca bilginin haber gözleyenler arasında derece derece yayıldığı varsayıldığından, hepsinin ilgili bilgiyi alması zaman alacaktır. Momentum tacirleri ise “fiyattaki son değişikliğe” cevaben yatırım yapmaktadır. Bu da varlığın fiyatı son dönemden sonra artmışsa, onların varlıkta uzun pozisyon alacakları ve başkaca bir bilgiye ihtiyaç duymayacakları anlamına gelmektedir<sup>70</sup>.

Şöyle bir durumu düşünelim; t’de iyi bir haber kamuya ilan edilmiş olsun. Haber gözleyenler t zamanında fiyatın yükselmesine sebep olacaklardır. Gelecek dönemde (t + 1) önceki döneme göre fiyat artışının olduğunu fark eden momentum tacirleri, hisse senedi alıp para kazanacaklardır. Haber gözleyenler arasında iyi bilgi yayıldığı

---

<sup>68</sup> Abhijit V. BANERJEE, “A Simple Model of Herd Behavior”, **The Quarterly Journal of Economics**, V. 107, N: 3, ss. 797 – 817, Ağustos 1992, (çevrimiçi) <http://www.jstor.org/stable/2118364> (25.08.2009); Sushil BIKHCHANDANI, David HIRSHLEIFER, Ivo WELCH, “A Theory of Fads, Fashion, Custom, and Cultural Changes as Information Cascades”, **Journal of Political Economy**, V. 100, N: 5, ss. 1 - 26, Ekim 1992, (çevrimiçi) [http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=1286306](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1286306) (26.08.2009).

Rasyonel sürü davranışı (rational herding) sık sık insanların bilinçsiz (blindly) bir şekilde diğerlerinin kararlarını izlemesi ile özdeşleştirilir. Sürü davranışı, bir yatırımcının sahip olduğu özel bilgiyi önemsememesi ve öncül yatırımcıların (muhtemelen de yetkin olmayan) davranışlarını izlemeleri durumuna atıfta bulunur.

<sup>69</sup> Fredric C. DUNBAR, Dana HELLER, a.g.e.

<sup>70</sup> A.e.

sürece hisse senedi alımı devam edebileceklerdir. Satın alma döngüsü fiyatların daha da artmasını sağlayacaktır, çünkü t+2 zamanında momentum tacirleri piyasaya girecektir. Momentum tacirleri tarafından yaratılan talebin bir sonucu olarak hisse senedi fiyatı, temel değer üzerine çıkacaktır. Bu noktada sadece momentum tacirleri şişmiş hisseleri satın alacağından para kaybedeceklerdir<sup>71</sup>.

Temsilci ve işaretleme problemleri olmasa bile, aynı marjinal bilgiye sahip temsilcilerin neden aynı sonuca ulaşamadıkları konusunda, fazlaca sebep ileri sürülmüştür<sup>72</sup>.

Harrison ve Kreps (1978) basit bir model öne sürüp, yatırımcıların farklı inançlarının olduğu bir piyasada spekülative balonun olma olasılığını canlandırdı<sup>73</sup>. Scheinkman ve Xiong yatırımcılar arasındaki görüş farklılıklarının bir sonucu olarak balonun ortaya çıkabileceğine dair bir model kurdu. Sadece bir görüş farklılığından ziyade, yatırımcıların kendi özel bilgilerinin kalitesini abartarak da balonun doğal olarak ortaya çıkabileceğini gösterdi<sup>74</sup>.

Barberis, Huang ve Santos tarafından oluşturulmuş bir dinamik varlık fiyatlama modeli, yatırımcıların “bekleyiş teorisine” dayanmaktadır<sup>75 76</sup>. Özellikle kazançları

---

<sup>71</sup> A.e.

<sup>72</sup> Daha önce yerleşmiş olan ve değişmesi için yeteri kadar zaman olmayan farklı kanıların varlığı (Allen ve Gale, 1999); Bilginin farklı temsilciler tarafından farklı tercümelerinin oluşmasını sağlayan yumuşak, öznel veya diğer bir şeklinin olması (Kandel ve Pearson, 1995); Karar alıcıların problemleri kendine has / eşsiz olarak algılamaları ve cari problemleri değerlendirirken geçmiş / tarihi dataları ihmal etme eğiliminde olmaları (Kahneman and Lovallo, 1993); Temsilcilerin önceki inançları ile çelişen bilgileri ihmal etme eğiliminde olmaları (White 1971); Temsilcilerin kendi sezgilerine çok fazla güvenmeleri (Clarke ve Mackaness, 2001). Kathleen FULLER, Anjan V. THAKOR, “Flexibility and Dividend”, Şubat 2003, ss. 3 – 4, (çevrimiçi) [http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=472183](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=472183) (05.04.2009).

<sup>73</sup> Michael J. HARRISON, David M. KREPS, “Speculative Investor Behavior in a Stock Market with Heterogenous Expectations”, **The Quarterly Journal of Economics**, V. 92, N: 2, ss. 323 – 336, Mayıs 1978, (çevrimiçi) <http://www.jstor.org/stable/1884166> (07.04.2009).

<sup>74</sup> Fredric C. DUNBAR, Dana HELLER, a.g.e.

<sup>75</sup> Nicholas BARBERIS, Ming HUANG, Tano SANTOS, “Prospect Theory and Asset Prices”, The Center for Research in Security Prices Working Paper No. 494, ss. 1 – 34, Haziran 1999, (çevrimiçi) [http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=169790](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=169790) (04.03.2010)

<sup>76</sup> Bekleyiş Teorisine Ümit Teorisi de denilmektedir. Kahneman ve Tversky (1979) tarafından geliştirilmiştir. Orijinal form iki alternatif arasında bir seçim yapmakla yüz yüze kalan karar vericilerin davranışı ile ilgilidir. Orijinal metindeki tanım şudur: Risk altında karar verme, bekleyişler (prospects) ve kumarlar (gambles) arasındaki bir seçim olarak görülebilir. Riske maruz kararlar için belirli bekleyişlere ve kumarlara eşlik eden alternatif hareketler arasında bir seçim yapıldığı varsayılır. Model daha sonra zenginleştirilerek modifiye edilmiştir (Goldberg ve von Nitzsch (2001, s. 62);

takip eden daha riskli bahisleri kabul etme eğilimi, psikoloji literatüründe “ev parası illüzyonu” olarak bilinmektedir<sup>77</sup>.

## 1.2. Asimetrik Bilgi Sorunu

Günlük kullanımda bilgi (knowledge) ve enformasyon (information) aynı ya da çok yakın ifadeler olarak kullanılmakla birlikte, enformasyon bir süreç ya da aktiviteyi, bilgi ise zihni bir durumunu belirtmek için kullanılır. Bilgi, bilen kişi ile bilinen şey arasındaki ilişkiyi göstermekte ve yalnızca bilen kişinin zihninde meydana gelmektedir. Enformasyon ise bilginin aksine, öznenen ayrılarak çeşitli şekillerde var olabilir. Örneğin kodlanabilir, saklanabilir ve aktarılabilir. Böylece enformasyon bilgiyi içermekte, ancak bilgi enformasyonu içermemektedir (Keller ve Tergan, 2005)<sup>78</sup>. İki kelime arasındaki ilişkiyi bu şekilde açıkladıktan sonra, çalışmamızda kullanım rahatlığını ve Türkçe literatüre uyumu sağlayabilmek amacıyla, “asimetrik enformasyon” yerine “asimetrik bilgi” ifadesinin tercih edildiğini belirtelim.

Aşağıda ilgili başlıklar altında asimetrik bilgi kavramı, asimetrik bilgi literatürünün başlangıcı, sermaye piyasalarında asimetrik bilgi, asimetrik bilgidен korunma yöntemleri, asimetrik bilgi ve finansal krizler ile asimetrik bilgi ve yatırımlar konuları ele alınmaktadır.

---

Zararlardan ziyade karlar ile kumar oynamak konusunda daha az istekli olmak için irrasyonel bir eğilimimiz vardır. Bu kar yaptığımız zaman hemen satmamız, ancak zarar yaptığımızda satmamamız anlamına gelir (Tvede (1999, s. 169), Martin SEWELL, (çevrimiçi) <http://prospect-theory.behaviouralfinance.net/> (14.03.2010).

<sup>77</sup> Ev parası denilmesinin sebebi, zaten bahis neticesinde kazanılmış olan paranın kaybedilmesine karşı gösterilen tepkisizliktir. Eldeki kazançtan kaybedilen her bir para, kişi tarafından “kardan zarar” olarak algılanmaktadır. Richard H. THALER, Eric J. JOHNSON, “Gambling with the House Money and Trying to Break Even: The Effects of Prior Outcomes on Risky Choices”, **Management Science**, V. 36, S. 6, Haziran 1990, ss. 643 – 660, (çevrimiçi) [http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=1424076](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1424076) (03.04.2009).

<sup>78</sup> Salih ŞİMŞEK, Adem KARAKAŞ, “Asimetrik Bilgi – İktidar ve Kurumsal Düzenleme Üzerine”, **TÜHİS İş Hukuku ve İktisat Dergisi**, C: 20, S: 4 – 5, Kasım 2006 / Şubat 2007, s. 22 [http://www.tuhis.org.tr/dergi/cilt20\\_sayi4-5/cilt20\\_sayi4-5\\_bolum2.pdf](http://www.tuhis.org.tr/dergi/cilt20_sayi4-5/cilt20_sayi4-5_bolum2.pdf) (27.01.2010).

### 1.2.1. Asimetrik Bilgi Kavramı

Tam rekabet piyasasını tanımlayan varsayımlardan bir tanesi, alıcıların ve satıcıların mükemmel bilgiye sahip olduklarıdır. Monopol ve monopollü rekabet piyasaları için de söz konusu olan bu varsayım, alıcıların ve satıcıların malın niteliği konusunda mükemmel ve dolayısıyla simetrik bilgiye sahip oldukları hususlarını da içerir. Oysa gerçek hayatta satıcılar ve alıcılar bir malın ve/veya hizmetin niteliği konusunda asimetrik bilgiye sahip olabilirler ve bu husus kısaca asimetrik bilgi olarak nitelendirilmektedir<sup>79</sup>.

Çoğu asimetrik bilgi durumlarında az bilgi sahibi olan taraf, diğer tarafın daha bilgili olduğunu bilmektedir (Katz, ML vd.). Bilgisiz tarafın bilgili tarafın bilgilerini çıkarsayabilmesi için iki yolu bulunmaktadır: Sinyalizasyon (saklı özelliğin gözlemlenebilir indikatörü) ve tarama (bilgisiz tarafın bilgili tarafları sıralamayı denemesi)<sup>80</sup>.

Temettülerin yatırımcılara bilgi vermesi konusunda ilgili sinyalizasyon literatüründe, bilgili ve bilgisiz tacirlerin durumları çalışılmıştır. Bilgili tacirler yeni bilgiden tahmin yaparak özel bilgiler edinmekte ve bu bilgilerden yararlanarak (tercüme ederek / çıkarım yaparak) da kar yapacak bir pozisyon alabilmektedir<sup>81</sup>. Bilgili tacirlerin yeni bilgiyi özel bilginin ikamesi olarak algılamaları durumunda, özel bilgiyi edinmek ve onun üzerinden ticaret yapmak konularında daha az istekli olmaları beklenmektedir<sup>82</sup>.

Yeni bilgi verme, bilgisiz tacirlerin ticaret yapmak konusundaki isteklerini de etkileyebilmektedir. Bilgisiz tacirler muhtemelen küçük ve bireysel yatırımcılardır, kaynak kısıtına sahiptirler ve daha maliyetli olarak özel bilgi toplayabilmektedirler.

<sup>79</sup> Erdal M. ÜNSAL, **Mikro İktisat**, İmaj Yayıncılık, Ankara 2001, s. 542.

<sup>80</sup> Meltem TUMAY, "Asymmetric Information and Adverse Selection in Insurance Markets: The Problem of Moral Hazard", **Yönetim ve Ekonomi Dergisi**, 2009, C.:16, S.1, ss. 107 – 108, (çevrimiçi) [http://www.bayar.edu.tr/~iibf/dergi/pdf/C16S12009/107\\_114.pdf](http://www.bayar.edu.tr/~iibf/dergi/pdf/C16S12009/107_114.pdf) (14.02.2010).

<sup>81</sup> Mark BAGLONI, Susan G. WATTS, "Information acquisition, information release and trading Dynamics", **Journal of Financial Markets**, 1998, ss. 221 – 252, (çevrimiçi) <http://ideas.repec.org> (06.04.2010).

<sup>82</sup> Bruce D. GRUNDY, Maureen McNICHOLAS, "Trade and the Revelation of Information through Prices and Direct Disclosure", V: 2, N: 4, ss. 495 – 526, 1989, (çevrimiçi) <http://www.jstor.org/stable/2962066> (08.04.2009).

Dolayısı ile ticari kararlarını verirken yeni haberlere güvenmekte ve daha sık bilgi veren firmalarda kümelenme göstermektedirler<sup>83</sup>. Ancak bilgisiz tacirler, bilgili tacirlerin yeni haberlerin öncesinde ve sonrasında işlem yapma konusunda istekli olduklarını bilirlerse, bilgili tacirlerin ticaretini yaptıkları bu tür hisse senetlerinde işlem yapmaktan imtina edeceklerdir. Başka bir deyişle bilgili/bilgisiz tacirler, işlem yapmadan önce fayda / maliyet analizi yapmaktadırlar<sup>84</sup>. Yatırımcılar arasındaki bilgi dikotomisi Admati ve Pfleiderer (1988), Diamond ve Verrecchia (1991), Easley ve O'hara (1992), Glosten ve Milgrom (1985), Kim ve Verrecchia (2001), Kyle (1985) ve McNichols ve Trueman (1994) ve diğerlerinde ele alınmıştır<sup>85</sup>.

Az bilgili tarafın kalite hakkında araştırma yapması, fiyat hakkında araştırma yapmasına göre daha zordur. Bunun birinci nedeni fiyatın sayısal değeri varken, kalitenin öznel (kişiden kişiye değişen) değer alması; ikinci nedeni ise malın kalitesinin (sağlamlık, dayanıklılık vb özellikler nedeni ile) çoğu kez gözle görülür bir şey olmamasıdır<sup>86</sup>.

Tam bilginin eksikliği, piyasada başlayan eğilimleri sezme için piyasa aktörüne bilgiyi ve deneyimi birleştirme fırsatı yaratır<sup>87</sup>.

Asimetrik bilgi konusundaki teorik çalışmalar, asimetrik bilginin piyasa dengesini ilk en iyiden uzaklaştırması üzerine vurgu yapmışlardır<sup>88</sup>.

---

<sup>83</sup> Charles M.C. LEE, "Earnings news and small traders an intraday analysis", **Journal of Accounting and Economics**, V. 15, Mart 1992, ss. 265 - 301, (çevrimiçi) <http://deepblue.lib.umich.edu/bitstream/2027.42/30006/1/0000374.pdf> ; Brad M. BARBER and Terrance ODEAN, "Trading Is Hazardous to Your Wealth: The Common Stock Investment Performance of Individual Investors", **The Journal of Finance**, Vol. LV, NO. 2, Nisan 2000, ss. 773 - 786, (çevrimiçi) [http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=219228](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=219228) (07.08.2009).

<sup>84</sup> Srinivasan SANKARAGURUSWAMY, Jianfeng SHEN, Takeshi YAMADA, **a.g.e.**

<sup>85</sup> Hashem VALIPOR, Vahab ROSTAMI, Mahdi SALEHI, **a.g.e.**, s. 203.

<sup>86</sup> Gülsüm AKALIN, Serkan DİLEK, "Belirsizlik Altında Tüketicilerin Kararları", **ZKÜ Sosyal Bilimler Dergisi**, C. 3, S. 6, 2007, ss. 40 - 41, (çevrimiçi) <http://iibf.karaelmas.edu.tr/sbd/makaleler/1303-9245/200703006033048.pdf> (26.02.2010).

<sup>87</sup> Frank M. MACHOVEC, **Perfect Competition and the Transformation of Economics**, 2003, USA / Canada, s. 139.

<sup>88</sup> Liran EINAV, Amy FINKELSTEIN, Paul SCHRIMPF, 14 Mayıs 2007, "The Welfare Cost of Asymmetric Information: Evidence from the U.K. Annuity Market", s. 4, (çevrimiçi) [http://economics.uchicago.edu/Finkelstein\\_052107.pdf](http://economics.uchicago.edu/Finkelstein_052107.pdf) (26.02.2010).

Son olarak ticari faaliyete konu olan bir mal veya hizmet üzerinde, taraflardan birisinin diğerine karşı olan bilgi üstünlüğü ve uzmanlık sahibi olması sonucu elde edilen maddi manevi kazançların asimetrik bilgi rantı olarak adlandırılabilirdiğini de belirtelim<sup>89</sup>.

### 1.2.2. Asimetrik Bilgi Literatürünün Başlangıcı

Asimetrik bilgi kavramı J. Stiglitz ve M. Spence ile birlikte 2001 yılında Nobel Ekonomi ödülünü paylaşan G.A. Akerlof'un 1970 yılında yayınladığı "The Market for Lemons: Quality, Uncertainty and Market Mechanism" başlıklı makalesi ile literatüre girmiştir<sup>90</sup>. Akerlof ve ardından üretilen piyasa analizleri ve asimetrik bilgi konusundaki öncül çalışmalar (Spence ve Stiglitz), modern makro iktisat teorisinin temellerini oluşturmuştur. Onların modelleri, asimetrik bilginin negatif etkilerine karşı ortaya çıkan çok sayıdaki sosyal kurumun açıklanmasında da kullanıla gelmiştir<sup>91</sup>.

Akerlof'un problemi limon olarak adlandırmasının nedeni, araba piyasasındaki ikinci el sorunlu otomobillerin Amerikan konuşma dilinde limon olarak anılmasından kaynaklanmaktadır.

Kullanılmış araba piyasasında N tane arabanın olduğunu ve bunun fN kadarının yüksek kaliteli arabalardan ( $f < 1$ ),  $(1-f)N$  kadarının da düşük kaliteli arabalardan oluştuğunu, yüksek kaliteli arabaların ve düşük kaliteli arabaların arz rezervasyon fiyatlarının (yüksek kaliteli ve düşük kaliteli araba sahiplerinin arabalarını satmaya razı oldukları en düşük fiyatın) sırası ile  $S_G$  ve  $S_L$  olduğunu, yüksek kaliteli ve düşük kaliteli arabaların talep rezervasyon fiyatlarının da (yüksek kaliteli ve düşük kaliteli araba alıcılarının ödemeye razı oldukları en yüksek fiyatın da sırasıyla  $B_G$  ve  $B_L$

---

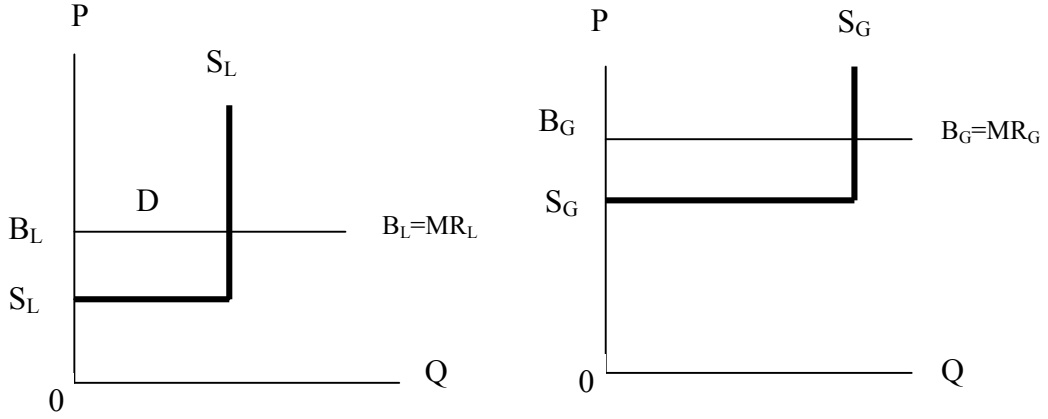
<sup>89</sup> Salih ŞİMŞEK, Adem KARAKAŞ, a.g.e., s. 24.

<sup>90</sup> A.e., s. 21.

<sup>91</sup> Karl-Gustaf LOFGREN, Torsten PERSSON, Jörgen W. WEIBULL, "Markets with Asymmetric Information", **Scand. J. Of Economics**, 10 Ekim 2001, s. 11 (çevrimiçi) [http://www.cerge.cuni.cz/pdf/news/Nobel\\_paper.pdf](http://www.cerge.cuni.cz/pdf/news/Nobel_paper.pdf) (01.02.2010).

olduğunu kabul edelim. Ayrıca kullanılmış araba piyasasında başlangıçta alıcılar ve satıcılar için mükemmel bilginin olduğunu kabul edelim (Şekil 1)<sup>92</sup>.

**Şekil 1: Kullanılmış Araba Piyasasında Mükemmel Bilgi**



**Kaynak:** Erdal M. ÜNSAL, Mikro İktisat, İmaj Yayıncılık, Ankara 2001, s. 543.

Şimdi kullanılmış araba piyasasındaki satıcıların arabalarının niteliği konusunda müstakbel alıcılardan daha fazla bilgiye sahip olduklarını – alıcıların cevherleri limonlardan ayırt edemediklerini ve kullanılmış mal piyasasındaki arabaların  $f$  kısmının cevher olduğunu bilen tüketicilerin kullanılmış araba satın almak için,  $B_G$  ve  $B_L$  talep rezervasyon fiyatlarının ağırlıklı ortalaması kadar bir fiyatı teklif ettiklerini kabul edelim:

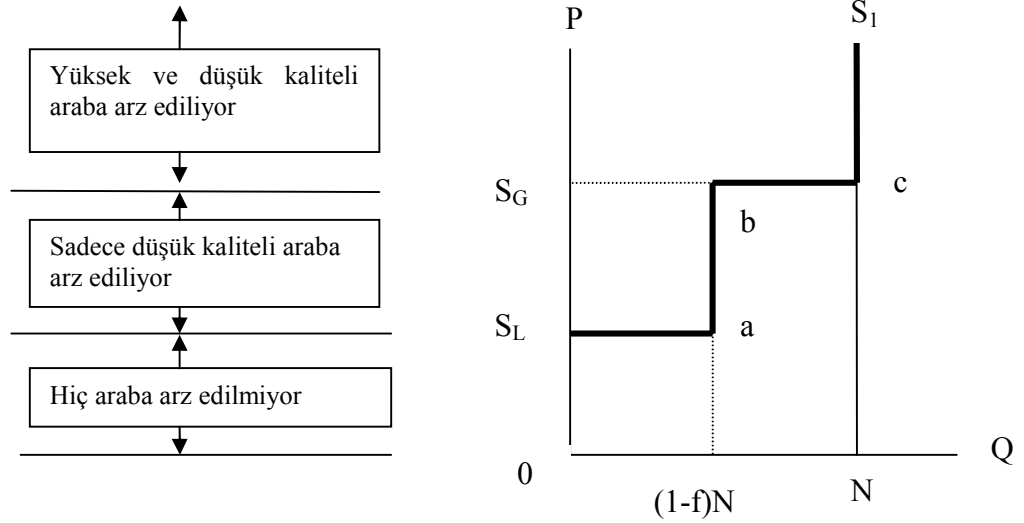
$$P_B = fB_G + (1-f)B_L$$

Örneğin  $f = 0,9$ ,  $B_G = 12.000$  TL  $B_L = 6.000$  TL ise, tüketiciler kullanılmış araba için en fazla 11.400 TL ödemeye razı olurlar ( $11.400 = 0,9 (12.000) + 0,1 (6.000)$ ). Bir başka deyişle, alıcıların cevherleri limonlardan ayırt edememelerine yol açan asimetric bilgi durumunda, kullanılmış araba için iki piyasa yoktur ve ikinci el piyasasındaki talep rezervasyon fiyatı 11.400 TL'dir.  $f$  değeri düştükçe talep rezervasyon fiyatı da düşeceğinden, kullanılmış araba piyasasındaki talep rezervasyon fiyatı aslında  $f$  değeri tarafından belirlenir.

<sup>92</sup> Konuya ilişkin şekil ve açıklamaların alındığı kaynak: Erdal M. ÜNSAL, a.g.e.

Eğer asimetrik bilgi durumundaki rezervasyon fiyatı ( $P_B$ ) limonların arz rezervasyon fiyatından küçük ise ( $P_B < S_L$ ) ise, düşük kaliteli araba sahipleri arabalarını satmak istemezler. Buna karşılık talep rezervasyon fiyatı ( $P_B$ ) limonların arz rezervasyon fiyatına eşit ya da ondan büyük ise ( $P_B=S_L$  veya  $P_B>S_L$ ), düşük kaliteli araba sahipleri arabalarını satmaya razı olurlar. Benzer biçimde talep rezervasyon fiyatı cevherlerin arz rezervasyon fiyatından küçük ise ( $P_B<S_G$ ) ise, yüksek kaliteli araba sahipleri arabalarını satmak istemezler: Talep rezervasyon fiyatı cevherlerin arz rezervasyon fiyatına eşit ya da ondan büyük ise ( $P_B=S_G$  veya  $P_B>S_G$ ), yüksek kaliteli araba sahipleri arabalarını satmaya razı olurlar. Bu husus aşağıda Şekil 2’de  $S_LabcS_1$  arz eğrisi ile gösterilmiştir.

Şekil 2: Kullanılmış Araba Arz Eğrisi



**Kaynak:** Erdal M. ÜNSAL, Mikro İktisat, İmaj Yayıncılık, Ankara 2001, s. 544.

Kullanılmış araba piyasasında dengenin  $S_LabcS_1$  arz eğrisi üzerindeki hangi noktada gerçekleşeceği,  $P_B$  talep rezervasyon fiyatı ile  $S_G$  yüksek kaliteli araba arz rezervasyon fiyatı arasındaki ilişkinin niteliğine bağlıdır. Eğer yüksek kaliteli arabaların toplam araba miktarındaki payı yüksek ve buna bağlı olarak da  $P_B=S_G$  veya  $P_B>S_G$  ise, hem yüksek kaliteli arabalar hem de düşük kaliteli arabalar satılır.



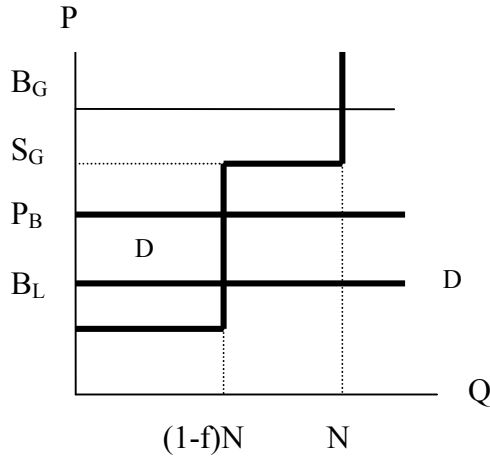
Bu durumun söz konusu olabilmesi için, gerekli  $f$  değeri aşağıdaki gibi hesaplanabilir:

$$\begin{aligned} P_B > S_G, & \quad S_G < fB_G + (1-f)B_L \\ S_G < f(B_G - B_L) + B_L, & \quad S_G - B_L < f(B_G - B_L) \\ (S_G - B_L)/(B_G - B_L) < f, & \quad f > (S_G - B_L)/(B_G - B_L) \end{aligned}$$

Örneğin yüksek kaliteli araba arz fiyatı  $S_G=12.000$  TL, yüksek kaliteli araba talep fiyatı  $B_G= 10.000$  TL, düşük kaliteli araba talep fiyatı  $S_G= 6.000$  TL ise,  $(S_G - B_L)/(B_G - B_L)$  oranının değeri %66,7'dir ve dolayısı ile kullanılmış araba piyasasında hem yüksek kaliteli hem de düşük kaliteli arabaların işlem görmesi için, toplam arabaların en az %66,7'sinin kısaca en az 2/3'ünün yüksek kaliteli araba olması gerekir.

Buna karşılık eğer yüksek kaliteli arabaların toplam araba miktarındaki payı düşük,  $f > (S_G - B_L)/(B_G - B_L)$  ve buna bağlı olarak da  $P_B < S_G$  ise, sadece düşük kaliteli arabalar satılır. Kısaca ters seçim (adverse selection) diye nitelendirilen bu husus, aşağıda Şekil 3'de gösterilmektedir. Bu şekilde  $P_B < S_G$ 'dir. Bu durumda tüketiciler ikinci el piyasasında sadece düşük kaliteli arabaların satıldığını farkına varırlar ve bu yüzden de kullanılmış araba almak için en fazla  $B_L$  kadar bir bedel ödemeye razı olurlar,  $B_L > S_L$ . Dolayısıyla da  $(1-f)N$  kadar limon  $B_L$  fiyatından satılır. Bu denge durumunda tüketicilerin limon satın almayı beklediklerini ve satın aldıklarını, kısaca bir yanılgı içinde olmadıklarını gözden kaçırmamak gerekir.

Şekil 3: Ters Seçim



**Kaynak:** Erdal M. ÜNSAL, Mikro İktisat, İmaj Yayıncılık, Ankara 2001, s. 545.

Bu ters seçimden dolayı piyasaya gelen iyi araba sayısı çok az olacak ve çok az kişi de bir limon satın almak isteyeceği için çok az satış olacaktır<sup>93</sup>. Bu durum menfi seleksiyon olarak tanımlanmaktadır<sup>94</sup>.

Başka bir deyişle ters seçim durumunda, araba piyasasında yüksek kaliteli ikinci el araba satın almak ve satmak isteyen kişilerin var olmasına rağmen, asimetrik bilgi nedeniyle düşük kaliteli arabaların yüksek kaliteli arabaları piyasadan kovması sonucunda, karşılıklı avantaj sağlayan alım satım işlemleri gerçekleşmeyecektir. Bu ise piyasa mekanizmasının etkinliğinin sağlanamaması demektir. Ters seçim gizli bilgi diye de nitelendirilmektedir<sup>95</sup>.

Böylece Gresham Kanunu'nun değişik bir hali ortaya çıkmaktadır. Ticareti yapılan çoğu araba "limon" olacağı için, iyi arabaların ticareti olmayabilecektir. Aynı iyi paranın kötü parayı kovması gibi, kötü arabalar iyi arabaları piyasadan kovacaktır. Ancak Gresham Kanunu ile benzerlik tam değildir. Kötü arabalar iyi arabalar ile aynı fiyattan satılacak ve iyi ve kötü araba arasındaki fark, alıcı

<sup>93</sup> S. Frederic MISHKIN, *The Economics of Money, Banking, and Financial Markets*, ABD, Pearson Addison Wesley, 7. edisyon, 2004, s. 175.

<sup>94</sup> Merih PAYA, *a.g.e.*, s. 361.

<sup>95</sup> Erdal M. ÜNSAL, *a.g.e.*, ss. 545 - 546.

tarafından ayırt edilemeyecektir. Oysaki Gresham Kanunu'nda, alıcı ve satıcının iyi ve kötü parayı ayırt edebilecekleri kabul edilmektedir<sup>96</sup>.

Akerlof “güvenin” önemli olduğu ekonomik modelleri tartışmıştır. İnfomal yazılı olmayan garantiler, ticaret ve üretim için ön koşullardır. Garantiler tanımsız ise, genelleştirilmiş Gresham Kanunu'nda işaret edildiği gibi ticaret sıkıntılı olacaktır. Belirsizliğin bu yüzü tutuklunun çıkmazında olduğu gibi, oyun teorisyenleri tarafından keşfedilmiştir. Ancak iyiyi kötüden ayırt etmenin zorluğu iş dünyasının kendi yapısında vardır. Bu durum çok sayıdaki ekonomik kurumu gerçekten de açıklayabilir ve belirsizliğin önemli yüzlerinden birisi olabilir<sup>97</sup>.

Michael Spence orijinal olarak sinyalizasyon fikrini önermiştir. Spence'in “iş piyasası sinyalizasyonu” (spence, 1973) ve “piyasa sinyalizasyonu” (spence, 1974) eserleri, eğitimin bir sinyal olarak kullanılabileceği ile ilgilidir. İşveren yeni işçinin işe alınmasında yüksek ve düşük verimli olan emekler arasında bir ayırım yapamıyorsa, düşük ücret seviyelerinde ve düşük verimlilikteki işçileri işe alacaktır. Bu durum Akerlof'un ters seçim sonucunda piyasada sadece limonların kalacağına dair sonucu ile benzerdir<sup>98</sup>. Bir iş veren, öğrenme yeteneğine sahip yeni bir işçinin işe alınması ile ilgilidir. Elbette tüm muhtemel işçiler öğrenme konusunda marifetli olduklarını ileri sürmekte, ama neyin doğru olduğunu sadece kendileri bilmektedirler. Bu durum asimetric bilgidir. Spence koleje gitmiş olmanın öğrenme yeteneği hakkında güvenilir bir sinyal verebileceğini belirtmektedir.

Spence iş piyasalarında, bilgili ekonomik ajanların gözlemlenebilir ve maliyetli hareketlerini bilgisiz ajanlara güvenilir sinyal olarak göndermelerinin, kendi piyasa sonuçlarını iyileştirebileceğini ispat etmiştir<sup>99</sup>.

Akerlof modelinin Spence (1974) tarafından genelleştirilmesi, tüm finansal sinyalizasyon modelleri için bir prototip olmuştur. Belirsizlik ve asimetric bilgi

---

<sup>96</sup> George A. AKERLOF, “The Market for "Lemons": Quality Uncertainty and the Market Mechanism”, **The Quarterly Journal of Economics**, Vol. 84, No. 3., Ağustos 1970, s. 490, (çevrimiçi) <http://www.econ.ox.ac.uk/members/christopher.bowdler/akerlof.pdf> (12.02.2010).

<sup>97</sup> **A.e.**, s. 500.

<sup>98</sup> Karl-Gustaf LOFGREN, Torsten PERSSON, Jörgen W. WEIBULL, **a.g.e.**, s. 5.

<sup>99</sup> **A.e.**, s. 2.

dünyasında iş arayan piyasa katılımcıları, sahip oldukları şöhretten ziyade iş bulmak konusunda sahip oldukları niteliklerine güvenmektedirler. Spence'in modelinde tek ve özel bir sinyalizasyon dengesi bulunmaktadır. İş piyasasında formüle edilmiş olmasına rağmen Spence, bulguların başka düzenlemeler için de (terfiler, kredi uygulamaları gibi) uygulanabileceğine inanmaktadır<sup>100</sup>.

Stiglitz az bilgili ajanların belli işlemler için alternatif sözleşmeleri inceleyerek, daha bilgili olan tarafın bilgisini dolaylı olarak elde etmesinin mümkün olabileceğini göstermiştir<sup>101</sup>.

### 1.2.3. Sermaye Piyasalarında Asimetrik Bilgi

Bir borç sözleşmesi borç alan ve borç veren arasındaki hakları ve mükellefiyetleri düzenler. Bu sözleşmenin özünde borç alan, sözleşmede belirtilen zaman dilimi içinde anaparayı ve belirlenen faiz tutarını ödeme konusunda söz vermektedir. Ancak borcun ifa edilmesi sürecinde farklı durumlar söz konusudur. Öncelikle bir yatırım projesini çevreleyen içsel belirsizlik borçlananın geri ödeme yeteneğini şüpheli kılar. Bu sorun geri ödeme yeteneğinin tam tahmin edilmesi ve sonuç olarak da faiz oranında bir düzeltmeye gidilmesi yöntemiyle bir şekilde çözüme kavuşturulabilir. İkinci engelin (yani borçlananın anlaşmaya itaat edeceğine dair vermiş olduğu kırılğan sözün) üstesinden gelinmesi çok daha güçtür. Deneyimli bir gözlemci, borç alanın bir projenin gerçek doğasını gizlemeye teşebbüs edebileceğini ya da bir kez fonları elde ettiğinde onları diğer kullanım şekillerine yönlendirebileceğini ya da yatırımın gerçek sonucunu gizleyebileceğini tahmin edebilir. Bu durumlar asimetrik bilgi sorunları olarak bilinir. Bu faktörler borç verenin karlılığını engeller ise çıkar çatışması ortaya çıkacaktır<sup>102</sup>.

Mali bir sözleşme, ancak borç alanın ve borç verenin beklenen karlarının, en yakın alternatif projeninkine eşit ya da ondan daha yüksek olması durumunda

---

<sup>100</sup> M. George FRANKFURTER, Bob G. WOOD, **Dividend Policy Theory and Practice**, Academic Pres, 2003, ABD, s. 93.

<sup>101</sup> Karl-Gustaf LOFGREN, Torsten PERSSON, Jörgen W. WEIBULL, "Markets with Asymmetric Information", s. 2.

<sup>102</sup> Ricardo N. BEBCZUK, **Asymmetric Information in Financial Markets Introduction and Applications**, Cambridge University Press, UK, 2003, s. 3.

imzalanacaktır. Bu durum “katılım kısıtı” ya da “bireysel rasyonellik kısıtı” olarak anılır. Hiçbir rasyonel yatırımcı, negatif bir beklenen getirisi olan ya da minimum gerekli beklenen getirisine bile ulaşmayan getirisi olan yatırımlarda yer almayacaktır. Bu minimum sınır “fırsat maliyeti” ya da “gerekli getiri” olarak da bilinir<sup>103</sup>.

Borç alan ve veren, sözleşme ile ilgili aynı bilgiye ulaşabiliyorsa, sözleşme simetrik bilgi altında yapılmış demektir. Borç alan, borç verenin önemsemediği ya da elde edemediği bilgiye sahipse, finansal sözleşmede asimetrik bilgi vardır. Özetle asimetrik bilgi şu durumlarda ortaya çıkar<sup>104</sup>;

- Borç alan, projenin özellikleri ve gelirleri hakkında borç verenden bilgi saklayarak sözleşmeye uymaz.
- Borç veren borç alanın aldatmasından kaçınabilmek için yeterli bilgiye veya kontrole sahip değildir.
- Borcun geri ödenmemesi riski bulunmaktadır ve borç alan sınırlı sorumludur.

Mali piyasalardaki asimetrik bilgi şu tip uygulamalardan oluşmaktadır; Ters seçim ve ahlaki tehlike<sup>105</sup>.

### **1.2.3.1. Ters Seçim**

Limon problemi finansal piyasalarda da ortaya çıkmaktadır. Borç veren kredi tahsis ederken, farklı kredi riskleri taşıyan projeler arasında ayırım yapma yeteneğine sahip olmadığında “ters seçim” sorunu ile karşı karşıyadır. Aynı beklenen getirisi olan 2 projeden borç veren en güvenilirini, borç alan da en risklisini tercih edecektir. Bu bağlamda riskli aktivite yapanlar, borç verenin bilgi eksikliğini sömürerek bir

---

<sup>103</sup> A.e.

<sup>104</sup> A.e., s. 5.

<sup>105</sup> Bazı kaynaklar izleme maliyetlerini (monitoring cost) ahlaki tehlikeden ayrı olarak ele almış ise de, asimetrik bilgi literatüründe izleme maliyetleri genellikle ahlaki tehlike içinde ele alınmıştır. Çünkü her ikisi de gizli harekettir.

projenin gerçek doğasını saklamayı uygun bulabilirler<sup>106</sup>. Gerçek hayatta piyasa katılımcıları bilgiyi sık sık asimetrik olarak ellerinde tutmaktadırlar<sup>107</sup>.

Potansiyel yatırımcılar, yüksek kazanç ve düşük risk ile düşük kazanç ve yüksek riskli firmaları birbirlerinden ayıramazlar. Dolayısı ile yatırımcı menkul kıymet arz eden firmaların ortalama kalitesini yansıtacak bir fiyat ödemek isteyecektir. Buna karşılık bir şirketin sahip ya da yöneticileri de iyi bir firma olduklarını biliyorlar ise, yatırımcıların ödediği fiyatın düşük olmasından dolayı hisse senedi arz etmek konusunda istekli olmayacaklardır. Benzer bir açıklama borçlanma senetleri için de söz konusudur. Bu analiz dünyadaki her hangi bir ülkede, neden menkul kıymet arzının finansmandaki birincil kaynak olmadığını da açıklamaktadır<sup>108</sup>.

Kötü firmaların sahiplerinin ya da yöneticilerinin menkul kıymetlerini satmak için aşırı ısrarcı bir tutum izlemeleri, potansiyel yatırımcılara bu menkul kıymetlerin gerçek değerleri hakkında işaretler verecek ve onlar da bu piyasada yatırım yapmaktan vazgeçecektir. Sonuç, piyasada sadece borçlanmak isteyen kötü firmaların tahvillerinin kalarak, menkul kıymet piyasasının işleyişinin aksaması ve bu piyasada çok az sayıdaki firmanın sermaye temini için menkul kıymet ihraç edebilmesi şeklinde olacaktır. Ancak, menkul kıymet yatırımcıları kısa sürede bunu anlayacaklar ve tahvillere yatırım yapmaktan vazgeçeceklerdir.

Myers ve Majluf (1984) hissedarların firmalar arasında seçim yaparken nasıl ters seçimin kurbanı olabileceklerini örneklemiştir. Yeni bir sektörde (günümüz IT'sinde olduğu gibi) içeridekilerin bazıları çok daha fazla bilgi sahibi olabilirken, çoğu firma bilgisiz yatırımcılarla benzer durumda olabilmektedir. Ortalama karlılığın altındaki firmalar, bilgili olmayan yatırımcıların ticareti yüzünden olması gerekenden fazla değerli olabilecektir. Dolayısı ile bu tür firmalar projelerini, borçlanmadan ziyade yeni hisse arz ederek finanse etmeyi tercih edeceklerdir. Diğer yandan ortalama karlılıktan daha fazlasına sahip olan firmalar düşük değerlendirilmiş oldukları için, hisse senedi arz etmeyi maliyetli bulacaklardır. Asimetrik bilgi altında, düşük

---

<sup>106</sup> Ricardo N. BEBCZUK, **a.g.e.**, s. 7.

<sup>107</sup> Andreu MAS-COLELL, Whinston M.D., Gren J.R, **Microeconomic Theory**, OUP, Oxford, 1995, s. 436.

<sup>108</sup> S. Frederic MISHKIN, **The Economics of Money, Banking, and Financial Markets**, s. 176.

gelecek karlılığına sahip düşük kalitedeki firmalar, yüksek kaliteli firmalardan daha hızlı büyüyebilecektir. Böylece piyasa derece derece “limonlar” tarafından işgal edilecektir. Hisse senedi piyasası, maliyetli temettüleri güvenilir bir işaret olarak gördüğü için de, hisse senedine daha fazla bir bedel ödemeyi göze alabilecektir<sup>109</sup>.

Kaldı ki yeni hissedarlar görece olarak iyi firmaların hisse senetlerini satın almak için bir prim talep ederler. Bu primin sebebi de limonların fonlanması esnasında yatırımcıların uğradığı kayıpların tazminidir (Myers ve Majluf 1984; Greenwald, Stiglitz ve Weiss 1984; Fazzari, Hubbard ve Petersen 1988)<sup>110</sup>. Başka bir deyişle yatırımcılar yatırımlarını yaparlarken, yaptıkları işlemlerin bir kısmının limonlara denk geleceğini tahmin ederek bu primi talep etmektedirler. ‘Limonlar primi’ denilen bu prim sayesinde, dış fonların maliyeti iç fonlara göre yükselmekte ve aralarındaki tam ikame ilişkisi ortadan kalkmaktadır.

### 1.2.3.2. Ahlaki Tehlike

Ters seçim, işlem meydana gelmeden önce asimetrik bilgi tarafından yaratılan problem iken, ahlaki tehlike işlem meydana geldikten sonra asimetrik bilgi tarafından yaratılan problemdir<sup>111</sup>.

Borç alanlar, borç vereni zarara uğratabilecek riskli ve temerrüt olasılığını artıran faaliyetlerle uğraşma dürtüsüne sahiptirler (Mishkin, 1990). Borç alan kendi güç ve prestijini artıran karsız yatırım faaliyetlerine de girişebilir. Aynı zamanda borç alanlar, projenin başarılı olması halinde sadece kendilerinin yararlanabildiği, başarısızlık halinde ise zararı borç verenin yüklendiği riskli projelere yatırım yapma eğiliminde de olabilirler<sup>112</sup>. Başka bir deyişle ahlaki tehlike, borç verenin bilgi ya da

---

<sup>109</sup> Karl-Gustaf LOFGREN, Torsten PERSSON, Jørgen W. WEIBULL, “Markets with Asymmetric Information”, s. 11.

<sup>110</sup> Hubbard R. GLENN, **Asymmetric Information, Corporate Finance, and Investment**, Ocak 1990, University of Chicago Press, 1990, s. 149.

<sup>111</sup> S. Frederic MISHKIN, **The Economics of Money, Banking, and Financial Markets**, ss. 32 - 33.

<sup>112</sup> Ali ŞEN, “Asimetrik Bilgi Finansal Kriz İlişkisi”, s. 8, (çevrimiçi) <http://sbe.dpu.edu.tr/14/1.pdf> (05.01.2010).

kontrol eksikliğinden yararlanan borç alanın, aralarındaki sözleşmede belirlenen yerler dışında aldığı fonları kullanması durumunda ortaya çıkmaktadır<sup>113</sup>.

Borç alan kasti olarak karları düşük raporlayıp, borç vereni aldatma konusunda daha iyi bir bilgi avantajına sahip olduğu için, yatırım sonuçlarını doğrudan gözetlemeyen borç verenin, tüm borcu ödemeyeceğini ifade eden borçluyu her zaman izlemesi de bir zorunluluk haline gelmektedir. Beklenen izleme maliyetleri de faiz oranının bir parçasıdır. Borçlular dürüst olsun ya da olmasınlar faiz oranında bir artışa tahammül etmek durumundadır<sup>114</sup>. Eğer borç veren tüm ilgili bilgiye sahip olsaydı, daha riskli projelere daha yüksek faiz oranı yükleyecekti. Ancak asimetrik bilgi bağlamında faiz oranı, iyi riski kötü riskten ayırt etme konusunda ters bir mekanizmayı işletebilmektedir. Çünkü hak etmediği halde iyi projelerin yüksek orandan faiz ödemek zorunda kalması girişimcinin karının azalmasına yol açacağından, iyi projeler kredi piyasalarından çekilebilecektir<sup>115</sup>.

Firmaların çoğunluğunun (gençlerse ve sermaye piyasaları ile kurulmuş eksik ilişkileri de varsa), ters seçimden dolayı yüksek derecede sıkıntı çekmeleri muhtemeldir. Diğer yandan daha fazla yatırımcı bilgi üretmeye başladığında, tipik bir firma için asimetrik bilgi derece derece azalabilir ve kendi menkul kıymetlerinin fiyat geçmişine katkıda bulunur. Kaldı ki, eski firmaların çoğunun sermaye arttığında bile, hala önemli derecede asimetrik bilgi ile yüz yüze kaldıklarını gözlemleyebiliyoruz<sup>116</sup>.

Genel anlamda bir firmanın değeri, en iyi projeleri seçtiğinde ve sermaye maliyeti minimize edildiğinde en yüksek değere ulaşacaktır. Mülkiyetin çok sayıdaki hissedara bölüldüğü durumlarda hissedarlar, günlük yönetimi uzmanlaşmış personele bırakırlar. Yöneticiler hissedarların çıkarını maksimize etmek için işe alınırlar ve istihkakları ödenir. Ekstrem bir durumda yöneticinin sabit bir geliri vardır ve yöneticiler kendi paralarını kazandıkları müddetçe net karlar hakkında çok da

<sup>113</sup> Ricardo N. BEBCZUK, *a.g.e.*, s. 7.

<sup>114</sup> *A.e.*, s. 14.

<sup>115</sup> *A.e.*, s. 17.

<sup>116</sup> Nikolay HALOV, "Dynamics of Asymmetric Information and Capital Structure", Kasım 2006, ss. 3 - 4, (çevrimiçi) [http://www.business.uconn.edu/redirect/finance/seminars/papers/Halov\\_job\\_market\\_paper\\_Nov06.pdf](http://www.business.uconn.edu/redirect/finance/seminars/papers/Halov_job_market_paper_Nov06.pdf) (15.01.2010).



endişelenmezler. Kontrol etmek ve kendilerine bilgi akışını sağlamak konusunda eksiklikleri bulunan hissedarların karları azalırken, yöneticilerin kendi karlarını arttıran saklı hareketleri söz konusu olabilir. Bu özellikteki bilgi sorunları “asil - vekil” sorunu olarak bilinir. Çünkü malik ya da asil ile delege ya da vekil arasındaki sürtüşmeyi tanımlar<sup>117</sup>. Asil - vekil sorunu, gözetim mekanizmalarının etkin bir şekilde devreye girmemesinin sebeplerini açıklayan bir hipotez olarak literatüre girmiştir<sup>118</sup>.

Bir firmanın sahiplerinin çalıştırdıkları işçilerin ve yöneticilerin ne kadar disiplinli veya kendi çıkarları için ne kadar çalıştıkları konusunda yeterli bilgiye sahip olmamaları veya bir sigorta şirketinin, sigortalanan kişilerin kaza, yangın ve hastalık gibi sigorta risklerine karşı ne kadar tedbirli davrandıkları konusunda daha az bilgiye sahip olmaları, mukavele sonrası asimetrik bilgiye örnek teşkil etmektedir<sup>119</sup>.

Hissedarlar neden kendi şirketlerindeki yöneticileri uygun bir şekilde kontrol etmezler? Cevap öncelikle çalışanların çabalarının tam olarak gözlenemez olduğu gerekçesidir. İkinci olarak yöneticiler tarafından verilen kararları ne anlayacak zamana ne de anlayacak bilgiye sahip olmamalarıdır. Aksi halde şirkete yönetici olarak alınmalarının bir manası olmazdı. Dahası diğer asimetrik bilgi problemlerinde olduğu gibi, tüm projelerin karşı karşıya oldukları belirsizlik, bizim kötü sonuçları “yöneticilerin ihmalkarlığı” yerine “kötü şans” olarak görmemize izin verir. Bu özellikler asil - vekil sorununun temel özellikleridir<sup>120</sup>.

Temettü politikasının vekil maliyetlerini etkileme yolu, sermaye piyasaları tarafından yapılan artan izleme yoluyla maliyetlerin azaltılmasıdır. Büyük temettü ödemeleri, boşa harcanan fonların varlığını ve yatırım fırsatlarını azaltarak, sermaye piyasalarından yöneticilerin kaynak aramasını gerektirir. Easterbrook’un (1984) iddia ettiği gibi sermaye piyasalarının etkin izlemesi, boşa kaynak harcamayı ve optimum

---

<sup>117</sup> Ricardo N. BEBCZUK, **a.g.e.**, ss. 37 – 38.

<sup>118</sup> Merih PAYA, **a.g.e.**, s. 47.

<sup>119</sup> Erdal M. ÜNSAL, **a.g.e.**

<sup>120</sup> Ricardo N. BEBCZUK, **a.g.e.**, s. 53.

olmayan yatırım yapmayı azalttığı için, sahiplik ve kontrol ayırımından kaynaklanan maliyetleri de azalmaktadır<sup>121</sup>.

#### **1.2.4. Asimetrik Bilgiden Korunma Yöntemleri**

Yukarıda da belirtildiği gibi, borç verenlerin asimetrik bilgiden dolayı zarar görme ihtimalleri, onların da kendilerine göre korunma mekanizmaları geliştirmelerine yol açmıştır. Borç vereni aldatma dürtüsü ile hareket etmeyen borç alanlar ise, bu durumdan zarar görebilecektir. Dolayısı ile asimetrik bilgi nedeniyle zarar görmüş olan borç alanlar, borç verenin yanlış bilgilendirilmesi sebebi ile ortaya çıkabilecek olan ekstra maliyetten kaçınabilmek için kendi projelerinin gerçek kalitesi hakkında karşı tarafa bir sinyal gönderirler. Bu sinyaller bir dereceye kadar faydalı olabilmekle birlikte, teoride ve pratikte bunların kısmi çareler oldukları kabul edilmektedir<sup>122</sup>. Kullanılan yöntemler aşağıda ilgili başlıklar halinde sıralanmaktadır.

##### **1.2.4.1. Özel Bilgi Üretimi ve Satışı**

Özel bilgi üretimi ve satışı ile amaçlanan, fon talep edenler hakkındaki ayrıntılı bilginin fon arz edenlere sağlanarak asimetrik bilginin ortadan kaldırılmasıdır. Fon talep edenler hakkındaki bilgi, örneğin kredi derecelendirme kuruluşları tarafından temin edilebilir. Bu şirketler, firmaların bilanço ve yatırım faaliyetleri ile ilgili bilgileri üyelerine (bireylere, kütüphanelere ve finansal aracılara) satarlar (Mishkin, 1994)<sup>123</sup>.

Bankalar da fon talep edenler için özel bilgi üretebilir, ancak uygulamada bankaların bilgileri kendi kullanımları içindir. Gerçi son zamanlarda bilgi üretenler ortak alanlara bilgi aktarımları yaparak, borç alanları izleme konusunda avantajlı hale gelmeye çalışmaktadırlar. Örneğin Türkiye'deki Bankalararası Kart Merkezi uygulaması gibi.

---

<sup>121</sup> M. George FRANKFURTER, Bob G. WOOD, **a.g.e.**, s. 101.

<sup>122</sup> Ricardo N. BEBCZUK, **a.g.e.**, s. 17.

<sup>123</sup> Ali ŞEN, **a.g.e.**, s. 7.

Bankalar tüm dünyadaki finansal sistemlerde çok önemli bir yere sahiptir. Çünkü finansal piyasalardaki asimetrik bilgi sorununu azaltacak şekilde oluşturulmuşlardır. Bankaların bilgi toplamadaki avantajları uzun süreli müşteri ilişkileri ve kredi verme düzenlemeleri ile zenginleştirilmiştir. Ayrıca müşterilerinin hesaplarını kontrol edebilme yetenekleri, onların ahlaki tehlike sorunlarını azaltmalarına imkan vermektedir. Diamond (1984) bankaların bireylerden daha düşük izleme maliyetlerine sahip olmalarından dolayı, ters seçimi azaltma yönünde bir avantaja sahip olduklarını göstermiştir. Stiglitz ve Weiss (1983) borç alanın gelecekteki hareketlerinin takip edilerek kredilerinin kesilmesi tehdidinin de bankaların başka bir avantajı olduğunu belirtmektedirler. Gelişmekte olan ülkelerdeki firmalar hakkında bilgi toplamanın zorluğu, bu ülkelerin finansal sistemlerindeki bankaları daha önemli bir hale getirmektedir<sup>124</sup>.

Ancak özel üretim ve bilgi satışı, beleşçi problemi yüzünden asimetrik bilgi sorununu tamamiyle çözemez. Beleşçi problemi, birileri tarafından bedeli ödenerek alınan bilgiye, başka birilerinin bedel ödemediği sahip olup maliyet avantajı elde etmesidir. Beleşçi problemi yüzünden özel bilgi akışı, limonlar sorununun çözümü için ancak kısmen çare olabilmektedir<sup>125</sup>.

Beleşçi problemi ortaya çıktığında düşük değerlenmiş olan menkul kıymetler, hemen olması gereken fiyatlarına yükselirler. Çünkü bedel ödemediği özel bilgiye sahip olanlar, düşük değerlenmiş menkul kıymetleri satın alırlar. Aksi bir süreç fazla değerlenmiş menkul kıymetler için de söz konusudur. Dolayısı ile paylaşılan bu bilgi için ilk etapta artık para ödenmek istenmeyecektir. Özel firmaların bilgi satarak kar elde etme yeteneklerinin zayıflaması ise piyasada daha az bilginin dolaşmasını sağlayacağı için, asimetrik bilginin artması sonucunu doğuracaktır<sup>126</sup>.

---

<sup>124</sup> Frederic S. MISHKIN, "Understanding Financial Crises: A developing Country Perspective", **National Bureau of Economic Research**, Mayıs 1996, s. 6, (çevrimiçi) <http://www.nber.org/papers/w5600.pdf> (17.03.2010).

<sup>125</sup> S. Frederic MISHKIN, **The Economics of Money, Banking, and Financial Markets**, s. 176.

<sup>126</sup> **A.e.**, ss. 176 – 177.

### 1.2.4.2. Bilgi Arttırıcı Kamusal Düzenlemeler

Hükümetler, yatırımcıların iyi ve kötü firmaları ayırt edebilmelerini sağlamak için ücretsiz bilgi üretebilirler. Ancak bu çözüm pratik olarak zordur. Çünkü böyle bir bilgi verme, bazı firmalar için negatif açıklama yapmayı da beraberinde gerektirir. Tüm dünyada kullanılan başka bir yöntem, yatırımcıların iyi firma kötü firma ayırmasını yapabilmelerini temin edebilmek için, yine firmalar tarafından yapılacak dürüst açıklamaları teşvik edecek olan menkul kıymet piyasası düzenlemelerinin hükümetler tarafından yapılmasıdır. ABD’de ve diğer dünya ülkelerinde menkul kıymet arz edecek olan firmaların, muhasebe standartlarına ve açıklama kurallarına uygun hareket etmeleri gerekmektedir. Ancak Enron, Worldcom gibi firmaların çöküşünden de anlaşılabilceği gibi, bu düzenlemeler de iyi çalışmamıştır. Mali piyasalardaki ters seçimden kaynaklanan asimetrik bilgi sorununun boyutu, mali piyasaların neden ekonomide en fazla düzenleme yapılan alan olduğu gerçeğini de açıklamaktadır<sup>127</sup>.

### 1.2.4.3. Finansal Aracılık

Aracılık kurumu, kullanılmış araba piyasasında da yer almaktadır. Kullanılmış araba piyasasının önemli bir özelliği, çoğu arabanın bir bireyden diğerine doğrudan satılmamasıdır. Potansiyel alıcı kullanılmış araba almak için magazin satın alarak, o tip bir aracın iyi bir ürün olup olmadığını tüketici raporlarından görmek isteyecektir. Bunun yanında almayı düşündüğü kullanılmış arabayı bir tamirciye de gösterecektir. Ancak potansiyel alıcı tamircinin dürüst olup olmadığını bilemeyeceği gibi, tamircinin aracı değerlemek için yüksek bir ücret talep edip etmeyeceğini de bilememektedir<sup>128</sup>.

Geleneksel Arrow-Debreu kaynak dağılımı modelinde işletmeler ve hanehalkı pazarlar aracılığıyla bir araya geldiği için, finansal araçlar bu süreçte hiçbir rol oynamamaktadır. Pazarların mükemmel ve etkin olduğu durumlarda kaynak dağılımı Pareto etkin olduğu için, genel refah düzeyini arttırmak için finansal araçlara ihtiyaç

---

<sup>127</sup> A.e., s. 177.

<sup>128</sup> A.e., s. 178.

duyulmamaktadır (Allen ve Santomero, 1998). MM teoreminde de hane halkının portföyler oluşturarak finansal aracılara aldıkları pozisyonları alabilmelerinden dolayı, finansal aracılık kurumu değer yaratmamaktadır (Fama 1980)<sup>129</sup>.

Finansal yapının önemli bir unsuru olan aracılar, işlem maliyetlerini azaltmak ve küçük tasarruflular ile yatırımcıları finansal piyasaların imkânlarından yararlandırmak üzere ortaya çıkmışlardır. Finansal aracılık likidite hizmeti sağlamak, riski paylaşmak ve bilgi problemlerini çözmek gibi hizmetleri sağlayarak mali piyasalarda önemli bir rol oynarlar<sup>130</sup>.

Sermaye piyasasında faaliyet gösteren en önemli aracı kurumlar yatırım bankalarıdır. Yatırım bankaları, menkul kıymet çıkarma yoluyla uzun süreli fon sağlamak isteyen şirketler ile yatırımcı olan tüzel ve/veya gerçek kişiler arasında aracılık yaparak, parasal birikimlerin şirketlerin çıkarmış olduğu tahvil ve pay senetlerine kanalize edilmesine katkıda bulunan aracı kuruluşlardır<sup>131</sup>.

Ülkemizde kalkınma ve yatırım bankaları grubuna giren bankalarla ticaret bankaları, sermaye piyasasındaki aracılık işlevlerini yerine getirerek teknik anlamda yatırım bankalarına özgü işlemler yapmaktadır. Ayrıca aracı kuruluşlar da sermaye piyasasında etkili rol oynadıkları gibi, tahvil ihraçlarında taahhütlü satış işlemlerine de girişmektedirler<sup>132</sup>.

#### **1.2.4.4. Teminat, Net Değer ve Hukuki Düzenlemeler**

Dürüst olmayan alıcıların borçlarını ödememe ihtimali yüksektir. Bu durumda, bankaların teminat istemesi bir ön eleme aracı olarak kullanılabilir. Bunun yanında kredi tayinlaması, faiz oranlarının arttırılması ve bilginin paylaşımı da dürüst olan alıcı ile dürüst olmayan alıcıyı ayırt etmekte kullanılır. Eğer alıcı bankaya olan

---

<sup>129</sup> Güler ARAS, Alövsat MÜSLÜMOV, “Kredi Piyasalarında Asimetrik Bilgi ve Bankacılık Sistemi Üzerindeki Etkileri”, s. 2, (çevrimiçi) <http://www3.dogus.edu.tr/amuslimov/research/Article/Muslimov%20-%20Asimmetry%20-%20IF%20-%202004.pdf> (24.12.2009).

<sup>130</sup> S. Frederic MISHKIN, *The Economics of Money, Banking, and Financial Markets*, s. 34.

<sup>131</sup> Öztin AKGÜÇ, *Finansal Yönetim*, 7. Baskı, Avcıol Basım, İstanbul 1998, s. 804.

<sup>132</sup> *A.e.*, s. 817.

borcunu ödemezse, banka bu anlaşmayı bozar ve teminatı nakde döndürür (Ghatak ve diğerleri, 2002)<sup>133</sup>

Teminat, borçlunun borcunu zamanında ödeyememe riskine karşılık olarak borç verene vaat edilen maldır ve borçlunun zamanında ödeyememesi halinde borç verenin zararını azaltır. Borç veren teminatı nakde döndürerek kayıplarını telafi etme imkanına sahiptir. Bu yüzden teminatla kendini güvence altına alan borç veren, kredi vermeye daha fazla istekli olacaktır. Teminatın yeterince iyi kalitede olması, borç alan ve veren arasındaki asimetrik bilginin önemini kaybetmesini sağlar (Mishkin, 1994)<sup>134</sup>.

Firma varlıkları ve borçları arasındaki fark olarak tanımlanan net değer (öz sermaye) de, kredi piyasasından fon temininde teminata benzer bir rol oynamaktadır. Öz sermayeleri yüksek olan firmalar, diğerlerine göre daha kolay ödünç kaynak bulabilirler. Bu firmaların net değerleri, aldıkları ödünçler için bir tür teminat vazifesi görmektedir. Ayrıca yüksek net değere sahip olan firmaların borçlarını zamanında ödeyememe olasılığı daha azdır (Miskhin 2004)<sup>135</sup>.

Hukuki düzenlemeler de asimetrik bilgi sorununu azaltmak için kullanılan yöntemlerden birisidir. Şirketler hukuku ve diğer yasal mevzuat, hissedarların yöneticiler tarafından sömürülmesini önleyecek düzenlemeleri içermektedir. Bu haklar; Hissedarların içerdekiler kadar temettü almasından, yöneticilerin seçilmesi dahil önemli şirket konuları için oy kullanmalarına, şirketin zarar etmesinden dolayı şirketi dava etme haklarına kadar çeşitli konuları içerebilmektedir<sup>136</sup>.

---

<sup>133</sup> Meltem ERDOĞAN, "Bankacılık Sektöründe Asimetrik Bilgi: Sorunlar ve Çözüm Önerileri", **Dumlupınar Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi**, S. 20, Nisan 2008, s. 6, (çevrimiçi) <http://sbe.dpu.edu.tr/20/1-20.pdf> (17.02.2010).

<sup>134</sup> Ali ŞEN, **a.g.e.**, s. 8.

<sup>135</sup> **A.e.**

<sup>136</sup> Rafael La PORTA vd., "Agency Problems and Dividend Policies Around The World", **National Bureau of Economic Research**, Haziran 1998, s. 6, (çevrimiçi) <http://papers.nber.org/papers/w6594.pdf> (28.12.2009).

### 1.2.4.5. Satıcıların Bilgilendirmesi

Tüketicilerin mal / hizmet hakkında yeterince bilgi sahibi olamamaları, onlara karşı olan talebin kısılması sonucunu doğurmaktadır. Malını satmak isteyen üreticiler de bu durumda tüketiciye bilgi vermek isteyeceklerdir. Böylece tüketicilerin araştırma maliyetlerinin bir kısmı üreticiler tarafından üstlenilmektedir. Mal / hizmet hakkındaki bilgi dolaylı ve doğrudan olmak üzere iki ayrı biçimde verilebilir (reklam ve kalite işaretleri gibi). Tirole (1989) en önemli işaretin, üreticinin mal hakkında ilan ettiği özelliklerden farklı olması durumunda, aldığı paranın tümünü iade edeceğine dair garanti vermek olduğunu belirtmiştir. Spence (1977) aynı biçimde, garantilerin malın güvenilirliğine dair bir işaret olduğunu belirtmiştir. Bu durum tam garanti olarak adlandırılmakta ve tüketicinin mala tamamen güven duymasını sağlamaktadır. Malı kalitesiz olan ve tüketiciye zarar veren üreticilerin, sorumluluk kanunları tarafından cezalandırılacağına bilinmesi de tüketicilerin endişelerinin giderilmesine yardımcı olur<sup>137</sup>.

Firma açısından marka yaratmak kendi malına olan talep esnekliğini azaltacak ve fiyat değişimlerinden az etkilenmesine yol açacaktır. Üreticinin bu nedenle yarattığı markalar da tüketici için bilgi kaynağı vazifesi görür. Marka oluşturmak isteyen firmalar bu nedenle kalitesiz mal üretmemeye çalışırlar. Kalitenin en açık göstergelerinden bir diğeri de standartlardır. Üreticileri denetleyen ve standartlara uygunluğunu test eden kurumlar, başarılı olan firmaların standartlara uygun olduğunu belirtirler. Bunun karşılığında ise malın afiş, logo ve etiketinin yanına standart işareti konulmasına izin verilir. Böylece tüketici bu işareten firmanın malının kaliteli olduğunu anlar. Standartların kötü yanı ise benzer markalar arasında sıralama veya karşılaştırma yapılmasını sağlayamamasıdır<sup>138</sup>.

Benzer durum firmaların kredi piyasalarından fon temin etmelerinde de söz konusudur. Firmalar, kredi piyasasındaki işlemlerinin bir defaya mahsus olmadığını ve bu piyasada uzun süre kalacaklarını düşünerek, davranışları ile “itibar sermayesi” oluşturmayı arzu edebilirler. Örneğin çek ve senetlerinin karşılıksız çıkmaması,

<sup>137</sup> GÜLSÜM AKALIN, SERKAN DİLEK, *a.g.e.*, ss. 44 – 45.

<sup>138</sup> *A.e.*

kredi geri ödemelerini tam ve zamanında yapılması gibi. Başka bir deyişle, firmaların piyasada bıraktıkları olumlu izlenimler, onların diğer firmalara göre daha düşük maliyetli ve daha büyük miktarlarda borçlanabilmelerine imkan sağlar.

### 1.2.5. Asimetrik Bilgi ve Finansal Krizler

Literatürde finansal krizlerin doğası hakkında iki ana görüş bulunmaktadır. Monetaristler para arzındaki keskin bir düşüşün merkez bankası müdahalesi gerektirdiğini belirtmektedir. Friedman ve Schwartz (1963) ile başlayan monetaristler, finansal krizlere banka paniklerinin eşlik ettiğini savunmuş ve banka panikleri üzerinde durmuşlardır. Onlara göre banka panikleri para arzındaki daralmaların asıl sebebidir. Bankacılık krizlerinin önüne geçilebilmesi için merkez bankalarının nihai kredi merci olarak davranmaya kendilerini adanmaları gerekmektedir. Böylece parasal istikrarsızlığın önüne geçilebilecektir. Monetaristler servette keskin bir düşüşe yol açan olaylarla ilgili değillerdir, çünkü bunların bankacılık paniği yaratma konusunda bir potansiyelleri yoktur<sup>139</sup>.

Schwartz (1986) bu durumu “yalancı finansal kriz” olarak adlandırmaktadır. Yalancı finansal krizlerde merkez bankalarının müdahalesi gereksizdir, hatta ekonomik etkinlikte bir azalmaya yol açacağı için zararlı bile olabilir. Çünkü müdahale edilmesi, batmayı hak eden firmaları kurtaracak ya da fazla para arzı, enflasyonunu uyacaktır<sup>140</sup>.

Finansal kriz hakkındaki aksi bir görüş “gerçek bir finansal krizi” monetaristlerden daha geniş bir şekilde tanımlayan Kindleberger (1978) ve Minsky (1972) tarafından ileri sürülmüştür. Onların görüşüne göre finansal krizler, varlık fiyatlarındaki keskin düşüşleri, büyük finansal olan ve olmayan firmaların başarısızlıklarını, deflasyon ya da dezenflasyonu, döviz piyasalarındaki bozulmaları veya tüm bunların karışımını içermektedir. Bu bozulmaların toplam ekonomi

---

<sup>139</sup> Frederic S. MISHKIN, “Asymmetric Information and Financial Crises: A Historical Perspective”, Working Paper No. 3400, **National Bureau of Economic Research**, Temmuz 1990, ss. 1 – 8, (çevrimiçi) [http://www.nber.org/papers/w3400.pdf?new\\_window=1](http://www.nber.org/papers/w3400.pdf?new_window=1) (16.03.2010).

<sup>140</sup> A.e.



üzerinde ciddi potansiyel tehlikelerinin olduğu kabul edildiği için de, finansal bir kriz ortaya çıktığında hükümete çok geniş bir hareket alanı verilmiştir<sup>141</sup>.

Kindleberger – Minsky'nin finansal kriz hakkındaki görüşü ile ilgili problemlerden birisi, finansal krizin neyi ifade ettiği hakkında ciddi bir teorisinin olmaması ve ekonominin yararına olmayabilecek hükümet müdahalelerinin yapılabilmesi için geniş bir hareket serbestisi sunabilmesidir. Gerçekten de bu, Schwartz'ın (1986) Kindleberger - Minsky görüşüne yaptığı saldırıların temelini oluşturmaktadır. Diğer yandan, finansal kriz hakkındaki monetarist görüş oldukça dardır. Çünkü sadece banka panikleri üzerine ve onun para arzı üzerindeki etkilerine odaklanır<sup>142</sup>.

Diğer yandan asimetrik bilgi ve mali yapı hakkındaki literatür, finansal krizlerin doğası hakkında daha geniş bir bakış açısı sağlar. Ancak servetteki keskin bir düşüş durumunda Kindleberger – Minsky'in aksine, otomatik olarak yapılacak hükümet müdahalelerini haklı kılmayacak bir teori sunar. Asimetrik bilgi literatürü, finansal bir sözleşmede farklı tarafların sahip olduğu bilgi farklılıkları üzerine odaklanır<sup>143</sup>.

Finansal krizleri anlamada asimetrik bilgi teorisini kullanılmasını cazip kılan sebeplerden birisi, finansal yapı hakkındaki temel gerçekleri açıklayabilme becerisidir. Finansal yapı hakkındaki temel gerçekler şöyle sıralanmaktadır<sup>144</sup>;

- Menkul kıymet arz etmek, firma faaliyetlerini finanse etmenin asıl yolu değildir.
- Sadece büyük ve iyi yapılanmış firmalar, faaliyetlerini finanse etmek için menkul kıymet ihraç edebilirler.
- Finansal sistem, en ağır şekilde regüle edilen sektörlerdendir.
- Finansal aracılık, fonları verimli yatırım alanlarına yönlendirmedeki esas yöntemdir.

---

<sup>141</sup> A.e.

<sup>142</sup> A.e.

<sup>143</sup> A.e.

<sup>144</sup> Frederic S. MISHKIN, "Preventing Financial Crises: An International Perspective", **National Bureau of Economic Research**, Working Paper No. 4636, Şubat 1994, s. 5, (çevrimiçi) <http://www.nber.org/papers/w4636.pdf> (25.03.2010).

- Bankalar firmaların en önemli dışsal fon kaynağıdır.
- Borç sözleşmeleri hisse senedi arz ederek kaynak bulmaya göre daha yaygın olarak kullanılmaktadır.
- Teminat borç sözleşmelerinin yaygın bir özelliğidir.
- Borç sözleşmeleri, borçluya önemli sınırlamalar getiren fazlasıyla karışık yasal dökümanlardır.

Finansal kriz, mali piyasalarda ters seçim ve ahlaki tehlike problemlerinin daha da kötüleştiği bir durumdur. Böylece mali piyasalar fonları en verimli yatırım imkanlarına tahsis edememektedirler. Finansal bir kriz mali piyasaların etkin çalışmasının önüne geçtiği için de ekonomik aktivitelerde keskin bir düşüş ortaya çıkmaktadır<sup>145</sup>.

Asimetrik bilginin ve dolayısıyla finansal krizin şiddetlenmesine yol açan dört tip faktör vardır<sup>146</sup>;

1. Mali sektör bilançolarının kötüleşmesi: Bankalar ve diğer finansal araçlar (sigorta şirketleri, finans şirketleri, yatırım fonları, emeklilik fonları gibi) ticarete konu olmayan özel borç işlemlerindeki beleşçi problemlerini azaltmak için bilgi toplama ve bilgi üretme konusunda bir teşviğe sahiptirler. Yatırımcılar piyasalardaki hangi menkul kıymetin düşük değerlendirildiğini öğrenebilmek için bilgi satın alırlar. Böylece bilgiyi satın alan ve almayan arasında mali yönden bir fark olacaktır. Eğer yeteri kadar beleşçi yatırımcı, bedeli ödenerek edinilen bilgiye sahip olursa, bedel ödeyerek bilgi sahibi olan yatırımcı bilgi toplama konusunda daha az bir teşviğe sahip olacaktır. Bir kez yatırımcılar diğer yatırımcıların takip edebildiğini ve kısıtlayıcı sözleşmeleri zorlayabildiklerini fark ettiklerinde onlar da aynı şeyi diğerleri için yapacaklardır. Sonuç olarak ön izleme, izleme ve yürürlük konusundaki kaynaklar yetersiz kalacaktır. Ancak bankaların sağladıkları krediler özel olduğu için, diğer yatırımcılar bu borçları kolayca alamazlar. Bankaların kısıtlayıcı sözleşmeleri üzerinden beleşçilik yapmak ise diğerlerine göre çok daha zordur.

---

<sup>145</sup> Frederic S. MISHKIN, "Financial Policies and the Prevention of Financial Crises in Emerging Market Economies", **National Bureau of Economic Research**, Aralık 2000, s. 3, (çevrimiçi) [http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=632751](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=632751) (01.03.2010).

<sup>146</sup> **A.e.**, ss. 3 – 8.

Bankaların ve diğler finansal araciların önemi, borç verme yetenekleri zarar gördüğünde genel borç vermenin azalmasından ve ekonominin küçülmesinden ileri gelmektedir. Finansal araciların bilançolarındaki bozulma, onların borç verme yeteneklerinin önüne geçecek ve böylece mali krizleri tetikleyen anahtar rolü oynayacaktır.

Bankalar ve borç veren diğler finansal araciların kendi bilançolarındaki bir bozulmaya, sermayelerindeki önemli bir azalma eşlik edecektir. Bu durumda iki seçenek vardır. Ya borç vermeyi azaltacaklar ya da sermayeyi arttırmayı deneyeceklerdir. Ancak bu kurumlar bilançolarında bir bozulmayı tecrübe ettiklerinde, makul bir maliyetten sermayeyi arttırmaları oldukça zordur. Dolayısı ile bilançosu zayıflayan mali kurumların tipik yanıtı, ekonomik faaliyeti yavaşlatacak şekilde borç verilmesinin azaltılmasıdır.

Banka bilançolarındaki bozulma, yeteri kadar yüksekse, bu durum bankacılık paniğine ve bankaların ard arda batmasına yol açacaktır. Gerçekten de hükümetin vereceği bir garanti yoksa, çöküş bir bankadan diğlerine sıçrayacak ve sağlıklı bankaların etkilenmesine yol açacaktır. Bulaşmanın sebebi yine asimetrik bilgidir. Panik halindeki mudiler bankaların kredi portföylerinin kalitesinin ne olduğunu bilemedikleri için, bankacılık sisteminden mevduatlarını çekmek istemektedirler.

2. Faiz oranlarındaki artışlar: Asimetrik bilgi ve sonucunda ortaya çıkan ters seçim “kredi kısıtlamasına” yol açabilir. Bu durumda borç almak isteyenler, daha yüksek faiz oranından borç ödemeye razı olsalar bile borçlanamayacaklardır (Stiglitz ve Weiss, 1981). Bu durum ortaya çıkar, çünkü basiretli borç alanlar bu oranlardan borçlanmayı akıllıca bulmazlarken, en yüksek riskli projelerle borçlananlar yüksek orandan borç ödeme konusunda isteklidirler. Bu durumda daha yüksek faiz oranı daha fazla ters seçime yol açacaktır.

3. Belirsizlikteki artışlar: Finansal piyasalarda bulunan belirsizlikteki dramatik artış, borç verenlerin iyi ve kötü kredi risk ayrımı yapmalarını zorlaştırmaktadır. Borç verenlerin ters seçim ve ahlaki tehlike problemlerini çözmek konusundaki yeteneklerinin azalması, borç verme, yatırım ve toplam aktivitede bir azalışa yol

açmaktadır. Belirsizlikteki bu artış, başat finansal ya da finansal olmayan bir kurumun başarısızlığından ya da resesyondan kaynaklanmış olabilir. Ancak gelişmekte olan piyasa ekonomilerinde bu durum genellikle hükümet politikalarının gelecek hakkındaki belirsizliklerinden kaynaklanmaktadır.

4. Finansal olmayan bilançoların bozulması: Finansal olmayan firmaların bilançolarının durumu, finansal sistemdeki asimetrik bilgi problemlerinin ciddileşmesi için çok önemli bir faktördür. Borç alanların bilançolarındaki yaygın bir bozulma, finansal piyasalardaki ters seçim ve ahlaki tehlike problemlerinin her ikisini de kötüleştirerek finansal istikrarsızlığı artırmaktadır. Bu problem farklı şekillerde oluşabilir.

Örneğin teminatlar asimetrik bilgi sorununu çözmeye önemli bir rol üstlenirler. Çünkü borçlananın iflas durumundaki kayıplarını karşılamakta kullanılırlar. Ancak varlık fiyatları bir ekonomide düştüğünde, teminat değerleri de düşer ve asimetrik bilgi problemleri de birden bire şaha kalkar.

Net değer teminatlarla benzer bir rol oynar. Şöyle ki borç veren, kredinin ödenememesi durumunda şirketin net değerini satarak tahsilat yapabilir. Hisse senedi piyasasındaki keskin bir düşüş, firmanın net değerinin piyasa değerini azaltır ve finansal piyasalardaki asimetrik bilgi sorunlarını artırır (Bernanke ve Gertler, 1989; Calomiris ve Hubbard, 1990). Dolayısı ile net varlıkların değeri azaldıkça, borç verme ve ekonomik aktivite azalacaktır.

Faiz oranlarındaki artışlar, sadece ters seçim problemlerini doğrudan etkilemez, firma ve hanehalkı bilançoları aracılığıyla da mali istikrarı bozar.

Enflasyon oranındaki beklenmeyen değişimler de borç alanların bilançolarını etkileyebilir. Uzun zamandan beri mutedil enflasyona sahip olan ülke ekonomilerinde yapılan borç sözleşmelerindeki faiz oranları, sözleşmeler uzun süreler için yapıldığından uzunca bir süre sabit kalmaktadır. Gelişmekte olan ülke ekonomilerindeki borç sözleşmeleri çok kısa vadeler için yapılır ve enflasyon beklentilerini yansıtabilecek şekilde sürekli olarak yeniden fiyatlandırılır. Dolayısı ile bu

ülkelerde beklenmeyen enflasyonun çok az reel etkisi olacaktır. Sonuç olarak, gelişmiş ülkelerde finansal istikrarı tesis etmek için önemli bir role sahip olan mekanizma, gelişmekte olan ekonomilerde işe yaramamaktadır.

Diğer yandan gelişmekte olan ülke ekonomilerinin bilançolarını etkilemekle birlikte, çoğu gelişmiş ülke için önem arz etmeyen başka bir faktör daha vardır: Beklenmeyen döviz kuru artış ve azalışları. Ulusal para biriminin gelecek değerindeki belirsizlikten dolayı, yükselen pazar ülkelerindeki finansal olmayan firmalar, bankalar ve hükümetler, yabancı para biriminde borçlanmayı daha kolay bulmaktadırlar. Dolayısı ile döviz kurundaki beklenmeyen artış veya azalışlar, yurtiçi firmaların borç yükünü arttırmaktadır. Aktifler genellikle yerli para birimine göre ifade edildiği ve değeri de artmadığı için firma net değerinin azalması söz konusu olacaktır. Bilançolardaki bu bozulma yine asimetrik bilgi sorununu tetikleyecek, bu da finansal istikrarsızlığa, yatırımlarda ve ekonomik aktivitede sert bir düşüşe yol açacaktır.

Uluslararası sermaye hareketleri ve finansal volatilitenin rolleri olsa bile, finansal istikrarsızlığı üretecek daha temel faktörler vardır. Politika yapanların daha temel faktörleri bir yana bırakıp uluslararası sermaye hareketleri ve finansal hareketlilik üzerine odaklanmaları bir tehlikedir. Örneğin politika yapanların, uluslararası sermaye hareketleri için ne yapmak gerektiği konusuna odaklanmaları yerine, bankacılık düzenlemeleri ve denetimlerinin nasıl olacağı hakkında endişelenmeleri daha faydalı olabilir. Çünkü uluslararası sermaye akımlarının bankalar kadar kredi genişlemesine ve artan riske yol açma ihtimalleri düşüktür. Bankaların böyle yapmaları en sonunda sıkıntılı finansal istikrarsızlık zamanlarına yol açacaktır. Politika yapanlar finansal hareketliliğin çok kötü bir şey olmadığını ve finansal piyasaların çalışmasının bir parçası olduğunu da farkında olmalıdırlar. Politika yapanların genel bir finansal hareketlilik hakkında endişelenmeden ziyade,

varlık fiyatlarındaki belirgin değişiklikler durumunda finansal sistemlerin finansal istikrarsızlık için daha dayanıksız olabileceğinin farkına varmaları gerekir<sup>147</sup>.

Myers (1990) gelişmiş ülkelerdeki finansal olmayan işletmeler için menkul kıymet piyasalarının neden dış finansal kaynak olmada görece olarak önemsiz bir yere sahip olduğunu beşinci problemine bağlamıştır. Dahası gelişmekte olan ülkelerde menkul kıymet piyasalarının daha da az önemli olduğunu belirtmiştir. Aslında firmalar hakkındaki bilginin kalitesi daha iyi oldukça, firmaların fon bulmak için menkul kıymet arz etmesi daha büyük bir ihtimaldir. Gelişmiş ülkelerde yalnızca en büyük ve en iyi bilinen firmalar hisse senedi arz etmektedir. Gelişmekte olan ülkelerde özel mülkiyetteki firmalar hakkında bilgi toplamak, gelişmiş ülkelerdekinden daha zor olduğu için, menkul kıymet piyasaları çok daha küçük bir role sahiptirler<sup>148</sup>.

Asimetrik bilgi yaklaşımı, finansal piyasalardaki bir karmaşanın toplam ekonomik aktivitede nasıl bir iniş yarattığını açıklamak için önemli bir çatıdır. Yeni keynescilere göre finansal kriz, ters seçim ve ahlaki risk problemlerinin kötüleşmeye başladığı finansal bir karmaşadır. Böyle bir karmaşa içinde olunması, finansal piyasaların fonları üretken yatırım alternatiflerine yönlendirme etkinliklerini yitirmeleri anlamına gelir. Post keynescilerin finansal krizler hakkındaki görüşlerinin dayandığı üç temel ayak, asimetrik bilgi ve paranın içselliği yaklaşımları ile finansal kırılganlık teorisidir. Asimetrik bilgiyi kullanmaları nedeniyle Yeni Keynesci yaklaşımla bir çok ortak noktaları bulunsa da dayandığı diğer temel varsayımlar Post Keynesyencileri Yeni Keynesçilerden ayırmaktadır<sup>149</sup>.

---

<sup>147</sup>Frederic S. MISHKIN, "International Capital Movements: Financial Volatility and Financial Instability", **National Bureau of Economic Research**, Ocak 1998, ss. 28 - 29, <http://www.nber.org/papers/w6390.pdf> (05.02.2010).

<sup>148</sup>Frederic S. MISHKIN, "Understanding Financial Crises: A developing Country Perspective", s. 5.

<sup>149</sup> Gökhan KARABULUT, **Gelişmekte Olan Ülkelerde Finansal Krizlerin Nedenleri**, Der Yayınları, 2002, ss. 8 – 13.

## 1.2.6. Asimetrik Bilgi ve Yatırımlar

MM teoremleri ve neoklasik yatırım teorisinin ortaya çıkmasından önce yatırımın likidite teorisi, firmaların yatırım kararlarının en kabul edilen açıklaması olarak, yatırımın hızlandıran teorisinin yerini aldı. Likidite teorisini doğrulayan en az iki unsur bulunuyordu. i. gerçekleşen karlar beklenen karları ölçer ve yatırımlar kar beklentileri tarafından belirlenir, ii. yatırımlar fon arzı tarafından kısıtlanabilir<sup>150</sup>.

Likidite teorisinin güçlü versiyonlarında mali kısıtlar her zaman devam etmektedir, fonlama maliyeti de iç kaynakların tükendiği bir ortamda esnek değildir. Daha zayıf versiyonlarda, kapasitedeki fazla baskı dış finansman kaynaklarının kullanımı ile sonuçlanabilirken, mali kısıtlar kapasite kullanımının daha düşük oranlarda seyretmesini sağlar<sup>151</sup>.

Neoklasik yatırım teorisi, finanstaki MM (1958) teoremlerinin bir parçasını oluşturur. Neoklasik bakış açısı, bir firmanın sermaye maliyetinin üzerinde karlı yatırımlara sahip olduğu sürece, firmanın onları gerçekleştirebilecek kadar fonu bulabileceğini varsayar. Sonuç olarak içsel ve dışsal finansman birbirini ikame edebilir olarak algılanır. Daha geniş bir anlamda neoklasik bakış açısı, firma tarafından alınan reel ve mali kararların birbirinden tamamen ayrı olduğunu ima eder<sup>152</sup>.

MM'nin "temettü ve sermaye yapısı ilgisizlik teoremleri" yöneticilerin akıllı yatırım seçenekleri üzerine odaklanması gerektiğini, temettü politikaları ve sermaye yapısının kendi kendine oluşacağını belirtmektedir. Temettü politikalarında herhangi bir kısıtlamanın olmaması çoğu yatırımcı için rahatsız edicidir. Çünkü yatırımcılar en

---

<sup>150</sup> Cherian SAMUEL, "Internal finance and Investment: Another Look", 30 Kasım 1999, World Bank Policy Research Working Paper No. 1663, ss. 2 - 3, (çevrimiçi) [http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=620672](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=620672) (29.01.09).

<sup>151</sup> A.e., s. 3.

<sup>152</sup> A.e.

sonunda bir nakit elde etmek istemektedirler. Başka bir deyişle ilgisizlik mesajında, temettü politikası basit bir meseledir ve büyük ölçüde göz ardı edilebilir<sup>153</sup>.

Diğer yandan yatırımın nakit akış teorileri, firmanın karşılaştığı finansman hiyerarşisi üzerine vurgu yapar ve bu yüzden de sermaye harcamalarının belirlenmesinde nakit akışlarının önemi üzerine yoğunlaşır<sup>154155</sup>. Örneğin “yönetim” ve “enformasyon teorisi” yaklaşımları, dış finansmanın maliyetini arttıran sermaye piyasası eksikliklerine vurgu yapar<sup>156</sup>.

MM'nin ilgisizlik önermesinden sonra, firmaların dış kaynak araştırırken nasıl seçim yaptıklarını açıklamaya çalışan geniş bir külliyat meydana gelmiştir. Bu çalışmaları 2 ana sermaye yapısı teorisi olarak sınıflandırmak mümkündür<sup>157</sup>.

### 1.2.6.1. Yatırım Kararlarının Sermaye Yapısı Üzerine Etkisi

Sermaye yapısı, firmaların yatırım finansmanında kullandığı kısa ve uzun vadeli borçlar ile öz sermaye miktarı olarak tanımlanabilir<sup>158</sup>.

MM'nin (1958) ilgisizlik teoremlerinde öngördüğü varsayımlarından (özellikle vergilerin mevcut olmaması noktasında getirilen eleştirilerden) doğan “dengeleme teorisi” (ya da ödünleşme teorisi), borç kullanımının sağladığı vergi avantajı ve bunun temsil maliyetlerini azaltarak sağladığı faydalarla, kaldırma etkisi kullanımının getirdiği iflas ve sıkıntı maliyetlerini dengelemeyi amaçlamaktadır. Dengeleme teorisi terimi farklı araştırmacılar tarafından ilişkili teorileri tarif etmek için kullanılan genel bir addir. Tüm bu teoremlerde araştırmacılar, alternatif kaldırma

<sup>153</sup> Harry DeANGELO, Linda DeANGELO, “Payout Policy Pedagogy: What Matters and Why”, s. 1, Ağustos 2006, (çevrimiçi) [http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=890616](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=890616) (19.02.2009).

<sup>154</sup> Cherian SAMUEL, **a.g.e.**

<sup>155</sup> Finansman hiyerarşisi / kıdem sırası hipotezlerinde (financing hierarchy/pecking order hypothesis), bir firmanın tercih ettiği finansman kaynağı sıralaması şu şekildedir; i. iç kaynaklar, ii. dış borçlar, iii. yeni özsermaye.

<sup>156</sup> Cherian SAMUEL, **a.g.e.**

<sup>157</sup> Kostas KOUFOPOULOS, “**Managerial Compensation and Capital Structure Under Asymmetric Information**”, Ekim 2006, s. 2, (çevrimiçi) <http://www.econ.uoa.gr/UA/files/169546915..pdf> (01.11.2008).

<sup>158</sup> Burak TERİM, Cevdet Alptekin KAYALI, “Sermaye Yapısını Belirleyici Etmenler: Türkiye’de İmalat Sanayi Örneği”, **Sosyal Bilimler**, 2009, C:7, S: 1, s. 126, (çevrimiçi) <http://www.bayar.edu.tr/~sosyal/dergi5/Terim-Kayali.pdf> (18.02.2010).



planlarının fayda ve maliyetlerinin firmaya etkisinin optimizasyonu üzerine çalışmışlardır (Frank, Goyal, 2007)<sup>159</sup>.

1970'lerin ortalarına kadar finans literatüründe sermaye yapısı ile ilgili genel akademik kabul, dengeleme teorisinin doğru olduğu yönündeydi. Miller'in 1977 yılında, firma düzeyinde borçlanarak finansmanın getirdiği vergi avantajlarının, bireysel düzeyde borçlanmanın vergi dezavantajları ile tamamen ortadan kalktığını iddia ettiği çalışmasından sonra, iki görüşü uzlaştırmaya çalışan çeşitli çalışmalar yapılmıştır. Bu çalışmaların sonucunda ise iflas maliyetleri, temsilci maliyetleri ve borç dışı vergi kalkınlarının kaybı gibi, borçla finansmana bağlı olarak ortaya çıkan önemli maliyetlerin olduğu ve bu maliyetlerin olduğu bir durumda marjinal tahvil sahiplerinin vergi oranının, kurumsal orandan daha az olacağı ve dolayısıyla borçla finansmanın net vergi avantajının pozitif olacağı sonucuna varılmıştır. Böylece bir firmanın optimal sermaye yapısı, borçlanmanın vergi avantajı ile borçla finansmana bağlı olarak ortaya çıkan çeşitli maliyetlerin dengelenmesi sonucunda oluşmaktadır (Bradley ve diğ., 1984). Ancak dengeleme teorisi, borçlanmayı artırıcı ve azaltıcı işlemlere hisse senedi piyasasının gösterdiği tepkiyi açıklamakta yetersiz kalmaktadır (Chen, 2004)<sup>160</sup>.

Başka bir deyişle dengeleme teorisine göre firmanın sermaye yapısı, (iflas ve ajan maliyetleri dahil) maliyetler ile (vergi kalkını ve serbest nakit akış problemlerinin azalması dahil) faydaların dengelenmesinin bir sonucudur. Bu teorisinin bir gereği olarak hisse fiyatlarındaki bir yükselme, firmanın borçlanma oranını azaltacağı için firmanın borçlanmasını teşvik edecek, bu durum da sermaye yapısının optimal seviyeye gelmesini sağlayacaktır<sup>161</sup>.

Firmaların bir hedef sermaye yapısı belirleyip ona doğru ilerlemeleri gerektiğini ortaya koyan dengeleme teorisine karşılık Myers ve Majluf (1984), 1961'de

---

<sup>159</sup> A.e., s. 127.

<sup>160</sup> Dilek DEMİRHAN, "Sermaye Yapısını Etkileyen Firmaya Özgü Faktörlerin Analizi: İMKB Hizmet Firmaları Üzerine Bir Uygulama", *Ege Akademik Bakış*, S. 9 (2), 2009, s. 679, (çevrimiçi) [http://eab.ege.edu.tr/pdf/9\\_2/C9-S2-M15.pdf](http://eab.ege.edu.tr/pdf/9_2/C9-S2-M15.pdf) (26.02.2010).

<sup>161</sup> Michael FAULKENDER, Todd MILBOURN, Anjan THAKOR, "Does Corporate Performance Determine Capital Structure and Dividend Policy?", s. 3, 09.03.2006, (çevrimiçi) [http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=686865](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=686865) (09.08.2008).

Donaldson'ın firmaların uzun dönem finansman stratejileri için ilk kez ortaya koyduğu finansal hiyerarşi fikrinden esinlenerek, “Finansal Hiyerarşi Teorisi”ni sistematik olarak ortaya koymuş ve firmaların bu davranışlarını açıklamada, yöneticiler ile yatırımcılar arasındaki asimetrik bilginin rolünün öneminden bahsetmiştir<sup>162</sup>.

Finansal hiyerarşi yaklaşımında asimetrik bilgi problemi, firma yöneticilerinin firma hakkında yatırımcılardan daha fazla bilgiye sahip olmasından kaynaklanmaktadır. Yatırımcıların firmanın aktiflerinin değeri hakkında yöneticiler kadar bilgiye sahip olamamaları ise, söz konusu firmanın hisse senetlerinin piyasada daha düşük fiyatlandırılmasına sebep olabilmektedir (Myers ve Majluf, 1984). Bu varsayımına göre geliştirilen finansal hiyerarşi yaklaşımı, firmaların karlı bir projeyi finanse etmek üzere öncelikle dağıtılmamış karlarını kullanarak firma içi finansmana gitmeleri gerektiğini, bu yeterli olmazsa ve dış finansmana ihtiyaç duyulursa öncelikle daha az riskli alternatifin seçilerek tahvil yoluyla borçlanmanın tercih edilmesini, daha sonra belki hisse senedine çevrilebilir tahvil ihraç edilmesini ve son seçenek olarak da hisse senedi ihracının düşünülmesinin gerekli olduğunu belirtmektedir<sup>163</sup>. Ancak firmalar zaman içinde bir dizi mali kararlar alırlar. Firmaların büyük bir çoğunluğu için “hiyerarşi sırasını” izlemek optimal olmayacaktır. Yöneticiler optimal menkul kıymet sırasını belirleyerek, finansmanın tüm aşamalarındaki ters seçime minimize ederlerse daha iyi olacaktır<sup>164</sup>. Sonuç olarak iç ve dış finansman kaynakları, bir firma için mükemmel ikameler değildir, MM (1958) teoremleri ve yatırımın neoklasik teorisinde belirtildiği üzere<sup>165</sup>.

Myers ve Majluff (1984) göstermiştir ki dış kaynak sağlayanlar, piyasa tarafından yanlış fiyatlanmış olan firma aktifleri ve öz kaynaklar hakkında, içeridekilerin sahip olduğundan daha az bilgiye sahiptirler. Özellikle piyasa, düşük kaliteli firmalara yeni kaynaklar sağlayabilmektedir. Şöyle ki firmalar, yeni projelerini öz sermaye arz ederek finanse etme ihtiyacı içindelerse, yeni hissedarlar

---

<sup>162</sup> Burak TERİM, Cevdet Alptekin KAYALI, **a.g.e.**, s. 127.

<sup>163</sup> Dilek DEMİRHAN, **a.g.e.**, s. 679.

<sup>164</sup> Nikolay HALOV, **a.g.e.**, s. 3.

<sup>165</sup> Cherian SAMUEL, **a.g.e.**, ss. 6 – 7.

eskilerinin aleyhine olacak şekilde yeni projenin Net Bugünkü Değerinden (NBD) daha fazla getiri elde edebileceklerdir. Bu durumda projenin NBD'si pozitif de olsa proje reddedilecektir<sup>166</sup>. Myers (1984) ile Myers ve Majluf'un (1984) ilgili araştırmalarından beri, firmaların potansiyel dış yatırımcılara kendi aktiflerinin gerçek değeri için bilgi taşımalarının imkansız ya da maliyetli olması durumlarında, firmaların pozitif net bugünkü değere sahip projeleri kabul etmeme / iptal etme yollarına gidebildikleri bilinmektedir<sup>167</sup>.

Finansal hiyerarşi yaklaşımı şu şekilde özetlenebilir<sup>168</sup>:

- Firmalar iç finansmanı tercih ederler.
- Her ne kadar temettüler yapışkan ve hedef temettü ödeme oranları sadece değerli yatırım fırsatlarının büyüklüğüne göre dereceli olarak belirlense de, firmalar hedef temettü ödeme oranlarını yatırım fırsatlarına göre ayarlarlar.
- Yapışkan temettü politikaları artı karlılık ve yatırım fırsatlarındaki beklenmedik dalgalanmalar, faaliyetlerden doğan nakit akışının yatırım harcamaları için gereken fonlardan az veya çok olabileceği anlamına gelebilir. Eğer az ise firma, nakit bakiyesini veya portföyündeki spekülasyon amaçlı menkul kıymetleri azaltır.
- Eğer dış finansman gerekirse, firmalar önce en güvenli menkul kıymeti ihraç ederler. Bu önce borçlanma, sonra hisseye dönüştürülebilir bonolar gibi karma menkul kıymetler ve en son da hisse senedi ihracı anlamına gelir.
- Bu yaklaşımda iyi tarif edilmiş hedef borç/öz kaynak oranı yoktur, çünkü iç fonlar ve dış fonlar vardır, biri hiyerarşide en üstte diğeri de en altta yer alır. Her bir firmanın gözlemlenen borç oranı dış finansman için kümülatif ihtiyacı gösterir.

Finansal hiyerarşi teoremi pek çok durumda, yüksek karlılıkları olan firmaların neden daha az borç kullandıklarını, düşük karlılıkları olan firmaların da neden yüksek oranda borç kullanımı yoluyla yatırımları finanse etme yoluna gittiklerini

---

<sup>166</sup> A.e., s. 5.

<sup>167</sup> Nikolay HALOV, a.g.e., s. 2.

<sup>168</sup> Stewart C. MYERS, "The Capital Structure Puzzle", *The Journal of Finance*, Vol. 39, No. 3, 28 – 30 Aralık 1983. (Temmuz 1984), s. 581, (çevrimiçi) [http://ecsocman.edu.ru/images/pubs/2007/10/25/0000314524/myers - cs\\_puzzle\\_1983.pdf](http://ecsocman.edu.ru/images/pubs/2007/10/25/0000314524/myers - cs_puzzle_1983.pdf) (12.12.2009).

açıklamaktadır. Karlılığı yüksek olan firmalar dış fonlara ihtiyaç duymamakta, düşük karlılıkları olan firmalar da yeterli iç fon yaratamamaları ve borcun hisse ihracına nazaran daha düşük ihraç etme ve bilgilendirme maliyetlerine sahip olması sebepleriyle borç ihracını, hisse senedi ihracına tercih etmektedirler (Drobetz, Fix, 2003)<sup>169</sup>.

Asimetrik bilgi problemine dayanarak ortaya çıkan başka bir yaklaşım da Ross (1977) tarafından geliştirilen “sinyalleme yaklaşımıdır”. Yöneticiler firmanın gelecekteki gelirleri hakkında yatırımcılardan daha çok bilgiye sahiptirler. Firmanın finansal sıkıntıya düşmesi durumunda yöneticilerin cezalandırılacak olması ve bu nedenle yöneticilerin firmayı sıkıntıya düşürecek düzeyde borç almaktan kaçınması gerektiği düşüncesi, firmanın borç kullanımını yatırımcılar için güvenilir bir sinyal haline getirmektedir. Bu yaklaşıma göre yatırımcılar, artan borçlanma düzeyini yüksek kalitenin bir sinyali olarak görmektedir. Düşük kaliteli firmalar da herhangi bir borçlanma düzeyinde yüksek kaliteli firmalara göre daha fazla marjinal iflas maliyetine sahip olduklarından, borçlanma düzeylerini artırarak yüksek kaliteli firmaları taklit edemeyeceklerdir (Harris ve Raviv, 1991). Sonuç olarak firma değeri veya karlılığı ile borç/özsermaye oranı arasında pozitif bir ilişki olacaktır (Ross, 1977)<sup>170</sup>.

Asimetrik bilginin sermayenin maliyetini arttırıp arttırmadığı konusunda ise farklı görüşler vardır. O’Hara (2003), Easley ve O’Hara (2004) ve Hughes vd. (2007) bilgi asimetrisinin firmaların sermaye maliyetini arttıracakları sonucuna varmışlardır. Özellikle Easley ve O’Hara (2004) kamuya açık ve özel bilgi arasındaki bilgi kompozisyonu farklılıklarını analiz etmiştir. Daha az bilgili olarak ticaret yapanlar, bilgi dezavantajlarının farkındadırlar ve sonuç olarak daha az varlığı ellerinde tutarlar. Bunun aksine Wang (1993), ekonomideki bilgili yatırımcıların yüzdesinin artmasının sermaye maliyetini azaltacağını belirttikten sonra, bilgi asimetrisi ile ortalama fiyat beklentisinin birlikte ele alınması gerektiğini belirtmektedir. Başka bir deyişle içerdekilerin artması, ekonomide bilgi asimetrisinin artmasına yol açıyor olsa

---

<sup>169</sup> Burak TERİM, Cevdet Alptekin KAYALI, *a.g.e.*, s. 128.

<sup>170</sup> Dilek DEMİRHAN, *a.g.e.*, s. 680.

bile, ortalama olarak içeridekilerin ticareti, hisse senedi fiyatının artmasına da yol açacaktır<sup>171</sup>.

Konuyla ilgili olması ve metin bütünlüğünü koruyabilmek adına, son olarak “sıfır kaldıraçlı firmalar bulmacası” (SKF) meselesine değinelim. SKF’ler rahatlıkla borçlanabilecek firmalar olmalarına karşı dış borçlanma yoluna gitmeyen firmalardır. Bu tür firmaların endüstrilerindeki ortalama firmalardan genellikle biraz daha küçük oldukları, daha fazla piyasa/defter (market/book) oranına, nakit bilançosuna, karlılığa sahip oldukları ve vergi ödedikleri, duruma göre de temettü dağıttıkları görülmektedir. SKF’ler kontrol firmalarından daha genç değillerdir. ABD’deki finans dışı şirketlerin 1987 – 2003 yılları arasında ortalama olarak %11’inin hiçbir borcunun olmadığı, %36’sının da sıfır ya da negatif net borcunun bulunduğu görülmüştür. Bu durum kısa süren bir moda da değildir ve belirtilen dönemde borcu bulunmayan firmaların %60’ının, bir sonraki yılda borçlanacağına yönelik bir eğilimi bile olmamıştır<sup>172</sup>.

### **1.2.6.2. Kredi Tayınlmasının Sermaye Yapısı Üzerine Etkisi**

Bankalar, müşteri oranı olarak da adlandırılan faiz oranlarını belirler ve alıcıların finansal durumuna göre de istediği krediyi belirli bir limite kadar bu faiz oranından verirler. Bankaların bu şekildeki davranışları kredi tayınlaması olarak tanımlanır. İki çeşit kredi tayınlamasından söz etmek mümkündür; Zayıf kredi tayınlaması ve sınırlı kredi tayınlaması. Zayıf kredi tayınlamasını uygulayan bankalar verdikleri kredi miktarını, belirledikleri faiz oranına göre çeşitlendireceklerdir. Bunun yanında sınırlı kredi tayınlaması uygulayan bankalar ise, önceden faiz oranlarını belirli bir kredi miktarına kadar belirleyecek ve bunun

---

<sup>171</sup> Richard A. LAMBERT, Christian LEUZ, Robert E. VERRECCHIA, “Information Asymmetry, Information Precision, and the Cost of Capital”, Nisan 2009, ss. 1 - 2, (çevrimiçi) [http://www.nber.org/papers/w14881.pdf?new\\_window=1](http://www.nber.org/papers/w14881.pdf?new_window=1) (02.02.2010).

<sup>172</sup> Ilya A. STREBULAIEV, Baozhong YANG, “The Mystery of Zero-Leverage Firms”, ss. 1-2, Ağustos 2006, (çevrimiçi) [http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=890719](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=890719) (18.10.2008)

üzerinde kredi vermeyi, faiz oranı ne olursa olsun kabul etmeyeceklerdir (Freimer ve Gordon, 1965)<sup>173</sup>.

Ödünç verenlerin piyasayı dengeye getirmek için faiz oranlarını yükseltmek yerine, verdikleri kredi miktarını kısıtlamalarının nedeni ters seçim ve ahlâki tehlikedir. Ters seçimde, ödünç verenlerin faiz oranını yükseltmeyip kredi tayinlemesini tercih etmelerinin sebebi, faiz oranı arttıkça daha çok sayıda riskden kaçınan bireyin borçlanma havuzundan çıkacak olmasıdır. Piyasada dürüst olmayan bireylerin veya riskli projelere sahip firmaların olduğunun bilinmesi ve bunların birbirlerinden ayırt edilememeleri bankaların kredi tayinlemesine, yani bankaların verdikleri kredilerin miktarını azaltmalarına neden olacaktır<sup>174</sup>.

Broecker (1990), Riordan (1993) ve Shaffer (1998) çalışmalarında, bir bankadan kredi talebinde bulunup reddedilenlerin, bankaların sayısı arttığında başka bankalardan kredi talebinde bulunabileceklerini ve böylece fonlanmış proje havuzlarının daha düşük ortalama kalite sergileyerek, artan rekabet koşulları altında kötü seçim sorununu daha da şiddetlendireceklerini öne sürmüştür. Buna karşılık Koskela ve Stenbacka (2002), yoğun kredi piyasası rekabetinin daha düşük borç verme oranlarına ve daha az riskli projelere yol açacağını ve doğal olarak bunun da acente maliyetini azaltacağını savunmuştur<sup>175</sup>.

---

<sup>173</sup> Meltem ERDOĞAN, **a.g.e.**, s. 13.

<sup>174</sup> **A.e.**, s. 3.

<sup>175</sup> **A.e.**, s. 6.

## 2. SİNYALİZASYON MODELLERİ

Şirketlerin temettüleri kullanarak yatırımcılara bir mesaj verdiği fikrinin temeli, temettüleri açıklamaya çalışan ve literatürün başlamasına sebep olan Lintner'in 1956'da yaptığı klasik çalışmasına kadar gitmektedir. Bu çalışmanın hemen arkasından geliştirilen MM modelinde, temettü ödemelerinin hangi şartlar altında şirketin piyasa değerine bir etkisinin olmadığı açıklanmaya çalışılırken, piyasa aksaklıkları olduğunda temettülerin yatırımcılara mesaj verebileceği de belirtilmiştir. Daha sonra geliştirilen Bhattacharya, Miller ve Rock (MR) ile John ve Williams (JW) modelleri de temettüler ile taşınan bilgiye vurguyu yapan ilk çalışmalar olarak sinyalizasyon literatüründe yerini almıştır.

Bu bölümde, temettü ödemelerini sistematize etmeye çalışan Lintner Modeli, temettü ödemelerinin şirketin piyasa değerini etkilemeyeceği iddiasında bulunan MM Modeli (ki belli şartlar altında aksi durumları da belirtilmektedir) ve şirketin temettü ödemelerinin gelecekteki şirketin karlılığının bir göstergesi olduğunu belirten öncül sinyalizasyon modelleri incelenmektedir.

### 2.1. Lintner Modeli

Klasik çalışmasında (1956) Lintner, 600 kote edilmiş şirketten 28 adedini araştırma ve mülakat yapmak için seçmiş, istatistiki temsil yöntemi seçmek yerine de çok farklı durumları kapsayan örnekleri tercih etmiştir. 28 firmanın yönetim takımları ile yapmış olduğu görüşmeler neticesinde Lintner, ortalama temettü dağıtım oranının %5 olduğunu rapor etmiştir. Örnek büyüklüğünün çok küçük olmasına ve neredeyse üstünden yarım yüzyıl geçmiş olmasına rağmen, tüm ABD firmalarının hedef temettü oranı çok da farklılaşmış değildir. Bu model onun örnek şirketlerindeki temettü değişikliklerinin %85'ini açıklayabilmekteydi<sup>1</sup>.

---

<sup>1</sup> Franklin ALLEN, Roni MICHAELY, "Payout Policy", ss. 10 - 11, Nisan 2002, (çevrimiçi) [http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=309589](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=309589) (21.03.2009).

Lintner'e göre şirketin temettü kararlarının belirleyicileri şu şekildedir<sup>2</sup>;

- Var olan temettü oranları şirketin temettü kararlarının en önemli belirleyicisidir.
- Cari kazançların seviyesi, temettülerin değiştirilmesi gerektiği konusunda her zaman için yönetimin başlangıç noktasıdır.
- Kazançlar her zaman esas faktördür ve temettü oranını sürdürmek ya da değiştirmek konusunda genel olarak baskındır.
- Temettü dağıtma oranında bir değişiklik yapmak için neredeyse en önemli tek faktör, cari kazançlar ve varolan temettü oranı arasındaki ilişkidir.

Lintner şirketin temettü politikasını belirlerken kullandığı merkezi eğilimleri şu şekilde ifade etmiştir<sup>3</sup>;

$$\Delta D_{it} = a_i + c_i \cdot (D_{it}^* - D_{i(t-1)}) + u_{it}$$

$$D_{it}^* = r_i \cdot P_{it}$$

$r$  : Hedef ödeme oranı

$P_t$  : Vergi sonrası cari kar

$\Delta D_{it}$  : Temettü ödemelerindeki değişim

$D_t, D_{t-1}$  : Birbirini takip eden yıllardaki temettü ödemeleri

$i$  : Tekil bir şirket

$D_{it}^*$  : Hedef temettü oranı olan  $r_i$ 'nin cari dönem karlarına uygulanmış olması durumunda, şirketin cari yıl için ödemiş olduğu temettü tutarı

$c_i$  : Cari yıl temettüsü olan  $D_{it}^*$  ve önceki yılda yapılmış olan temettü ödemesi  $D_{i(t-1)}$  arasındaki farkın oranı

---

<sup>2</sup> John LINTNER, "Distribution of Incomes of Corporations Among Dividends, Retained Earnings, and Taxes", **The American Economic Review**, Vol.46, No: 2, Mayıs 1956, ss. 101 - 102, (çevrimiçi) [http://www.ecsocman.edu.ru/images/pubs/2007/10/25/0000314521/lintner\\_1956.pdf](http://www.ecsocman.edu.ru/images/pubs/2007/10/25/0000314521/lintner_1956.pdf) (12.02.2009)

<sup>3</sup> **A.e.**, ss. 107 – 109.



- $a_i$  : a sabiti [bazı firmalarda 0 (sıfır) olmakla birlikte şirketlerin temettüyü azaltmadan ziyade artırma isteklerinde olmalarından dolayı pozitif bir değerdir.]
- $u$  :  $\Delta D_{it}$ 'deki gözlemlenen değişim ile eşitlikteki diğer şartların beklenen değerleri arasındaki fark [hata payı]

Bununla beraber  $a$ 'nın pozitif bir katsayı olması, şirketin kar payını azaltmak konusunda isteksiz olduğunu,  $c$ 'nin bir oran olması da kar payı ayarlamasının anında yapılmadığını ifade etmektedir.  $a$  katsayısının pozitif ve  $c$ 'nin bir oran olması, şirketlerin kar dağıtımındaki istikrar eğilimlerini ortaya koymaktadır<sup>4</sup>.

Lintner'in yapmış olduğu çalışmadan elde ettiği sonuçları şöyle sıralayabiliriz;

- Firmalar uzun vadeli hedef temettü oranlarına sahiptirler<sup>5</sup>.
- Yöneticiler belirli oranlarda temettü dağıtmaktan ziyade, temettü değişikliklerine odaklanmışlardır<sup>6</sup>.
- Temettü değişiklikleri uzun vadeli sürdürülebilir kazançlardaki değişiklikleri takip ederler. Başka bir deyişle geçici kazançlar, kısa vadede temettü ödemeyi etkilememektedirler<sup>7</sup>.
- Yöneticiler temettülerde tersine bir değişiklik yapma konusunda isteksizdirler. Özellikle de temettü artışlarını iptal etme konusunda kaygılıdır<sup>8</sup>. Lintner'in (1956) mandal etkisine göre firmalar, daha yüksek beklenen kazançlar varsa temettülerini arttıracaklardır<sup>9</sup>.
- Temettülerdeki herhangi bir değişiklikte en önemli belirleyici unsur kazançlardır. Yöneticiler hissedarlara hareketlerinin gerekçelerini açıklamak ve

---

<sup>4</sup> Öztin AKGÜÇ, **Finansal Yönetim**, s. 791.

<sup>5</sup> Joseph HARMON, Tom GRIFFIN, "Dividend Relevance Theory", 28 Ağustos 2006, s. 3 (çevrimiçi) [www.joeharmon.net/Papers%20and%20Pictures/Showcase%20Papers/Dividend%20Relevance%20Theory.doc](http://www.joeharmon.net/Papers%20and%20Pictures/Showcase%20Papers/Dividend%20Relevance%20Theory.doc) (07.02.2009).

<sup>6</sup> A.e.

<sup>7</sup> A.e.

<sup>8</sup> A.e.

<sup>9</sup> Christi WANN, D. Michael LONG, "Do liquidity induced changes in aggregate dividends signal aggregate future earnings growth?", s. 2.

açıklamalarını da basit ve gözlemlenebilen indikatörlere dayandırmak ihtiyacı içindedirler<sup>10</sup>.

▪ Yönetim temettü politikasını önce belirlemekte, diğer politikalar temettü politikası dikkate alındıktan sonra belirlenmektedir<sup>11</sup>.

Lintner'in modelinde dağıtılan temettüler nakittir ve yatırımın tüm faydalı ömrü boyunca nasıl bir kazanç sağlayacağı yatırımcı tarafından bilinemediği için temettü, sermaye kazancına göre daha az risklidir. Başka bir deyişle, temettü dağıtımının yatırımcının riskini azalttığı ileri sürülmektedir. Sonuç olarak temettü dağıtımının yüksek olması, yatırımcılar tarafından istenilen bir durumdur<sup>12</sup>.

Şöyle ki 0 tarihinde bir firmanın değeri  $V_0$ 'dır. Eğer ilk temettüler şimdiden sonraki bir tarih olan 1 tarihinde ödenecek ise bunu şu şekilde gösterebiliriz<sup>13</sup>;

$$V_0 = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{D_t}{(1+r)^t}$$

$D_t$ : Firma tarafından t dönemi sonunda ödenen temettü

$r_t$ : t dönemi için yatırımcının sermayesinin fırsat maliyeti

Denklemden de görülebileceği gibi bir firmanın değeri, firmanın gelecekte ödeyeceği temettülerin bugünkü değerine eşittir.

Gordon temettüler ve firma değeri arasındaki bu ilişkiyi daha detaylı olarak ele almıştır. Ona göre de karların firma bünyesinde bırakılması, fiilen alınan kar payına kıyasla daha risklidir. Ortaklar ellerindeki bir kuşu daldaki iki kuşa yeğleyerek, gelecekte elde edecekleri kar paylarını daha yüksek bir oranda iskonto edeceklerdir. Daha açık bir deyişle ortaklar (diğer koşullar aynı kalmak üzere), kar ödeme oranı daha düşük olan firmaların pay senetlerini yüksek iskonto oranıyla, buna karşılık kar

<sup>10</sup> Franklin ALLEN, Roni MICHAELY, a.g.e., ss. 10 – 11.

<sup>11</sup> A.e.

<sup>12</sup> Semih BÜKER, Rıza AŞIKOĞLU, **İşletmelerde Finansal Yönetim**, Anadolu Üniversitesi, **Eskişehir**, 1993, s. 344.

<sup>13</sup> Franklin ALLEN, Roni MICHAELY, a.g.e., s. 5.

payı ödeme oranı yüksek olan firmaların pay senetlerini daha düşük iskonto oranı ile kapitalize edeceklerdir<sup>14</sup>.

Bu modelde optimum kar dağıtım politikası, şirketin yeni yatırımlarının karlılığı (r) ile ortakların yatırımlardan beklediği karlılık oranı (k) arasındaki ilişkiye göre belirlenir.  $r > k$  ise hissedarların kar payı alması yerine, karın daha büyük bir kısmının şirkette alıkonulması ve yeni yatırımlarda kullanılması doğaldır.  $r > k$  olan şirketler genelde büyümekte olan firmalardır ve yıllık net karın bünyede bırakılan kısmı arttıkça, pay senedinin değeri de artmaktadır.  $r < k$  olan firmalar gerileyen şirketlerdir ve kar payının dağıtılması gereklidir.  $r = k$  olan firmalarda ise büyüme söz konusu değildir ve bu tür şirketlerde kar payı dağıtım politikasının pay senedi fiyatları üzerinde bir etkisi yoktur<sup>15</sup>.

Başka bir ifadeyle kar dağıtım politikasında iki fırsat oranı vardır. Bunlardan birisi firma için, diğeri de yatırımcılar içindir. Firmanın fırsat oranı yatırımcılarınkinden daha yüksek ise, firma kazançlarının %100'ünü alıkoyacaktır. Yatırımcıların fırsat oranı firmanınkinden daha yüksek ise, kazançlarının %100'ü temettü olarak dağıtılmalıdır. Her iki oran da eşit ise, temettü dağıtım politikasının (mükemmel sermaye piyasalarında olduğu gibi) hiçbir sonucu olmayacaktır<sup>16</sup>.

Gordon (1963) hissedarların nakit temettüleri tercih edeceklerini, firmaların da temettü ödedikçe rating şirketlerinden yapılmayanlara göre daha yüksek rating alacaklarını belirtmiştir. Ratingi yüksek olan firmalar da sermaye piyasalarından daha kolay borçlanılabilecektir. Firmaların temettü ödüyor olmaları, onların yükümlülüklerini yerine getirebilecek yetenekte olduklarını göstermektedir<sup>17</sup>.

---

<sup>14</sup> Öztin AKGÜÇ, **Finansal Yönetim**, ss. 780 – 781.

<sup>15</sup> **A.e.**

<sup>16</sup> M. George FRANKFURTER, Bob G. WOOD, **a.g.e.**, s. 73.

<sup>17</sup> Rajshree Deeptee PURMESSUR, Roshan BOODHOO, “Signalling Power of Dividend on Firms’ Future Profits A Literature Review”, s. 7, **EvergreenEnergy – International Interdisciplinary Journal**, New York, Mart 2009, (çevrimiçi) [http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=1359495](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1359495) (22.12.2009).

Lintner ve Gordon tarafından geliştirilen ve firmalar tarafından dağıtılan temettüyü öne çıkartan bu teoriye finans literatüründe, “eldeki kuş teorisi” adı verilmiştir<sup>18 19</sup>.

Litner’in çalışması Baker, Farelly ve Edelman (1985), Pruitt ve Gitman (1991) ve Baker ve Powell (2000) tarafından anket metodolojisi uygulanarak yapılan araştırmalar ile de onaylanmış ve temettü dağıtımlarının firma performansı hakkında sinyal verdiği tespit edilmiştir<sup>20</sup>.

Eldeki kuş teorisinin mantığına karşı ciddi bir saldırı, temettü geri yatırım planlarının varlığından kaynaklanmaktadır. Çünkü bu planlar hissedarların nakit tahsil etmeksizin gelir vergisine muhatap olmalarını sağlamaktadır. Bu da parayı ortaya bırakmayla eşdeğerdir. Başka bir ifade ile eldeki kuş argümanı, hisse senedi fiyatının beklenen nakit akışlarının fırsat maliyeti üzerinden iskonto edilmesine eşdeğer olduğunu vurguladığına göre, neden ekonomik olarak rasyonel olan bireyler hem parayı şirket içinde bırakıp, hem de gereksiz bir vergi yükümlülüğü altına giriyor olsunlar ?<sup>21</sup>

Gordon’un (1959) yanında Walter (1956) ve Solomon (1963) da hisse fiyatları ve temettü ödemeleri arasındaki pozitif ilişki için teorik modeller geliştirmişlerdir. Onların benzer modellerinin altında yatan temel mantık uzun dönemde hisse fiyatlarının, beklenen temettülerin bugünkü değerine eşit olduğudur<sup>22</sup>.

## 2.2. Modigliani Miller Modeli

Temettü politikasına ışık tutan çalışma MM’nin 1961 yılındaki çalışmasıdır. Bu çalışmadan önceki genel kanı, bir firmanın ne kadar çok temettü öderse o kadar çok

<sup>18</sup> Joseph HARMON, Tom GRIFFIN, “Dividend Relevance Theory”, s. 2.

<sup>19</sup> Gordon özel bir yazışmasında, teori için hiçbir zaman “eldeki kuş” teorisi adını kullanmadığını, ama bunun iyi bir özetleme olabileceğini belirtmiştir. M. George FRANKFURTER, Bob G. WOOD, **a.g.e.**, s. 72.

<sup>20</sup> Özgür ARSLAN, “Firma Yöneticilerinin Temettü Dağıtımlarına Dair Algıları”, **H.Ü. İİBF Dergisi**, Cilt 26 Sayı 1, 2008, s. 87, (çevrimiçi) [http://uvt.ulakbim.gov.tr/uvt/index.php?cwid=9&vtadi=TPRJ%2CTTAR%2CTIP%2CTMUH%2CTSOS&ano=86003\\_3aca9b3ef51694d1affdf5593ce07357](http://uvt.ulakbim.gov.tr/uvt/index.php?cwid=9&vtadi=TPRJ%2CTTAR%2CTIP%2CTMUH%2CTSOS&ano=86003_3aca9b3ef51694d1affdf5593ce07357) (18.12.2009).

<sup>21</sup> M. George FRANKFURTER, Bob G. WOOD, **a.g.e.**, s. 74.

<sup>22</sup> **a.e.**, s. 72.

değerli olacağı yönündeydi. Bu görüşün altında yatan ise firma değerinin, ödeyeceği temettülerin bugüne indirgenmiş değerlerinin toplamı olarak algılanmasıydı<sup>23</sup>.

MM (1961) Lintner ve Gordon'un temettü politikası bakışının eksik olduğunu belirttikten sonra, temettü politikasını analiz etmek için güçlü bir çatı geliştirmiştir. Böylelikle firmaların yatırım politikalarını belirlerken gerçekten neleri dikkate aldıkları gösterilmiştir. MM modeli kendisinden sonra gelen temettü ve temettü ödemesi çalışmalarının da başlangıcı olmuştur. MM teorik çalışmasında, yönetimin temettü politikasını belirlerken dikkate alması gereken beş olası kusuru şu şekilde sıralamaktadır<sup>24</sup>;

**i. Vergiler:** Eğer temettüler sermaye kazançlarından daha yüksek bir vergi yüküne tabilerse, yatırımcılar dinamik ticaret stratejisini kullanmak yerine temettüleri minimize ederek optimal davranırlar.

**ii. Asimetrik bilgi:** Eğer yöneticiler firmanın gerçek değeri hakkında diğerlerinden daha fazla bilgiye sahiplerse, (bir maliyet gerektirse bile) temettüleri piyasaya bilgi taşımak için kullanabilirler.

**iii. Eksik sözleşmeler:** Sözleşmeler eksik ya da tam olarak uygulanabilir değillerse, bazı durumlarda özkaynak sahipleri yöneticileri disipline etmek için temettüleri kullanabilirler.

**iv. Kurumsal kısıtlar:** Yasal zorunluluklardan dolayı çeşitli kurumların sıfır ya da düşük temettü ödeyen hisse senetlerine yatırım yapmaları yasaklanmış ise firma yönetimleri, bireysel yatırımcılara vergi yükü getirirse bile temettü ödemeyi optimal bulabilir.

**v. İşlem maliyetleri:** Temettü ödemeleri sermayedarlara olan işlem maliyetlerini minimize ediyorsa, temettü ödemek optimal olabilir.

Bütün MM önermelerinde kullanılan ortak varsayımlar ise şu şekildedir;

---

<sup>23</sup> Franklin ALLEN, Roni MICHAELY, **a.g.e.**, ss. 3 – 5.

<sup>24</sup> **A.e.**, s. 5.

i. Her firma bir risk grubuna dahildir<sup>25 26</sup>. MM'ye göre aynı risk grubunda yer alan ve gelir bekleyişleri aynı olan işletmeler homojendir. İşletme değerini belirleyen faktörler de varlık riski ve kardır. Homojen malların tam sermaye piyasası koşulları altında, fiyatları eşit ya da toplam sermaye maliyeti oranları aynıdır. Farklı sermaye yapıları nedeniyle fiyat farklılaşmaları ortaya çıkarsa, tam rekabet piyasasındaki arbitraj süreci fiyatları yeniden dengeye getirecektir. Arbitrajcılar rasyonel davranan yatırımcılardır ve işletmelerin kaldıraç politikalarına kendi kişisel kaldıraç politikaları ile karşılık verirler<sup>27</sup>.

ii. Vergi oranları tüm vergi ödeyenler ve kaynaklar için aynıdır. Başka bir deyişle vergi sistemi ayırt edici değildir<sup>28</sup>. Firmanın sermaye yapısında yer alan borç / özsermaye oranı üzerindeki vergilerin önemine, MM'nin 1958'deki çalışmasında yer verilmiştir. Borcu özsermayenin yerine ikame etmek, hükümete ödenecek vergilerin azaltılmasını sağlayarak bir artık yaratmaktadır. Daha sonra firmalar bu artığı, daha yüksek getiri olarak yatırımcılara aktarmaktadırlar. Miller (1977) borç / özsermaye oranını arttırarak daha yüksek vergi sonrası gelir üretilebileceğini, bu ek gelirin hissedarlara ya da bono sahiplerine daha yüksek temettü olarak dönebileceğini, ancak firmanın değerinin artmak zorunda olmadığını göstermiştir. Bu tartışmanın odak noktası, borcun özsermayenin yerine ikame edilebilmesidir. Faiz ödemeleri üzerindeki vergilerin özsermaye üzerindekiinden daha fazla olması, firmanın borçlanma avantajını azaltır ya da yok eder<sup>29</sup>. Miller ve Upton (1976) firmaların kiralamak ve satın almak seçenekleri karşısında (farklı vergi oranları hariç) farksız kaldıklarını göstermiştir<sup>30</sup>.

<sup>25</sup> R. E. BAILEY, "Corporate Finance: The Modigliani-Miller Theorems", ss. 6 – 8.

<sup>26</sup> Ancak Stiglitz bu varsayımın gerekli olmadığını göstermiştir. Bkz. Joseph E. Stiglitz, "A Re-Examination of the Modigliani-Miller Theorem", **Review of Economics and Statistics**, S. 59, 1969, ss. 784 – 793, (çevrimiçi) <http://cowles.econ.yale.edu/P/cp/p03a/p0314.pdf> (27.02.2009).

<sup>27</sup> Han E. KIM, "A Mean – Variance Theory of Optimal Capital Structure and Corporate Debt Capacity", **Journal of Finance**, Mart 1978, Vol: 33, No. 1, ss. 45 – 63, (çevrimiçi) <http://www.jstor.org/> (06.04.2010).

<sup>28</sup> R. E. BAILEY, **a.g.e.**

<sup>29</sup> Anne P. VILLAMIL, "The Modigliani-Miller Theorems", t.y., s. 1, (çevrimiçi) [http://www.econ.uiuc.edu/~avillami/PalgraveRev\\_ModiglianiMiller\\_Villamil.pdf](http://www.econ.uiuc.edu/~avillami/PalgraveRev_ModiglianiMiller_Villamil.pdf), (09.02.2009).

<sup>30</sup> Metron H. MILLER, Charles W. UPTON, "Leasing, Buying and the Cost of Capital Services", Vol. 31, S. 3, ss. 761 – 785, Haziran 1976, **The Journal of Finance**, (çevrimiçi) <http://www.jstor.org/stable/2326424> (07.04.2009).

- iii. Mükemmel sermaye piyasaları söz konusudur. Bu da sıfır işlem maliyeti ve varlık ticaretinde hiçbir kurumsal kısıtlamanın olmaması anlamına gelmektedir<sup>31</sup>.
- iv. Yatırımcılar firmalar ile aynı şartlarda borç alıp vermektedir<sup>32</sup>.
- v. *Her firmanın mali politikası, onun kazanç kalıpları hakkında yeni bir bilgi taşımamaktadır. Başka bir deyişle firmalar yatırımcılara sinyal göndermemektedir*<sup>33</sup>
- vi. İflas yoktur<sup>34</sup>.
- vii. Firmaların gelecekteki yatırımları ve karları konusunda bir belirsizlik yoktur<sup>35</sup>.

**MM makalelerinde (1958, 1961 ve 1963) dört adet önerme yapmıştır. Bunlar;**

1. Firmanın piyasa değeri, onun temettü politikasından bağımsızdır.
2. Bazı durumlarda bir firmanın borç/özsermaye oranı, onun piyasa fiyatını etkilemez.
3. Firma kaldırıcının onun ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti üzerinde bir etkisi bulunmamaktadır.
4. Özsermaye sahipleri, firmanın finansal politikaları konusunda kayıtsızdır.

**MM Önerme 1: Firmanın piyasa değeri onun temettü politikasından bağımsızdır.**

*MM'ye göre (1961) firmanın yatırım politikasının veri olduğu bir durumda temettü ödemeleri, ne firma hisselerinin cari değerini ne de hissedarların elde ettiği toplam getirileri etkiler*<sup>36</sup>. Başka bir deyişle mükemmel piyasalarda, ne sermaye yapısı tercihleri ne de temettü politikası kararları önemlidir.

---

<sup>31</sup> R. E. BAILEY, a.g.e.

<sup>32</sup> A.e.

<sup>33</sup> A.e.

<sup>34</sup> A.e.

<sup>35</sup> Öztin AKGÜÇ, *Finansal Yönetim*, ss. 857 - 859.

<sup>36</sup> Merton MILLER, Franco MODIGLIANI, "Dividend Policy, Growth, and the Valuation of Shares", s. 414, *The Journal of Business*, V. 34, N. 4, Ekim 1961, (çevrimiçi) <http://www.jstor.org/stable/2351143> (07.04.2009).

Bu tartışmanın temel öncülü firma değerinin, optimal yatırımların seçilmesiyle belirlendiği şeklindedir. Net temettü, kazançlar ve yatırımlar arasındaki farktır ve temel olarak bir artıktır<sup>37</sup>.

Bu önermelerin arkasındaki tartışmayı canlandırabilmek için vergisiz bir ortamda, mükemmel ve tam sermaye piyasalarının var olduğunu kabul edelim<sup>38</sup>;

t tarihinde firmanın değeri olan,

$V_t$  = Ödemelerin bugünkü değeridir. Ödemeler temettüleri ve geri satın almaları içermektedir. Gösterme kolaylığı açısından t ve t+1 adlı 2 periyotumuz olsun. t tarihinde bir firmanın elinde,

$E_t$ 'lik bir kazanç bulunmaktadır ve bu kazanç önceden kazanılmış olan, halihazırdaki bir kazançtır.

Bir firma şunlar üzerinde karar vermek zorundadır,

$I_t$  = Yatırımın seviyesi

$D_t$  = Temettülerin seviyesi

$\Delta S_t$  = Arz edilecek hisse senedi miktarı (Ya da  $\Delta S_t$  negatif ise geri satın almalar)

t +1'deki kazanç seviyesi,

$I_t$  yatırım seviyesi ve  $\Theta_{t+1}$  rassal değişken seviyesine bağlı olarak  $E_{t+1}(I_t, \Theta_{t+1})$  şeklinde ifade edilebilir.

t +1 son tarih olduğu için de tüm kazançlar t+1'de ödenecektir. Veri olan tam piyasalarda,

---

<sup>37</sup> Franklin ALLEN, Roni MICHAELY, **a.g.e.**, ss. 12 - 17.

<sup>38</sup> Açıklamalarda kullanılan notasyonlar Franklin ALLEN, Roni MICHAELY, **a.g.e.**'den alınmıştır.



$p_t(\Theta_{t+1}) = \Theta_{t+1}$  durumunda, tüketimin t zamanı fiyatı ise,

$$V_t = D_t - \Delta S_t + \int p_t(\Theta_{t+1}) E_{t+1}(I_t, \Theta_{t+1}) d\Theta_{t+1} \quad (1)$$

Olacaktır. Fonların kullanım ve kaynakları cari zaman olan t'de şunu göstermektedir:

$$E_t + \Delta S_t = I_t + D_t \quad (2)$$

$D_t - \Delta S_t$  olan cari ödemeleri yerine koyarsak,

$$V_t = E_t - I_t + \int p_t(\Theta_{t+1}) E_{t+1}(I_t, \Theta_{t+1}) d\Theta_{t+1} \quad (3)$$

3. eşitlikten MM'nin ilk öngörüsünü anlayabiliriz. Şöyle ki  $E_t$  veri olduğunda, firmanın değerinin tek belirleyicisi cari dönem yatırımı olan  $I_t$  olacaktır.

Bu analiz ikiden daha fazla döneme yaygın olarak da genişletilebilir;

$$V_t = E_t - I_t + V_{t+1} \quad (4)$$

Burada

$$V_{t+1} = E_{t+1}(I_t, \Theta_{t+1}) - I_{t+1} + V_{t+2} \quad (5)$$

Olacaktır ve bu durum ard arda devam edebilir.

Bu eşitlikten sonra firmanın değerini belirlemede önemli olanın sadece yatırımların sırası olduğu sonucu çıkartılabilir  $I_t, I_{t+1}, \dots$ . Başka bir deyişle firmanın değeri, uygun yatırım politikasının seçilmesi ile maksimize edilebilir.

Firma değerini maksimize etmek için seçilen yatırımlar veri olduğunda, t zamanındaki firmanın ödemesi olan  $D_t - \Delta S_t$ , kazançlar ve yatırımlar arasındaki fark olan  $E_t - I_t$ 'ye eşit olmak zorundadır.

Buna rağmen temettülerin seviyesi olan  $D_t$  herhangi bir değeri alacaktır, çünkü hisse arzının seviyesi olan  $\Delta S_t$  her zaman bunu dengelemek için kullanılacaktır. Bu durum temettü politikasının firma değerini etkilemeyeceği anlamına gelir. Bu sadece bir yatırım meselesidir. Yukarıda belirtilen analiz %100 özkaynak finansmanının kullanıldığını kabul eder. Bu durum borç finansmanının dahil edildiği bir durum olarak da ifade edilebilirdi.

MM (1961) erevesinde, firmanın değeri sadece onun yatırım fırsatlarına bağlıdır. Temettüler ise sadece artıktır. Firmalar ek fonları uygun maliyetle kendilerine çekebilirler ve tüketim şokları ile yüz yüze olan yatırımcılar, kendi hisselerinden bazılarını satarak “ev yapımı” temettüler elde edebilmektedirler<sup>39</sup>.

Eğer yatırımcılar istedikleri temettü ödeme oranını sağlayabilmek için menkul kıymetleri alıp satabiliyorlarsa, yatırımcıların hisse senetlerini elde tutmak için bekledikleri gerekli getiri, yeni hisse arzlarından ve brüt temettü ödemelerinden etkilenmez. Çünkü temettü politikası, beklenen gelecek nakit akışlarının iskonto oranını etkilememektedir. Firmanın piyasa değeri temettü politikasındaki değişikliklerden bağımsızdır. Dolayısı ile şirketler, sistematik temettü politikası izlemek konusunda bir teşvike sahip değillerdir. Sadece temettü politikasındaki bir değişiklik, yatırımcıların sahip olmadığı bir bilgiyi taşıyor ise temettü politikası önem arz edecektir<sup>40</sup>.

*MM analizinin en önemli öngörüsü, temettü politikasının firma değerini etkileyebileceğinin gösterildiği durumlardır. Bu durum “geleneksel olarak tartışılan” temettülerin sermaye kazançlarından daha güvenilir olmasından dolayı değil, aşağıdaki varsayımlardan birisinin sağlanamamasından kaynaklanmaktadır;*

<sup>39</sup> Ev yapımı temettü: Hissedarların sahip oldukları şirket paylarını satarak elde ettikleri kazanç. Bkz. <http://www.investopedia.com/terms/h/homemadedividends.asp> (25.02.2009).

<sup>40</sup> M. George FRANKFURTER, Bob G. WOOD, a.g.e., ss. 73 - 74.

*a) Piyasa sorunları*

*i. Vergilenme durumu:* Vergisiz durumda bir firmanın temettü ödemesi ya da hisse senedi satın almasının, şirketin değeri üzerinde bir etkisi yoktur ve önemli olan  $D_t - \Delta S_t$ 'dir. Varsayalım ki temettüler, hisse geri satın almalarından kaynaklanan sermaye kazançlarından daha yüksek bir oranda vergilendirilmektedir. Artık temettü ödemek yerine hisseleri geri satın alarak fazla fonları kullanmak daha optimaldir<sup>41</sup>.

*ii. Bilginin asimetrikliği:* Modelde firmalar dahil tüm katılımcılar, tamamen birbirlerinin aynı olan bilgi seviyelerine sahiptirler. Oysaki bu durum uygulamada nadirdir ve dahası içerdekiler firmanın değeri hakkında piyasanın algılamasını isteyerek bile değiştirebilirler<sup>42</sup>. Dolayısıyla temettü politikasının bir işaret aracı olarak kullanılabilmesi mümkündür<sup>43</sup>.

*iii. Sözleşme imkanlarının eksikliği:* Örneğin yöneticiler ve hissedarlar arasında temsilci problemi bulunmamaktadır. Bu durumda yöneticileri motive etmek, zorlayıcı sözleşmelerin kullanımı aracılığı ile mümkün olabilmektedir. Tam sözleşme imkanları olmadan da temettü politikaları, yöneticilerin hissedarların çıkarları doğrultusunda hareket etmelerini sağlayabilmektedir. Örneğin temettü ödeme oranının yüksekliği, yönetimin şirket kaynaklarını daha disiplinli kullanmaları konusunda zorlayabilir ve sonuç olarak da şirket değerini arttırabilir<sup>44</sup>.

*iv. İşlem maliyetleri:* Bu durum karşımıza çok farklı formlarda çıkabilmektedir. Eğer ihraç maliyetleri önemliyse, daha sonra sermaye piyasalarına yapılan her ziyaret firma değerini azaltacaktır. Bu ise değişen temettü politikalarının firma değerini etkileyebileceği anlamına gelmektedir<sup>45</sup>.

*v. Piyasaların eksikliği:* Ticaret imkanlarının kısıtlı olmasının yanında, gelecek ve bugünkü tüketim arasında farklı marjinal ikame oranları bulunan iki grubun var

---

<sup>41</sup> Franklin ALLEN, Roni MICHAELY, **a.g.e.**, s. 15.

<sup>42</sup> **A.e.**

<sup>43</sup> R. E. BAILEY, **a.g.e.**, ss. 12 – 13.

<sup>44</sup> Franklin ALLEN, Roni MICHAELY, **a.g.e.**, s. 16.

<sup>45</sup> **A.e.**

olduğunu kabul edelim. Temettü politikasını ayarlamak için bir firma, bu gruplardan birisine çağrıda bulunarak kendi değerini arttırabilir<sup>46</sup>.

b) Bir firmanın piyasa değeri ve onun temettü dağıtımındaki gözlemlenen değişiklikler, her ikisini de etkileyen genel esas sebeplerden birisinin sonucu da olabilir. Örneğin bir firmanın karlılığındaki beklenmeyen bir artış, onun hem piyasa değerinde hem de temettülerinde bir artışa yol açabilir<sup>47</sup>.

c) Temettü politikaları firmanın piyasa değerini etkileyen düşüncelerden farklı bir şekilde de belirlenebilir<sup>48</sup>.

**MM Önerme 2: Bazı durumlarda bir firmanın borç / özsermaye oranı onun piyasa fiyatını etkilemez.**

Bir yatırımcının U ve L firmalarından birisini satın almayı düşündüğünü varsayalım. Kaldıraç kullanan L firmasını satın almak yerine yatırımcı, kaldıraç kullanmayan U firmasının hisselerini satın alarak, L firmasının yaptığı gibi B miktarlı borcu ödünç olarak alabilir. Bu durumda yatırımların her biri aynı getiriye sağlayacaktır. Çünkü L'nin fiyatı U'nun fiyatı eksi borçlanılan B'nin değerine eşit olacaktır.

$$V_U = V_L \quad (\text{Vergisiz})$$

Burada zımnen şu varsayım kabul edilmektedir: Yatırımcının borçlanma maliyeti firmanınki ile aynıdır. Ancak asimetric bilginin varlığı ve etkin piyasaların eksikliği durumunda bu durum gerçek olmayacaktır.

Firmaların borçlanabilmesi avantaj anlamına gelmektedir, çünkü şirketler faiz ödemelerini indirebilmektedir. Bu yüzden borçlanma vergi ödemelerini azaltır, ancak temettü ödemeleri indirilebilir değildir.

---

<sup>46</sup> A.e.

<sup>47</sup> R. E. BAILEY, a.g.e.

<sup>48</sup> A.e.

$V_U$ : Kaldıraç kullanmayan (borçsuz) firmanın değeri (sadece özsermayeden müteşekkil bir firmayı satın alma fiyatı)

$V_L$ : Kaldıraç kullanan (borçlu) firmanın değeri (borç ve özsermayeden oluşan bir firmayı satın alma fiyatı)

$T_cD$ : Vergi oranı ( $T_c$ ) x Borcun değeri ( $D$ )

$V_L = V_U + T_cD$  (Vergili)

MM 1958 yılındaki “Sermaye Maliyeti, Şirket Finansmanı ve Yatırım Teorisi” başlıklı makalesinde, herhangi bir firmanın piyasa değerinin onun sermaye yapısından bağımsız olduğunu ve kendi sınıfına ait olan beklenen getiri oranının sermayeleştirilmesi ile belirleneceğini ifade etmiştir<sup>49</sup>.

Bir firmanın piyasa değeri ve sermaye maliyeti, onun sermaye yapısından tamamen bağımsızdır. Bir firmanın piyasa değeri, gelecekte sağlayacağı para akışının, söz konusu firmanın girdiği risk kategorisine uygun olarak saptanmış iskonto oranı ile indirgenmesine eşittir<sup>50</sup>.

Bu önermeyi ispat etmek için kullanılan metot arbitrajdır. MM arbitrajı icat etmemekle birlikte, modern finansın kuruluşunda kullanmıştır. Yatırımcılar yatırım fırsatlarını sömürerek fazla değerlenmiş hisselerin fiyatlarını düşürürken, aksi durumda olanların fiyatlarının artmasını sağlayıp, firmaların piyasa değerleri arasındaki farklılıklar elimine edecektir<sup>51</sup>. Miller’e göre arbitraj hiçbir zaman mali araçlar ve kurumlar tarafından kısıtlanmamalıdır. Onun düşüncesine göre, gerçek

---

<sup>49</sup> Franco MODIGLIANI, Merton H. MILLER, “The Cost of Capital, Corporation Finance and The Theory of Investment”, **The American Economic Review** Vol. 48, S. 3, s. 268, Haziran 1958, (çevrimiçi) <http://links.jstor.org/sici?sici=00028282%28195806%2948%3A3%3C261%3ATCOCCF-%3E2.0.CO%3B2-3>, (10.04.2009).

<sup>50</sup> Öztin AKGÜÇ, **Finansal Yönetim**, ss. 497 – 498.

<sup>51</sup> Franco MODIGLIANI, Merton H. MILLER, “The Cost of Capital, Corporation Finance and The Theory of Investment”, s. 269.

dünyadaki arbitraj fırsatları finansal yeniliklerden dolayı önünde sonunda bitecektir<sup>52</sup>.

MM'ye göre vergi unsurunun bulunmadığı etkin sermaye piyasalarında, firmanın piyasa değeri firmanın sermaye yapısından bağımsızdır. Dolayısıyla MM, firmalarda optimal sermaye yapısına ulaşamayacağını savunmaktadır (Ryen ve diğ.,1997). Ancak sermaye piyasalarının, MM'nin çalışmalarını dayandırdıkları etkin piyasalardan oldukça farklı bir yapı sergilemekte olmasından dolayı, çeşitli eleştiriler ortaya atılmıştır. MM (1963) önceki çalışmalarında öne sürdükleri önerilerini kurumlar vergisi faktörünü göz önüne alarak yeniden formüle etmiş, borcun faizinin vergiden muaf olması ve kar payının bu muafiyeti sağlamaması gerekçesine dayanarak, firmaların en yüksek piyasa değerine sermaye yapılarını %100 borç ile oluşturdukları zaman ulaşacaklarını savunmuştur. 1966 yılındaki çalışmalarında da bu düzeltilmiş önerilerini ampirik olarak test etmişlerdir (Durukan, 1997)<sup>53</sup>.

Jensen ve Meckling göstermiştir ki kaldıraç arttıkça hissedarlar, bazı projelerin negatif NBD'ye sahip olmasına rağmen, yüksek ödeme yapması muhtemel riskli projelere bono sahiplerinin avantajları ile girmek konusunda isteklidirler<sup>54</sup>. Bono sahipleri ve hissedarlar arasındaki zıtlık, borcu daha maliyetli hale getirmektedir. Çünkü firmalar kaldıraçın bir sonucu olarak etkinliği sağlamadan çalışmakta ya da bono sahiplerini ikna etmek için gerçek kaynaklarını harcamak durumunda kalmaktadırlar<sup>55</sup>.

Kurumlar vergisi uygulamasında firma için borcun maliyeti, vergiler sonrası maliyettir. Çünkü borçtan dolayı ödenen faiz, şirket seviyesinde vergiden indirilebilir. Bundan bir noktada uzaklaşmaktadır, o da şirket borçlarına sağlanan vergi sübvansiyonlarıdır. Ancak sübvansiyonları maksimize etmek için aşırı bir borçlanmaya gidilecektir. Gerçek hayatta kaldıraç ampirik olarak çok yüksek

---

<sup>52</sup> Rene M. STULZ, “Merton Miller”, s. 3, Nisan 2006, (çevrimiçi) [http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=902350](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=902350) (05.02.2009).

<sup>53</sup> Dilek DEMİRHAN, a.g.e., ss. 678 – 679.

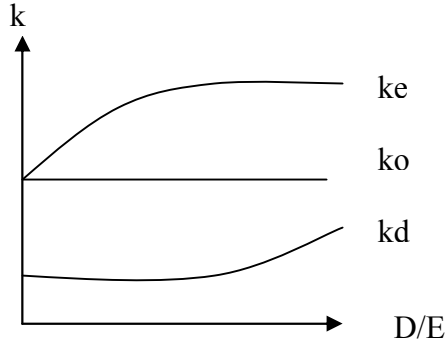
<sup>54</sup> Michael C. JENSEN, William H. MECKLING, “Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure”, s. 47, 1976, (çevrimiçi) [http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=94043](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=94043) (26.02.2009).

<sup>55</sup> Rene M. STULZ, a.g.e., s. 5.

değildir. Kaldı ki borçlanma oranının kısıtlı olduğunu gösterebilmek için kullanılan araç iflas maliyetlerdir. İflas maliyetleri ve vergi sübvansiyonlarının olduğu bir durumda her bir firma, optimal borçlanma / vergi sübvansiyonuna sahip olacaktır<sup>56</sup>.

**MM önerme 3: Firma kaldıraçının firmanın ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti (WACC) üzerinde bir etkisi yoktur.**

Şekil 4: WACC



$k_e$ : Sermayenin gerekli getiri oranı ya da sermayenin maliyeti

$k_o$ : Bütün sermaye şirketleri için sermaye maliyeti

$k_d$ : Borçlanmanın gerekli getiri oranı ya da borçlanma maliyeti

D/E: Borç / sermaye oranı

Kaldıraç (D/E) arttıkça WACC ( $k_o$ ) sabit kalmaktadır.

$$k_e = k_o + D/E(k_o - k_d) \text{ (Vergisiz)} \quad (1)$$

(1) Daha yüksek borçlanma / sermaye oranı daha yüksek sermaye kazancını gerektirmektedir. Çünkü borçlu bir şirkette sermayedarlar, daha yüksek bir riske sahiptirler. Bu formül WACC'dan elde edilmiştir.

$$k_e = k_o + D/E(k_o - k_d)(1 - T_c) \text{ (Vergili)} \quad (2)$$

$T_c$ : Vergi oranı

(2) Sermaye yapısına vergiler ilave edilirse, ucuz borç ile sermaye seviyesi yer değiştirdiğinde WACC azalır.

<sup>56</sup> A.e., s. 4.

MM çalışmalarında kaldıraçın sadece maliyetli olduğunu, çünkü şirketin borç için ödeyeceği faiz oranını arttıracak olduğunu belirtmiştir. Mükemmel piyasaların olduğu bir dünyada, kaldıraç arttığında borçlardan kaynaklanan kupon ödemeleri artar, fakat bu aynı zamanda bono sahiplerinin daha fazla risk taşıması anlamına geldiği için, ek riskin tazmin edilmesi de gerekir. Dahası Miller'e göre, borçlanma riskindeki artışın sosyal bir maliyeti yoktur, çünkü firmanın toplam riski kaldıraçtaki değişiklikten etkilenmeyecektir<sup>57</sup>.

Bir firmanın borçlanması nedeniyle finansman riskinin arttığı bir durumda öz sermaye maliyeti de artar. Firmanın ortakları artan finansman riskini karşılayacak ölçüde daha yüksek bir kar payı beklemeye başlarlar. Daha açık bir ifade ile, ucuz yabancı kaynak bulmanın ortalama sermaye maliyeti üzerine olabilecek olumlu etkisi, öz sermaye maliyetini arttırarak ortadan kalkmaktadır<sup>58</sup>.

Aşırı borçlanma durumunda borç verenlerin karlılık taleplerinin de artması, pozitif kaldıraç katkısını küçültmekte ve öz sermaye maliyetlerindeki artışı dengeleyememektedir<sup>59</sup>.

#### **MM Önerme 4: Sermayedarlar firmanın finansal politikaları hakkında kayıtsızdır.**

MM'ye göre pay senetlerinin değeri, firmanın kar dağıtım politikasından bağımsızdır ve pay senedinin değerini belirleyen en önemli değişken, firmanın net kar tutarı veya pay başına elde edilen gelir tutarıdır. Karın dağıtılması veya şirketin bünyesinde alıkonulması, pay senedinin değerini etkilememektedir. Yatırımcılar da kar payı veya değer artışı seçimi arasında kayıtsızdırlar<sup>60</sup>.

MM'ye göre, kar payı dağıtımını azalan firmaların pay senetlerinin fiyatının düşüşü ve yüksek oranda kar dağıtan firmaların pay senetlerinin piyasa fiyatlarının artışı, birikim sahiplerinin kar payı almayı yeğlediklerini kanıtlamaz. Firmanın kar

---

<sup>57</sup> Merton MILLER, "Leverage", *The Journal of Finance*, V. 46, N. 2, Haziran 1991, ss. 479 – 488 (çevrimiçi) <http://www.jstor.org/stable/2328832>, (07.04.2009).

<sup>58</sup> Öztin AKGÜÇ, *Finansal Yönetim*, ss. 497 – 498.

<sup>59</sup> Niyazi BERK, *a.g.e.*, s. 330.

<sup>60</sup> Öztin AKGÜÇ, *Finansal Yönetim*, ss. 857 – 859.



payı dağıtımındaki değişiklikler, gelecekte firmanın sağlayacağı gelirlerdeki değişiklik konusunda iyi bir gösterge olduğu için, pay senetlerinin fiyatını etkilemektedir<sup>61</sup>.

Miller (1991) teoremini basit bir örnekle şu şekilde açıklamaktadır: Firmayı süt dolu dev bir küvet olarak düşünün. Çiftçi tüm sütü, süt olarak satabilir. Ya da onu kaymağından ayırır ve tüm sütün getirebileceğinden oldukça yüksek bir fiyattan satabilir. MM önermesinde (ayırma için bir maliyetin ve elbette hükümetin süt destekleme programının olmadığı varsayımları altında), kaymak + yağsız sütün tüm sütün getirdiği fiyatın aynısını getireceğini belirtmektedir. Bu tartışmanın özü, güvenilir nakit akışlarının borç verenlere transferinin, toplam firmanın değerinde bir değişiklik yaratmadan firma özsermayesinin değerini azalttığı, başka bir söylemle artan borç (kaymak) oranının, özsermayenin (yağsız sütün) değerinin azalmasını sağlamadığı şeklindedir<sup>62</sup>.

Oysaki firma yöneticilerinin, sahiplerinin veya diğer menfaat sahiplerinin hareketlerinin, şirketin piyasa fiyatını etkileyeceği konusunda herkes hemfikirdir. Yatırım projelerinin seçimi firmanın karlılığını, o da hisse senedinin piyasa fiyatını etkilemektedir. Benzer bir şekilde çalışanlar, mal tedarik edenler ve müşteriler ile yapılan anlaşmalar da şirketin piyasa fiyatını etkilemektedir<sup>63</sup>.

MM modeli “eldeki kuş teorisyenleri tarafından” şiddetli bir şekilde eleştirilmiş olmasına rağmen, Walter-Solomon-Gordon modellerinin sadece özel bir durumunu yansıtıyordu. İki fırsat oranı birbirine eşit olduğunda MM ilgisizlik önermesi, önceki modellerin temettü ödeme farksızlığı ile aynı olacaktır. Sadece mükemmel olmayan sermaye piyasaları durumunda, aynı riskli varlıklar için farklı fırsat oranları olabilecektir<sup>64</sup>.

---

<sup>61</sup> A.e., s. 781.

<sup>62</sup> Anne P. VILLAMIL, a.g.e.

<sup>63</sup> R. E. BAILEY, a.g.e., s. 1.

<sup>64</sup> M. George FRANKFURTER, Bob G. WOOD, a.g.e., s. 74.

### **MM'ye karşı olan görüşlerin dayandığı kanıtlar şöyle özetlenebilir<sup>65</sup>;**

i. Bir firmanın iflas etme olasılığının yüksekliği ve iflasın gerektireceği giderler ve değer kayıpları, birikim sahipleri arasında yabancı kaynak oranı yüksek olan firmalara yatırım yapmanın çekiciliğini azaltmaktadır. Firmanın iflası halinde firmanın varlıklarının gerçek değerlerinin çok altında paraya çevrilmesi olasılığı, iflasın önemli bir maliyetini oluşturur. Ancak bir firmanın iflas etme olasılığı, yabancı kaynak / öz sermaye oranının doğrusal bir fonksiyonu değildir. Bu olasılık ancak yabancı kaynak / öz sermaye oranı kritik olarak nitelendirilebilecek bir eşiği aştıktan sonra artmaktadır. İflas sonucu uğranılacak olan olası kayıplardaki artış bekleyişi, firmanın değeri ve sermaye maliyeti üzerinde olumsuz etki yapar.

ii. Sermaye piyasalarının etkin olmayışı, kredi maliyetinin bireyler için büyük firmalara oranla daha yüksek olmasına yol açar.

iii. Sermaye piyasasında arbitrajı geri bıraktıran ve sınırlayan kurumsal etmenler bulunmaktadır.

iv. Sermaye piyasasında hisse senetlerini satın alma ve satma gibi işlemlerin bir maliyetinin oluşu da arbitrajı sınırlamaktadır.

### **2.3. Sinyalizasyon Teorisindeki Öncül Modeller**

Temettü politikalarını konu alan sinyalizasyon modelleri Bhattacharya (1979, 80), Talmor (1981), Hakansson (1982), John ve Williams (1985), Miller ve Rock (1985), Bar – Yosef ve Huffman (1986), Makhija ve Thompson (1986), Ambarish vd. (1987), Ofer ve Thakor (1987), Kumar (1988), Kale ve Noe (1990) ve Rodriguez (1992) tarafından yapılmıştır. Bu teorisyenlerin çoğu, şirket temettü politikası aracılığı ile verilen sinyalin, aynı sonuca ulaştıracak başka yöntemler ile karşılaştırıldığında daha düşük maliyetli olduğunu kabul etmişlerdir. Daha düşük maliyetli alternatiflerin söz konusu olması durumunda basiretli şirket yöneticileri, içsel bilgi hakkında sinyal vermek için bu alternatifleri tercih edeceklerdir (Ambarish

---

<sup>65</sup> Öztin AKGÜÇ, **Finansal Yönetim**, ss. 498 - 499.

vd., 1987; Ofer ve Thakor, 1987). Başka bir deyişle, işaret olarak temettülerin kullanımı, alternatif sinyalizasyon yöntemlerinin mükemmel ikameler olmadığını da ima etmektedir (Asquith ve Mullins, 1986)<sup>66</sup>.

İlk geliştirilen modellerden en çok bilinenleri Bhattacharya (1979), MR (1985) ve JW (1985) modelleridir<sup>67</sup>. Bu modeller varsayım ve yaklaşımlarındaki detaylardan dolayı farklılıklar sergilese bile, aynı genel sonuca erişirler: Firmalar yatırımcılara bilgi taşıyan diye temettü öderler<sup>68</sup>. Bhattacharya, MR ve JW modellerinde daha iyi firmalar, sinyal verme konusunda daha düşük marjinal maliyete sahiptirler<sup>69</sup>.

Aşağıda sinyalizasyon literatüründe kendilerine sıklıkla atıfta bulunulan modeller hakkında kısaca bilgi verilmektedir.

### 2.3.1. Bhattacharya Modeli

Bhattacharya (1979) tarafından geliştirilen ve temelini Ross'dan (1979) alan temettü sinyalizasyon modelinde, bütün sermaye firmaları için daha yüksek temettü ödemesi yapılmasının, firma değerini arttıracığı sonucu çıkmaktadır. Temettülerdeki beklenmeyen artışlar, yöneticilerin gelecek nakit akışları hakkındaki eşsiz bilgilerini taşıyan olumlu işaretlerdir. Temettü ödemelerinden kaynaklanan maliyetlerden dolayı, olumlu bilgisi olmayan firmalar bu durumu taklit edemeyecektir. Spence'den (1974) farklı olarak firma, stratejiden cari dönemde yarar sağlamasına karşın, işaretlemenin maliyetleri ile gelecekte karşılaşacaktır. Sinyale eşlik eden hisse senedi değerindeki artış, temettü gelirinden kaynaklanan hissedarların vergi yükümlülüğünü dengelemektedir. Bu çerçevede hisseleri çok az sayıdaki kişinin elinde bulunan şirketler, dış hissedarlara kendi değerlerini ifade etmek için daha yüksek temettü

---

<sup>66</sup> M. George FRANKFURTER, Bob G. WOOD, *a.g.e.*, s. 93.

<sup>67</sup> Franklin ALLEN, Roni MICHAELY, *a.g.e.*, s. 52.

<sup>68</sup> Rajiv SANT, Arnold R. COWAN, "Do Dividends Signal Earnings? The Case Of Omitted Dividends", *Journal of Banking and Finance*, 1994, s. 2, <http://www.bus.iastate.edu/arnie/OmittedDividendsPaper.pdf> (31.12.2009).

<sup>69</sup> Aloisio ARAUJO, Humberto MOREIRA, Marcos TSUCHIDA, "Do dividends signal more earnings?", Nisan 2006, s. 1, (çevrimiçi) <http://w3.impa.br/~aloisio/pdf/153.pdf> (07.01.2010).

ödemesi yapma konusunda isteklidirler. Karı en az olan şirketler sıfır temettü öderlerse, temettü ve kazançlar arasındaki ilişki lineer olacaktır<sup>70</sup>.

Bhattacharya'ya (1979, 1980) göre bir şirketin gelecek nakit akışı, bugünden yatırımları yapılan projelerin niteliği tarafından belirlenir. Bu projeler yüksek kalitede olduğunda yüksek seviyede temettü sağlayacaklardır. Bu yüzden yöneticiler, sürdürülebilir ve tercihen de yüksek seviyedeki temettüleri açıklayarak, yatırımcılara projelerin niteliği ile ilgili kendi iyimserliklerinin sinyalini verebilirler<sup>71</sup>. Böylelikle de piyasa katılımcılarının şirketin değerini belirlemelerine yardımcı olunmaktadır<sup>72</sup>.

Bhattacharya (1979) müdürlerin hissedarların çıkarları doğrultusunda hareket ettiklerini kabul ederek iki zamanlı (0 (sıfır) ve 1 (bir)) bir model kurmuştur.

0 zamanında müdürler, bir proje için yatırım yaparlar ve bu yatırımın beklenen karlılığını bilirlerken, yatırımcılar bu bilgiye sahip değillerdir. Ayrıca 0. zamanda müdürler bir temettü politikasını da taahhüt etmektedirler. 1. zamanda proje 0. zamanında taahhüt edilen temettüleri ödemek için kullanılacak bir gelir üretir. Bu modelin önemli bir varsayımı, firmanın geliri ödenecek temettüleri kapsamakta yetersiz ise, firmanın dış kaynak finansmanına ve işlem maliyetine katlanmak zorunda kalmasının söz konusu olmasıdır<sup>73</sup>.

0. zamanda 1. zamandaki büyük temettüleri taahhüt eden müdürler, firmanın projesinin iyi olduğu konusunda işaret verebilirler. Firmanın elindeki proje gerçekten de iyi ise dış kaynaklara müracaat etmeden temettüleri karşılayacak ve buna eşlik eden işlem maliyetlerine firma katlanmayacaktır. Kötü bir projesi olan firma ise böyle bir şey yapmayacaktır, çünkü dış finansmana başvuracak ve daha yüksek işlem maliyetlerini taşımak zorunda kalacaktır. Temettüler yeteri kadar yüksekse, bu ekstra maliyetler 1 zamanındaki fiyattan elde edilecek kazancın sağlayacağı avantajdan daha fazla olacaktır. Modeldeki önemli ödünleşme büyük temettü taahhüt etmekten

---

<sup>70</sup> M. George FRANKFURTER, Bob G. WOOD, **a.g.e.**, s. 94.

<sup>71</sup> Jeffrey C. HOBBS, "Dividend Signaling and Sustainability", 15 Eylül, 2006, s. 2, (çevrimiçi) <http://scholar.lib.vt.edu/theses/available/etd-11072006-102402/unrestricted/Dissertation.pdf> (25.01.2010).

<sup>72</sup> Rajiv SANT, Arnold R. COWAN, **a.g.e.**

<sup>73</sup> Franklin ALLEN, Roni MICHAELY, **a.g.e.**, s. 52.

kaynaklanan işlem maliyetleri ile 1. zamanda ödenen fiyat arasındadır. Bu sonuca temettüler vergilendirildiğinde de ulaşılabacaktır. Temettüler ödendikten hemen sonra, firma yeni bir grup hissedara satılır ve bunlar 2. zamanındaki bir projeden kaynaklanan ödemeyi alırlar. İki dönemdeki ödemeler de birbirlerinden bağımsız ve özdeş olarak dağılmıştır. 1. zamanda yeni hissedarların ödemek için hazırlandıkları fiyat, projenin karlılığı ile ilgili inançlara bağlıdır<sup>74</sup>.

Bhattacharya'nın modeli önemli bir adımdı ve firmaların vergilenmiş olsalar bile temettü ödedikleri gözlemleri ile tutarlıydı. Ancak Bhattacharya'nın modeli, firmaların kendi bekleyişlerini açıklamak için neden temettü üzerinden işaret verdiklerini açıklayamamaktadır. Şöyle ki, firmaların temettüler yerine geri satın almalar aracılığı ile işaret vermesi de mümkün gözükmektedir. Bhattacharya'nın modeli çoğu temettü işaretleme modelinde olduğu gibi, temettü ve geri satın almaları birbirinin mükemmel ikamesi olarak kabul etmiştir. "İyi" firmanın kendi değeri hakkında hisse senedi geri satın almaları ya da temettü ödeyerek mesaj vermesi arasında bir fark yoktur, çünkü sonuç aynı olacaktır: Ödeme bir firma için maliyetli olan dış finansmana ihtiyaç duyma ihtimalini arttıracaktır<sup>75</sup>.

Bhattacharya'nın modeli temettü işaretleme literatürünün sağlamlıklarını ve zayıflıklarını da açığa çıkartmaktadır. Onun modelinin esas katkısı, temettü artışlarına ve geri satın alma anonslarına karşı piyasanın vermiş olduğu pozitif piyasa tepkisinin açıklanmasıdır. Bu açıklama temettülerin firmanın gelecek öngörülerini hakkında bize bazı şeyler anlatabileceği tezine dayanmaktadır. Bu model içsel olarak tutarlıdır ve yatırımcılar ile yöneticilerin rasyonel bir şekilde hareket ettiklerini kabul eder<sup>76</sup>.

Ancak benzer çoğu model gibi onun varsayımları da eleştirilere maruz kalmıştır. Örneğin yönetim neden gelecek dönem hisse senedi fiyatına önem vermektedir ? Özellikle gerçek değeri gelecek dönemde ortaya çıkacak iken, neden sadece firmanın değerini şimdi arttıracak olan gereksiz para harcanmasında bu kadar istekli ve dar

---

<sup>74</sup> A.e., ss. 52 - 53.

<sup>75</sup> A.e., s. 53.

<sup>76</sup> A.e., s. 54.

ufuklu olunmaktadır ? Bu modelden ayrıca neden temettülerin düz olduğu da net olarak anlaşılamamaktadır. Son olarak firmalar işaret vermek için neden temettüleri (ya da geri satın almaları) kullanmaktadır sorusu da cevapsız kalmaktadır<sup>77</sup>.

### 2.3.2. Miller ve Rock Modeli

MR (1985) firmanın yatırım kararı bir kez verildiğinde beklenmeyen temettülerin, kazançlarda ve nakit akışlarındaki değişiklikler hakkında sinyal verdiğini ifade etmektedir<sup>78</sup>.

MR (1985) net temettü konseptini (beklenmeyen net temettü, ödenen toplam temettülerden dış finansmanın çıkartılmasıyla bulunmaktadır) modellemiştir. Model temettüleri ve dış finansmanı aynı paranın farklı yüzleri olarak bir araya getirmektedir. Cari kazançların sinyali Bhattacharya (1979) ve JW'den (1985) farklılaşmaktadır. Modeldeki sinyalin maliyeti optimal olmayan yatırım politikasıdır. Kazançlar, temettüler ve finansman anonsları çok yakından birbirleriyle ilgilidirler ve temettüler ile kazanç anonsları modelin varsayımlarına göre mükemmel ikamelerdir. Temettülerdeki beklenmeyen artışlar, hissedarların varlıklarında bir artışa yol açmaktadır<sup>79</sup>.

MR (1985) sinyalin güvenilirliği üzerine odaklanarak, Bhattacharya ile aynı gerekçeyi takip etmiştir. Yazarlar bekleyişlerinin iyi olup olmadığı ile ilgisiz olarak, hemen hemen tüm firmaların hissedarlarına göreli olarak küçük temettüler ödeyebileceğini tartışmışlardır. Bunun yanında bir temettünün iyi haberlerin güvenilir bir işareti olabilmesi için, sadece iyi bekleyişleri olan firmaların yapabilecekleri kadar büyük olması gerektiğini de belirtmişlerdir<sup>80</sup>.

MR (1985) sinyalizasyon modeli diğerleri gibi firmaların benzer yatırım fırsatlarına sahip olduklarını varsayar. Bu modellerde daha yüksek cari kazançları olan firmalar daha yüksek temettüler ödeyerek, daha yüksek kalitede olduklarının

---

<sup>77</sup> A.e.

<sup>78</sup> Rajiv SANT, Arnold R. COWAN, a.g.e., s. 2.

<sup>79</sup> M. George FRANKFURTER, Bob G. WOOD, a.g.e., s. 95.

<sup>80</sup> Jeffrey C. HOBBS, a.g.e.

işaretlerini vermektedirler. Firmaların farklı yatırım fırsatlarının olması durumunda ve bu yatırım fırsatlarının herkes tarafından bilinmemesi durumunda, farklı kalitedeki firmaları ayırt etmek için temettü politikalarını kullanmak zor olacaktır. Daha düşük değerli yatırım fırsatları olan ve dolayısı ile gelecek kazançları da az olacak olan bir firma, daha yüksek temettü ödemeyi iyi yatırım fırsatları olan başka bir firmaya göre daha çok tercih edecektir. İşaretin maliyeti düşük getirili projeleri olan firma için, daha düşük olacaktır. Böylece temettüler artık, firma kalitesi için mükemmel bir göstere olmayacaktır<sup>81</sup>.

MR da iki zamanlı bir model kurmuştur. Modelinde 0. zamanında firmalar bir projeye yatırım yapmakta, ancak projenin karlılığı yatırımcılar tarafından gözlemlenememektedir. 1. zamanda proje kazanç üretmekte ve firma bu kazançları temettü ödeme ve yeni yatırımlarını finanse etmekte kullanmaktadır. Yatırımcılar kazançlarının veya yatırımlarının yeni seviyesini gözlemleyememektedir. MR modelindeki önemli bir varsayım, bazı hissedarların 1. zamanda ellerinde bulundurdukları hisse senetlerini satmak istemeleridir. Bu durum müdürlerin yatırım ve ödeme kararlarını etkilemektedir. 2. zamanda firmanın yatırımları tekrar kazanç üretmektedir. Modelin önemli bir varsayımı da firmanın kazançlarının zamanla ilişkilendirilmiş olmasıdır. Bu kurgu bir firmanın, 1. dönemde çok yüksek kazanç sağlayacağı ve hissedarların yüksek fiyattan paylarını satabilecekleri konularında hissedarları ikna etmek için bir gerekçe oluşturur. Kazançlar ve yatırımlar gözlenemez olduğu için kötü bir firma, yatırımlarını azaltarak ve onun yerine yüksek temettüler ödeyerek iyi firma numarası yapabilir. İyi firmalar öyle bir temettü oranı ödemelidirler ki, kötü firmalar ancak yatırımlarını azaltarak bu seviyeye ulaşabilsinler ve dolayısı ile bu seviye onlara çekici gelsin<sup>82</sup>.

Firmalar daha fazla temettü ödemek ve yüksek kazançlar hakkında işaret verebilmek için yatırımlarını kısmak durumundadır. Bhattacharya (1979) modelinin aksine MR modelinde, firmaların belli bir temettü seviyesini taahhüt etmek gibi

---

<sup>81</sup> Bogdan STACESCU, "Payout and Investment Decisions under Managerial Discretion", 27.02.2007, s. 5, (çevrimiçi) [http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=966011](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=966011) (19.10.2008).

<sup>82</sup> Franklin ALLEN, Roni MICHAELY, a.g.e., ss. 54-55.

açıklanması zor varsayımları bulunmamaktadır. Ancak vergilerin işin içine girmesi durumunda, temettülerin en iyi işaret verme şekli olmaya devam edip edemeyeceği konusu açık değildir<sup>83</sup>.

Bhattacharya (1979) modelinde sinyalizasyonun meydana gelmesine olanak sağlayan istenmeyen maliyet, dış finansmana başvurulmasından kaynaklanan işlem maliyetidir. MR modelinde ise istenmeyen maliyet yatırım kararının bozulmasından kaynaklanmaktadır<sup>84</sup>. Başka bir deyişle, MR (1985) temettülerin gerçekten de sinyal verme rolünün olduğunu, bunların da firmanın yatırım kararları üzerinde bozucu maliyetlerinin bulunduğunu belirtmektedir<sup>85</sup>.

### 2.3.3. John ve Williams Modeli

JW'nin (1985) geliştirdiği çok dengeli sinyalizasyon modeli, eşsiz bilgiye sahip firmaların temettü politikalarını değiştirdikten sonra çeşitli marjinal faydalar elde edeceklerini varsayar. JW'nin modeli sadece temettülerin vergilendirilebileceği ayrık bir çerçeve içinde geliştirilmiştir. Temettülerdeki bir artış hisse senedi fiyatlarını arttırmaktadır (Bhattacharya'daki (1979) hedeften farklı, ancak hissedarların değer maksimizasyonu amacıyla uyumlu bir şekilde)<sup>86</sup>.

JW'nin başlangıç noktası, bir firmadaki hissedarların kendi hisselerinden bazılarını satarak likidite ihtiyaçlarını karşılayabilecekleri varsayımdır. Firmanın müdürleri hissedarların çıkarları doğrultusunda hareket etmektedirler. Oysaki dışarıdaki yatırımcılar için bu husus geçerli değildir<sup>87</sup>.

Bir firma eksik değerlendirilmiş ise, likidite ihtiyaçlarını karşılamak zorunda olan hissedarlar, hisselerini gerçek değerlerinin altındaki bir fiyattan satacaklardır. Ancak bir firmanın vergilenmiş olarak temettü ödediğini varsayalım. Dış yatırımcılar bunu iyi bir işaret olarak alıyorsa, hisse senedi fiyatı artacaktır. Dolayısıyla hissedarların

---

<sup>83</sup> A.e., s. 55.

<sup>84</sup> A.e.

<sup>85</sup> Rajshree Deeptee PURMESSUR, Roshan BOODHOO, a.g.e., s. 5.

<sup>86</sup> M. George FRANKFURTER, Bob G. WOOD, a.g.e., s. 95.

<sup>87</sup> Franklin ALLEN, Roni MICHAELY, a.g.e., s. 55.



likidite ihtiyaçlarını karşılamak için daha az hisse senedi satmaları gerekeceği için firmadaki ortaklık paylarının yüksek olması durumu devam edecektir<sup>88</sup>.

Başka bir deyişle JW (1985) modelinde bir firma, ancak yatırımcılar kendi likidite ihtiyaçlarını karşılamak durumunda kaldıkları zaman geçici olarak değer kaybeder. Yatırımcılar firma az değerli iken kendi varlıklarını satarsa, eski hissedarlardan yeni hissedarlara doğru bir refah transferi söz konusu olacaktır. Aksi halde firma temettü ödeyerek mevcut hissedarlarına zarar yazacaktır<sup>89</sup>.

Neden kötü firmalar iyi firmaları taklit etmeyi kayda değer bulmazlar ? Temettüler ödendiğinde bu durum hissedarlar için maliyetli olacaktır, çünkü onlar üzerinden vergi ödemek zorunda kalacaklardır. Ancak bu durumun 2 yararı bulunmaktadır. Öncelikle hissedarlar satmış oldukları hisseler için daha yüksek bir fiyat elde edeceklerdir. İkinci ve daha da önemlisi bu hissedarlar, firmadaki daha yüksek olan nispi paylarını korumayı sürdürecektir. Firma gerçekten eksik değerlenmiş ise daha yüksek nispi pay hissedarlar için daha değerli olacaktır. Eğer müdürlerin bilgisi yetersiz ise ve firma da çok değerlenmiş ise bunun aksi geçerlidir<sup>90</sup>.

JW (1985) modeli firmanın temettü dağıtma yerine hisseleri geri satın alması durumunda, daha düşük bir maliyetle aynı işareti verebileceği konusundaki eleştirileri de karşılamaktadır. Çünkü MR ve Bhattacharya modelleri temettülerin ve geri satın almaların birbirinin tam ikamesi olduğunu ima ederken JW modeli, temettüler ve geri satın almaların birbiriyle tam olarak ikame olmadıkları çıkarımını yapmıştır. Başka bir deyişle, bir firmanın daha yüksek değerli olma amacını gerçekleştirebilmesinde bir \$'lık temettü, 1 \$'lık sermaye kazancını ikame edemeyecektir<sup>91</sup>.

---

<sup>88</sup> A.e., s. 56.

<sup>89</sup> Hashem VALIPOR, Vahab ROSTAMI, Mahdi SALEHI, "Asymmetric Information and Dividend Policy in Emerging Markets: Empirical Evidences from Iran", **Journal of Economics and Finance**, Vol. 1, No: 1, Şubat 2009, s. 204, (çevrimiçi) <http://ccsenet.org/journal/index.php/ijef/article/viewFile/224/211> (18.01.2010).

<sup>90</sup> Franklin ALLEN, Roni MICHAELY, a.g.e., s. 56.

<sup>91</sup> A.e., s. 55.

JW teorisinin zayıflıkları nelerdir ? Varsayımlarına baktığımızda hissedarların nakit ihtiyaçlarını kendi hisselerini satarak karşılamak zorunda oldukları, bir veri olarak karşımıza çıkmaktadır. Firma ya da hissedarlar kendi kendilerine borcun kullanımını inkar etmektedir. Firmanın neden borçlanmadığı ve kazançlarını kendi hisselerini geri satın almak için kullandığı konuları sorgulanabilir. Hisseleri geri alarak ve böylece firma tarafından tutulan nispi payı arttırarak, firmanın değeri hakkında maliyetsiz olarak işaret vermek mümkündür<sup>92</sup>.

Ross (1977) borçlanmanın güvenilir bir işaret olarak hizmet ettiğini göstermiştir. Bazı sebeplerden dolayı kurumsal borçlanma mümkün olmasa bile, hisse senetlerini satmak yerine bireysel yatırımcılar kendi hesaplarına borçlanabilirler. Ancak JW'nin ampirik sonuçlarının temettü düzgünlüğünü desteklemesi belirgin değildir. Modeli uzun bir zamana yaymak için en iyi yol, tam olarak net değildir. Bir firmanın öngörülere değişmeyecek ise öngörülere hakkında birkez işaret vermesi yeterlidir ve daha fazla temettü ödemesi gerekli değildir. Ödemeler hisse senedi geri satınalmaları vasıtasıyla da yapılabilir. Bir firmanın görüşleri istikrarlı bir şekilde değişiyor ise ve bu daha mantıklı gözüküyor ve temettülerde buna işaret ediyorsa, temettülerin de istikrarlı bir şekilde değişmesini bekleriz. Modelin bu tahmini şirketlerin temettülerinin düzgün olması ve çoğu zamanda da hiç değişmeden kalması gözlemi ile uyumakta sıkıntı yaşamaktadır. Benzer eleştirileri diğer işaretleme modelleri için yapmak da mümkündür<sup>93</sup>.

Ambarish, John ve Williams (1987) yüksek değerli firmaların yatırım ve temettülerini birlikte belirleyerek, düşük değerli firmalardan kendilerinin ayırt edilmesini sağladıklarını belirtmiştir. Diğer bir deyişle, klasik finans teorisinin vurguladığı gibi temettüler, bakiye ödemeler değildir<sup>94</sup>.

---

<sup>92</sup> A.e., ss. 56 - 57.

<sup>93</sup> A.e., s. 57.

<sup>94</sup> Rajiv SANT, Arnold R. COWAN, a.g.e., s. 2.

### 3. TEMETTÜ POLİTİKALARI

Şirketlerin temettü ödeyip ödememeleri veya ne kadar ödemeleri gerektiğine dair aldıkları kararlar, temettü politikası olarak adlandırılmaktadır<sup>1</sup>.

Hollanda'daki ve İngiltere'deki anonim şirket hissedarlarına yapılan ilk ödemelerde, sermaye ve karın dağıtılması, aynı zamanda anonim şirketlerin kendi varlığını da ortadan kaldırıyordu. Daha sonraki uygulamalarda yapılan ödemeler, girişimin net karı ile sınırlandırıldı. Böylece işletmelerin yatırım sermayesini etkin, sözleşme ilişkilerini daha iyi ve yönetim bilgisini daha üretici kullanmalarına izin veren sonsuz bir hayatları oldu. Görünüştteki tartışmalı ekonomik doğasına rağmen temettü ödemeleri, kabul edilebilir ya da hatta gerekli bir şirket uygulaması olarak (300 yıldan fazladır) var olmayı sürdürmektedir<sup>2</sup>.

Bu bölümde “temettü politikalarını açıklamaya çalışan teoriler”, “temettüler aracılığıyla yatırımcılara mesaj verilmesi”, “şirketlerin temettü politikalarını etkileyen hususlar” ve “temettü ödemelerine piyasaların tepkileri” başlıkları ele alınacaktır.

#### 3.1. Temettü Politikalarını Açıklamaya Çalışan Teoriler

Temettü politikalarını açıklamaya çalışan dört belirgin teori bulunmaktadır; Temettü Sinyalizasyon Teorisi, Serbest Nakit Akış Teorisi, Müşteri Grubu Teorisi ve Yaşam Süresi Teorisi. Temettü ödemelerinde Müşteri Grubu Teorisinin geçerliliği hakkında çok az delil olmakla birlikte, ampirik yarış daha çok Sinyalizasyon ve Serbest Nakit Akış Teorileri arasında yaşanmaktadır<sup>3 4</sup>.

---

<sup>1</sup> Özgür ARSLAN, **a.g.e.**, s. 86.

<sup>2</sup> M. George FRANKFURTER, Bob G. WOOD, **a.g.e.**, s. 11.

<sup>3</sup> Kathleen FULLER, Anjan THAKOR, “Signaling, Free Cash Flow, and “Nonmonotonic” Dividends”, s. 1, 14.06.2002, (çevrimiçi) [http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=343980](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=343980) (12.07.2009).

<sup>4</sup> Bu teorilerin yanında “eldeki kuş” ve “aktarma” (Catering Theory) teorileri de bulunmaktadır. Aktarma teorisinde yöneticiler, sermaye sahiplerinin temettü dağıtılması konusundaki isteklerini de dikkate alarak temettü politikalarını belirlemektedirler.

Çalışmamızın esas konusunu oluşturan sinyalizasyon teorisi ve ilgili literatürü ile temettü politikalarını açıklamaya çalışan diğer ana teorilere aşağıda değinilmektedir.

### 3.1.1. Sinyalizasyon Teorisi

Sinyalizasyon literatüründe iyi firmaların kendilerini kötü firmalardan ayırt etmek için temettü ya da geri satın alma işlemlerini kullandıkları konu edilmiştir<sup>5</sup>.

Temettü artışları yatırımcılara gelecek hakkında iyi mesajlar verirken, azalışları yatırımcılara kötü mesajlar vermekte, hiçbir değişiklik olmaması durumunda da gelecekte önemli bir değişiklik olmasının beklenmediği anlamı çıkartılmaktadır<sup>6</sup>.

Sinyalizasyon teorisinde, temettü ödemeye başlama ve ödemeyi kesme önemli olarak kabul edilir. Bir firma temettü ödemeye başlarsa, yatırımcıların sonraki performansı net olarak ölçmelerini sağlayacak bir gösterge de ortaya koymuş olur<sup>7</sup>.

Sinyalizasyon teorisinin en güçlü tahmini, beklenmeyen cari temettü değişiklikleri ile yöneticilerin gelecek kazançlar hakkında sahip olduğu bilgileri arasındaki monoton ilişkidir. Bu tahmin statik bir model çerçevesinde genelleştirilmiştir. Şöyle ki, piyasadaki firmaların “a priori” olarak birbiri ile benzer oldukları gözlemlenmekle birlikte, bu firmaların yöneticileri tarafından oldukça iyi bilinen farklı gelecek getiri seviyeleri bulunmaktadır. Ancak bu çalışmayı yaparken, yöneticinin özel olarak ne bildiği ile tüm piyasanın ne bildiğinin ayırt edilebilmesinin yanında, piyasa ile aynı olan gözlemlenebilen firmalar setinin ne olduğuna da karar veriliyor olması gerekmektedir<sup>8</sup>.

---

<sup>5</sup> Jacob ODED, “Payout Policy, Financial Flexibility, and Agency Costs of Free Cash Flow”, 13 Mart 2008, s. 5, (çevrimiçi) [http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=1096146](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1096146) (30.01.2009).

<sup>6</sup> Kenneth KHANG, Tao-Hsien Dolly KING, “Is Dividend Policy related to Information Asymmetry? Evidence from Insider Trading Gains”, Kasım 2002, ss. 1-2. [http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=342621&rec=1&srcabs=440380](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=342621&rec=1&srcabs=440380) (29.01.09).

<sup>7</sup> Hashem VALIPOR, Vahab ROSTAMI, Mahdi SALEHI, **a.g.e.**, s. 203.

<sup>8</sup> Kathleen FULLER, Anjan THAKOR, **a.g.e.**, s. 2.

Yöneticiler firmalarının hisse senetlerinin cari piyasa değerinin, olması gereken / içsel değerinden düşük olduğuna inanıyorlarsa, sahip oldukları özel bilgileri yatırımcılara gönderme / sinyal verme konusunda bir teşviğe de sahip olurlar<sup>9</sup>.

Sinyalizasyon teorisi, konusu gereği şirketlerin temettü dağıtım politikaları ile ilgili olduğu için, aşağıda öncelikle genel olarak temettü dağıtım literatürü ele alınacak, daha sonra genel olarak sinyalizasyon literatürü ve son olarak da Türkiye için yapılan sinyalizasyon çalışmaları literatürü konu edilecektir.

### 3.1.1.1. Temettü Dağıtım Literatürü

Temettü politikasının belirleyicileri hakkındaki öncül çalışma Lintner'in 1956 yılında yaptığı çalışmadır. Lintner'in temettü politikası belirleyicisi olarak tespit ettiği 15 değişken içinde firma ölçüsü, fabrika ve ekipman masrafları, dış kaynak bulma isteği, hisse senedi temettü kullanımı, kazanç istikrarı ve kontrol grubunun sahipliği bulunmaktaydı<sup>10</sup>. Bu çalışmadan sonra, şirket temettü politikaları üzerine çok sayıda çalışma yapılmıştır;

Brittain (1964, 1966) ile Fama ve Babiak (1968) Lintner'in modelini yeniden formülize etmiş, özellikle Lintner modelindeki sabit terimi yok edip, daha çok gecikmeli kazancı modele dahil etmişlerdir. Fama (1974) aynı çalışmayı daha fazla örnekle yapmış ve bir kere daha temettü politikasının istikrarı hakkında aynı sonuca ulaşmıştır<sup>11</sup>.

Dewenter ve Warther (1998) Lintner modelini Amerikan ve Japon şirketlerine uygulamıştır. 1982 – 1993 döneminde Amerikalı yöneticilerin, Fama ve Babiak'ın çalışmasında (1946 – 1964) belirtilenden daha düz bir temettü politikası uyguladıklarını bulmuştur. Dahası Japon firmalar Amerikalı firmalara göre, temettüyü daha da azaltıp görece olarak daha az istikrarlı bir temettü politikası

<sup>9</sup> M. Kabir HASSAN, Joseph FARHAT, Bashir Al-ZU'BI, "Dividend Signaling Hypothesis and Short-term Asset Concentration of Islamic Interest-Free Banking", **Islamic Economic Studies**, Vol. 11, No: 1, Eylül 2003, (çevrimiçi) <http://www.docstoc.com/docs/19628247/Vol-11-1Kabir-HassanDividend-Signalling-Hypothesis> (28.01.2010).

<sup>10</sup> Cahit ADAOĞLU, "Instability in the Dividend Policy of the İstanbul Stock Exchange (ISE) Corporation: Evidence from an Emerging Market", s. 5.

<sup>11</sup> **A.e.**, s. 6.

izlemişlerdir. Daha önce Kato ve Loewenstein (1995) Japon firmalarının istikrarlı temettü politikaları izlediklerini bulmuştu. Chateau (1979) ve Shevlin (1982) Lintner modelini Kanada şirketlerine ve Avusturalya şirketlerine uygulamıştır. Benzer şekilde McDonald, Jacquillat ve Nussenbaum (1975) Fransız piyasasını çalışmıştır. Leithner ve Zimmermann (1993) Batı Almanya, İngiltere, Fransa ve İsviçre'deki firmalardaki temettü istikrarını test etmiştir. Lasfer (1996) İngilteredeki ticaret ve sanayi şirketlerinden sağladığı panel datada Lintner modelini kullanmıştır. Tüm bu yapılan çalışmalar gelişmiş sermaye piyasaları olan ülkelerde yapılmıştır. Genel sonuç, şirketlerin istikrarlı temettü politikaları izledikleri yönündedir<sup>12</sup>.

Gelişmekte olan ülkeler üzerine odaklanan Glen vd. (1995), gelişmiş ve gelişmekte olan ülkeler arasındaki önemli farklılıkları tespit etmiştir. Çalışmada, gelişmekte olan ülkelerdeki temettü ödeme oranlarının, OECD ülkelerindeki 2/3'ü kadar olduğu gösterilmiştir. Dahası gelişmekte olan piyasalarda bulunan şirketlerin hedefledikleri temettü ödeme oranlarının olduğu, ancak istikrarlı temettü politikaları izlemedikleri gösterilmiştir<sup>13</sup>.

Benartzi, Michaely ve Thaler (1997) Lintner'in modelinin şirketin temettü politikası davranışını açıklayan en iyi model olduğunu ve temettü politikasının sadece gelirlerdeki sürekli bir değişiklik durumunda değiştiğini belirtmiştir. Dahası gelecek kazançlar hakkında kötü beklentiler varsa ve düzelme konusunda da hiçbir ümit yok ise yöneticiler temettüleri azaltma eğilimindedirler. DeAngelo ve DeAngelo (1990) mali zorlukların olması durumunda bile, şirketlerin imajlarını değiştirmemek için temettüleri kesmek yerine azaltmayı tercih ettiklerini ortaya koymuştur. Baker vd. (1985) ile Pruitt ve Gitman (1991) araştırma metodunu kullanarak, yöneticilerin temettü politikalarında temettü istikrarına ne kadar çok önem verdiklerini göstermiştir<sup>14</sup>.

Baryosef – Huffman (1986) açıklanan temettülerin büyüklüğünün, beklenen nakit akışının artan bir fonksiyonu olduğunu göstermiştir. Ofer-Thakor (1987)

---

<sup>12</sup> A.e.

<sup>13</sup> A.e., s. 7.

<sup>14</sup> A.e., ss. 5 - 7.

firmanın genel olarak düşük değerli olduğunda hisse senedini geri satın alacağını, küçük fiyat yanlışlıklarını düzeltmek için de temettü ödeyeceğine dair hipotezi geliştirmiştir<sup>15</sup>.

384 mali işler genel müdürü ve hazineciyi içeren bir araştırmada Lintner'in döneminin aksine, yöneticilerin kar artışlarında temettüleri artırma konusunda isteksiz oldukları ve temel karar değişkeni olarak karların belli bir yüzdesini dağıtmayı hedeflemedikleri tespit edilmiştir. Kaldı ki, geri satın almalar da şimdilerde yaygındır. Yöneticiler geri satın alma anlaşmalarını temettü dağıtma politikasından daha esnek bulmaktadırlar. Yöneticilerin esneklik konusundaki istekliliklerinin yanında, geri satın alma politikasını etkileyen başka faktörler de bulunmaktadır. Şöyle ki, bazı üst yöneticiler geri satın alma kararını verecekleri zamanı seçebileceklerini, dolayısı ile kendi hisse fiyatlarının düşük olduğuna inandıkları bir zamanda geri satın almaları hızlandırabileceklerini, ayrıca geri satın almaların hisse başına getiriye nasıl etkileyeceğinden emin olduklarını da belirlemişlerdir<sup>16</sup>.

Firmaların uyguladıkları temettü politikaları birbirlerinden oldukça farklı olabilmektedir. Örneğin Coca Cola, Wal – Mart, General Electric ve Florida Power and Light'ın yüksek oranda temettü ödemeleri ya da CISCO'nun ve Microsoft'un temettü ödemek konusundaki isteksizliklerinde olduğu gibi. Mevcut teoriler neden bazı firmalar hiç temettü ödemezlerken diğerlerinin istikrarlı bir şekilde temettü ödemeye devam ettiklerini açıklamamaktadır. Örneğin CISCO ve Microsoft yıllardan beri temettü ödemeyip likidite fazlasına sahip olurken, WAL-MART, General Electric ve Florida Power and Light yüksek oranda temettü ödemeyi sürdürmektedir<sup>17 18</sup>.

Black'in tahmini (1990) vergilenmeye devam eden temettülerin zamanla ortadan kalkacağı yönündedir<sup>19</sup>. Fama ve French'e göre firmalar, geçmişte olduğundan daha

---

<sup>15</sup> Seppo KINKKI, **a.g.e.**, s. 72.

<sup>16</sup> Alon BRAV, John R. GRAHAM, Campell R. HARVEY, Roni MICHAELY, **a.g.e.**, s. 2.

<sup>17</sup> Ralph BACHMANN, Anjan V. THAKOR, **a.g.e.**, s. 1.

<sup>18</sup> Kathleen FULLER, Anjan V. THAKOR, "Flexibility and Dividend", s. 7.

<sup>19</sup> M. George FRANKFURTER, Bob G. WOOD, **a.g.e.**, s. 189.

az temettü ödemeyi gerekli görmektedir. O kadar ki, firmaların 1978’de %66,5’i temettü öderken, 1999’da bu sayı %20,8’e kadar düşmüştür. Temettü ödeyenlerin sayıca azalmasının bir sebebi 1978 sonrası yatırım imkanlarının azalması ise, diğer bir sebebi de şirketlerin artık geçmişte olduğu kadar temettü ödemeyi gerekli görmemeleridir<sup>20</sup>. DeAngelo, DeAngelo ve Skinner trendin düşük temettü ödeyen firmaların ödedikleri temettüleri azaltmalarından kaynaklandığını, ancak daha fazla temettü ödeyen firmalar sayesinde piyasanın dengelendiğini belirtmektedirler<sup>21</sup>.

Benzer bir durum özel temettüler için de söz konusudur. 1940’larda temettü ödeyen New York Borsası (NYSE) firmalarının %61,7’si en az bir kere özel temettü öderken, 1990’ların ilk yarısında bu oran sadece %4,9 olmuştur. Sadece 1950 yılında NYSE firmalarının %45,8’i özel temettü öderken 1995’de bu oran sadece %1,4 olabilmıştır. Günümüzde bir avuç NYSE firması, sık sık özel temettü ödemeye devam etmektedir. Üstelik bu firmalar genellikle çok da bilinmeyen firmalardır<sup>22</sup>.

### 3.1.1.2. Temettü Sinyalizasyonu Literatürü

Aharony ve Swary (1980) ile Denis, Denis ve Sarin (1994) temettü artış ve azalışlarına ciddi hisse senedi fiyat reaksiyonlarının eşlik ettiğini, yatırımcıların daha yüksek temettü dağıtan firmaları daha kaliteli olarak algıladıklarını belirtmektedir<sup>23</sup>.

Kane, Lee, Marcus (1984) yatırımcıların kazançlar ve temettülerin anonslarını birbirleriyle kıyaslayıp kıyaslamadıklarını test ederek, anormal kazancın ne olduğunun diğer kazançların değerine bağlı olarak belirlendiğini tespit etmiştir.

---

<sup>20</sup> Eugene F. FAMA, Kenneth R. FRENCH, “Disappearing Dividends: Changing Firm Characteristics or Lower Propensity to Pay?”, The Center for Research in Security Prices Working Paper No. 509, Temmuz 2000, (çevrimiçi) [http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=203092](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=203092) (10.10.2008).

<sup>21</sup> Harry DeANGELO, Linda DeANGELO, Douglas J. SKINNER, “Are dividends disappearing? Dividend concentration and the consolidation of earnings”, **Journal of Financial Economics**, Temmuz 2002 (çevrimiçi) [http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=318562](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=318562), (10.12.2008).

<sup>22</sup> Harry DeANGELO, Linda DeANGELO, Douglas J. Skinner, “Special Dividends and the Evolution of Dividend Signaling”, ss. 1-2, Kasım 1999, (çevrimiçi) [http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=198448](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=198448) (03.09.2008).

<sup>23</sup> Franklin ALLEN, Roni MICHAELY, a.g.e., s. 67.



Kazançlar beklentilerinin altında ya da üstünde olduğunda yatırımcılar, beklenmeyen temettü artışlarına ya da azalışlarına daha fazla güven duymaktadırlar<sup>24</sup>.

MM firma seviyesinde optimal bir temettü politikasının olmadığını tartışırken, makroekonomik seviyede aynı durumun olduğu sonucu ortaya çıkmamaktadır. Marsh ve Metron (1987) toplam temettülerin sistematik zaman serileri davranışı gösterdiklerini bulmuştur. Toplulaştırma firmaya özgü kazançlar bilgisini ayıklayabiliyorsa ve makroekonomik trendleri ifade edebiliyorsa, toplam temettüler ve toplam kazançlar arasındaki ilişki gerçekten de firma seviyesindeki ilişkilerden daha güçlü olabilir. Marsh ve Metron firmaların hedef temettü ödeme oranını seçerlerken, endüstri ödeme oranlarını da dikkate aldıkları tahminini yapmıştır<sup>25</sup>.

Kazançlardaki gelecek değişiklikler ve temettülerdeki cari değişiklikler arasında Watts (1973), Haely ve Papelu (1988) ve Brickley (1983) küçük ve anlamsız etkileri gösterdikleri gibi, yanlış istikamette bir ilişki de bulmuşlardır<sup>26</sup>.

Ambarish, John ve Williams (1987) temettüler, yatırımlar ve geri satın almalar ile ilgili tek zamanlı bir model kurmuştur. Williams (1988) bu elementleri içeren çok zamanlı bir model geliştirip, etkin sinyalizasyon dengesinde firmaların tipik olarak temettü ödediklerini, net bugünkü değerleri maksimize etmek için ise riskli aktiflere yatırım yapmayı seçtiklerini ve hisse senedi arz ettiklerini göstermiştir<sup>27</sup>.

Constantinides ve Grundy (1989) sinyalizasyon dengesinde yatırım kararları, geri satın almalar ve finansal kararlar arasındaki ilişkiye odaklandı. Sabit yatırımlar ve sabit faizli bonoların bir işaret olarak hareket edemeyeceğini, ancak hisse senetlerine dönüştürülebilir bono arzının bunu yapabileceğini belirtmiştir. Ancak yatırımların sabit değil de optimal olarak seçilmesi durumunda, bunun daha fazla

---

<sup>24</sup> Seppo KINKKI, **a.g.e.**, s. 72.

<sup>25</sup> Christi WANN, D. Michael LONG, **a.g.e.**

<sup>26</sup> Arturo Ramirez VERDUGO, "Dividend Signaling and Unions", 4 Ekim 2006, ss. 2 - 3, (çevrimiçi) [http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=934950](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=934950) (17.01.2010).

<sup>27</sup> Franklin ALLEN, Roni MICHAELY, **a.g.e.**, s. 57.

geçerli olmayacağını ve sabit faizli bono arzının da işaret değeri taşıyabileceğini belirtmiştir<sup>28</sup>.

Bernheim (1991) temettülerin hisse senedi geri satın almalarından daha fazla vergilendirilmesi durumundaki işaretlemeyi konu eden bir model geliştirmiştir. Onun modelinde firmalar geri satın almalarından ziyade, temettü formundaki ödemelerin miktarı ile oynayarak, vergi miktarını kontrol etmektedir. İyi bir firma işaret verebilmek için optimal vergi oranını seçebilmektedir. JW modeli gibi Bernheim's modeli de temettünün düzgünlüğü hakkında iyi bir açıklama getirememektedir<sup>29</sup>.

Brooks'a (1996) göre temettü anonsları bilgi asimetrisini azaltmadan farklı konular için önemli olmakta, ancak gerçek anonslar ticaret yapanlar arasındaki asimetriyi azaltmamaktadır. Laux, Starks, Yoon'un (1998) çalışmasına göre aynı temettü anonsları, aynı endüstri içinde farklı etkilere sahip olabilmektedir<sup>30</sup>.

Jagannathan vd. (1999) daha yüksek "sürekli" operasyonel nakit akışı olan firmaların daha çok temettü dağıtma isteğinde olduklarını, buna rağmen daha yüksek "geçici ve daha oynak" nakit akışları olan firmaların hisse senedi geri satın alımlarını ödeme politikası olarak kullanmak istediklerini bulmuştur. Dahası yatırımcılar temettü artışını gelecek nakit akışları için daha iyi bir işaret olarak görmektedirler<sup>31</sup>.

Temettü ve kazançlar arasındaki ilişki sinyalizasyon modellerinde ima edildiği gibi bazen zayıf olmakla birlikte, Penman (1983) tarafından desteklenmiştir. Nisam ve Ziv (2001) temettü değişiminin, değişimi takip eden 2 yıl içindeki kazanç değişiklikleri ile pozitif olarak uyuştuğunu göstermiştir<sup>32</sup>.

Bernatzi, Michaely ve Thaler (1997) ve Grullon, Michaely, Bernatzi ve Thaler (2005) temettü değişiklikleri ve onu takip eden kazanç değişikliklerinin teori ile uyummadığını ve temettülerin gelecek kazançlardan ziyade, geçmiş ve cari kazançlar

---

<sup>28</sup> A.e.

<sup>29</sup> A.e., s. 58.

<sup>30</sup> Seppo KINKKI, a.g.e., s. 73.

<sup>31</sup> Murali JAGANNATHAN, Clifford P. STEPHENS, Michael S. WEISBACH, "Financial flexibility and the choice between dividends and stock repurchases", **Journal of Financial Economics**, 2000, s. 22, (çevrimiçi) <http://fm.whut.edu.cn/lunwen/teacher%20fang/030.pdf> (04.03.2009).

<sup>32</sup> Kathleen FULLER, Anjan V. THAKOR, "Flexibility and Dividend", s. 6.

ile ilgili olduğunu tespit etmişlerdir<sup>33</sup>. Grullon, Michaely ve Swaminathan (2002) temettü değişikliklerinin gelecek kazançlardan daha ziyade riskleri içerdiğini belirtmiştir<sup>34</sup>.

Allen, Bernardo ve Welch (2000) vergi müşterileri ile sinyalizasyon / monitoring fikirlerini birleştirmiştir. Daha yüksek temettüler bireysel yatırımcılar için daha yüksek vergi muafiyetleri anlamına gelirken, bunun kurumsal yatırımcılar için geçerli olmadığı vurgulanmıştır. Çünkü kurumsal yatırımcılar daha iyi gözlem yapabilmekte ya da iyi firmaları teşhis etmekte daha başarılı olmaktadır<sup>35</sup>. Buna karşın Grindstein ve Michaely (2001) fiiliyatta, temettü ödeme oranı ve kurumsal sahiplik arasında zayıf negatif ilişki bulmuştur<sup>36</sup>.

Allen ve Michaely'e (2002) göre, temettülerin sinyalizasyon modelleri iki ana ampirik tahmin yapmaktadır: Birincisi temettülerdeki beklenmeyen değişikliklere aynı doğrultudaki hisse fiyat değişikliklerinin eşlik etmesi, ikincisi temettü değişikliklerini aynı yöndeki kazanç değişikliklerinin takip etmesidir<sup>37</sup>.

Allen ve Michaely (2002) temettü değişiklik anonsu yapıldığında ortaya çıkan hisse senedi fiyatındaki değişikliklere temettü değişikliklerinin eşlik etmesi ve anlık fiyat reaksiyonlarının da temettünün büyüklüğüne bağlı olmasını, sinyalizasyon hipotezinin destekleyici bir kanıtı olarak ileriye sürmektedir. Ancak iki bulgu setinden dolayı ampirik veriler geleneksel sinyalizasyon modellerini pek de destekler değildir: Temettü değişiklikleri ve ardından gelen karlar, teori ile uyuşmamaktadır. Temettüler gelecek karlardan ziyade geçmiş karlar ile çok daha fazla ilgili gözükmektedirler (Benarhzi, Michaely ve Tahler (1997)). İkinci olarak büyük ve

---

<sup>33</sup> A.e.

<sup>34</sup> A.e.

<sup>35</sup> Franklin ALLEN, Antonio E. BERNARDO, Ivo WELCH, "A theory of dividends based on tax clienteles", *Journal of Finance*, V. 55, N. 6, Aralık 2000, ss. 2499 - 2536, (çevrimiçi) <http://www.jstor.org/stable/222392> (07.04.2009).

<sup>36</sup> Yaniv GRINSTEIN, Roni MICHAELY, a.g.e., ss. 1 - 9.

<sup>37</sup> Arturo Ramirez VERDUGO, a.g.e., ss. 2 - 3.

karlı firmalar, dönem karının çoğunu temettü olarak ödemekte ve sonraki yıllarda da bu eğilimlerini devam ettirmektedir (Fama, French (2001))<sup>38</sup>.

Temettü sinyalizasyon literatüründeki tartışma, temettüler ve ardından gelen kazançlar arasındaki ilişki üzerine devam etmektedir<sup>39</sup>.

### 3.1.1.3. Konusu Türkiye Olan Sinyalizasyon Literatürü

Aivazian, Booth ve Cleary (2003) gelişmiş sermaye piyasalarına sahip ülkelerde temettü ödemelerinin göreceli olarak istikrarlı bir durum gösterdiğini, ancak Türkiye'nin de dahil olduğu sekiz adet gelişmekte olan ülkede, temettü ödemelerinin nispeten daha istikrarsız bir yapıda olduğunu tespit etmiştir. Dolayısıyla yazarlar, finansal kurumların göreceli olarak daha az gelişmiş olduğu ülkelerdeki temettü ödemelerinin, sinyalleme gücünün de nispeten daha zayıf olduğu kanısındadır. Glen, Karmokolias, Miller ve Shah (1995) ise Türkiye'nin de dahil olduğu yedi adet gelişmekte olan ülke için yaptıkları çalışmada, firmaların temettü dağıtım oranından ziyade temettü dağıtım tutarına önem verdiklerini, dolayısıyla temettü dağıtımının gelişmekte olan ülkelerde daha fazla istikrarsızlık göstermekte olduğunu ortaya koymuştur. Adaoğlu'nun (2000) İMKB firmaları üzerine yapmış olduğu çalışmasında, firmaların temettü politikalarını etkileyen en önemli etmenin o yıl içerisinde elde edilen gelir olduğu, dolayısıyla temettü ödemelerinin istikrarsızlık gösterdiği ve bu durumun da İMKB firmaları için temettü ödemelerinin sinyalleme gücünü azaltmakta olduğu belirtilmiştir<sup>40</sup>.

Öte yandan Chay ve Suh (2005) Türkiye'nin de dahil olduğu 24 adet ülkede, temettü ödemeleri ile nakit akımlarının belirsizliği arasında negatif yönlü ve anlamlı bir ilişki olduğunu tespit etmiştir. Yılmaz ve Gülay (2006) ise, İMKB firmalarının nakit temettü ödemelerinin, hisse senedi piyasası üzerinde fiyat ve işlem hacmi açısından anlamlı bir etkisinin bulunduğu sonucuna varmıştır.<sup>41</sup>

---

<sup>38</sup> A.e.

<sup>39</sup> Aloisio ARAUJO, Humberto MOREIRA, Marcos TSUCHIDA, a.g.e.

<sup>40</sup> Özgür ARSLAN, a.g.e., ss. 87 – 88.

<sup>41</sup> A.e., s. 88.

İMKB’de işlem gören firma yöneticilerinin, hangi temettü teorilerine ne derecede destek vermekte olduklarını tespit edebilmek için yapılan ampirik bir çalışmada, 2003 ve 2006 yılları arasında en az bir defa temettü dağıtımını gerçekleştirmiş olan İMKB firmaları üzerinde durulmuştur. Anket yöntemi kullanılarak yapılan çalışma için 165 adet firma yöneticisinden bilgi talep edilmiş, gelen cevaplardan 67 adedi değerlendirmeye alınmıştır. Söz konusu çalışma neticesinde aşağıdaki özet tablo (**Tablo 3**) hazırlanmıştır. Tabloda yer alan her bir panelde, temettü dağıtımlarına ilişkin olarak kurumsal finansman literatüründe ortaya konan farklı temettü teorileri ele alınmıştır. Sinyalizasyon teorisi ile ilgili olması sebebiyle, sadece Panel D ile ilgili kısım açıklamasına aşağıda yer verilmektedir<sup>42</sup>.

**Tablo 1: Temettü Dağıtımlarına Yapılan Açıklamalara İlişkin Yöneticilerin Görüşleri Onaylama Seviyesi (%)**

Panel D: Sinyalleme Teorisi	Kesinlikle Katılmıyorum (-2)	Katılmıyorum (-1)	Kararsızım (0)	Katılıyorum (+1)	Kesinlikle Katılıyorum (+2)	t istatistiği
Yatırımcılar genel olarak temettü ödemelerini firmanın gelecekte beklenmelerinin bir yansıması olarak algılamaktadırlar	2,34	3,09	10,57	42,72	41,28	3,61***
Firma beklenmedik bir şekilde temettü dağıtımını azaltırsa genel olarak hisse senedi fiyatı düşme göstermektedir.	0	3,28	16,74	44,51	35,47	1,83*
Firma beklenmedik bir şekilde temettü dağıtımını azaltırsa genel olarak hisse senedi fiyatı düşme göstermektedir.	1,82	2,11	20,09	35,62	33,36	2,19**
Yatırımcılar firma hisse senetlerinin değerini biçmek için genelde temettü bildirimlerini kullanmaktadır.	1	8,08	27,05	34,38	29,49	1,69*
Firma neden temettü seviyesinde değişikliğe gitmekte olduğunu yeterli bir şekilde yatırımcılarına bildirmelidir.	0	7,84	31,74	38,89	21,53	4,55***
Temettü artışları büyüme potansiyelini yansıtabileceği gibi yatırım fırsatlarının bulunmadığını da işaret edebileceği için karmaşık bir anlam ifade etmektedir.	4,2	20,16	43,38	19,51	12,75	0,39

**NOTLAR:** \*, \*\*, \*\*\* sırasıyla %10, %5 ve %1 seviyesindeki anlamlılık düzeylerini göstermektedir.

<sup>42</sup> A.e., ss. 88 – 89.

Tabloda yer alan Panel D, firma yöneticilerinin sinyalizasyon teorisine ilişkin görüşlerine yer vermektedir. Panelde yer alan beş adet soru içerisinde yöneticiler tarafından en fazla onaylanan konu, yatırımcıların genel olarak temettü ödemelerini firmanın gelecekte beklenenlerinin bir yansıması olarak algılamakta olmalarıdır. Bu görüşe yöneticilerin yaklaşık %84'ü katılmaktadır.

Öte yandan ikinci sırada onaylanan konu ise, (istatistiksel olarak düşük düzeyde anlamlı bir sonuç olsa bile) firmanın beklenmedik bir şekilde temettü dağıtımını azaltması durumunda, genel olarak hisse senedi fiyatının düşme eğilimi göstermesidir. Nitekim bu konuya yöneticiler tarafından sağlanmış olan katılım yaklaşık %80 düzeyindedir.

Sinyalizasyon teorisi dahilinde onay hiyerarşisi içerisinde üçüncü sırada bulunan konu ise, firmanın beklenmedik bir şekilde temettü dağıtımını azaltmasının genel olarak hisse senedi fiyatını düşürdüğüdür. Bu konuya olan katılım yaklaşık %69'dur.

Yöneticilerin %64 düzeyindeki bir katılımı dördüncü sırada önem verdikleri unsur, yatırımcıların firmanın hisse senetlerinin değerini biçmek için genelde temettü bildirimlerini kullanmakta olduklarıdır. Ancak söz konusu sonuç, sadece %10 seviyesinde istatistiksel olarak anlamlılığa sahiptir.

Beşinci sırada öneme sahip olan konu ise firmanın temettü seviyesinde değişikliğe gitme sebebinin, yeterli bir şekilde yatırımcılarına bildirmesi gerektiğidir. Bu konuya yöneticiler tarafından sağlanan onay yaklaşık %60 seviyesinde olup, elde edilen sonuç aynı zamanda yöneticilerin temettüler söz konusu olduğunda yatırımcılara ne derecede şeffaf olma eğiliminde olduklarını da yansıtmaktadır. Nitekim Baker vd. (2007)'nin Kanada firmaları için yapmış olduğu çalışmada, aynı konu için elde etmiş oldukları seviye yaklaşık %89'dur.

Son olarak, temettü artışlarının büyüme potansiyelini yansıtabileceği gibi, yatırım fırsatlarının bulunmadığını da işaret edebileceğine dair yöneticilerden elde edilmiş olan cevaplar, istatistiksel olarak anlamlılığa sahip değildir.

Özetle elde edilen sonuçlar, temettülerin Türkiye firmaları için sinyalizasyon niteliğine sahip olduğunu göstermekte olup, sinyalizasyon teorisini desteklemektedir. Adaoğlu'nun (2000) İMKB firmaları için yapmış olduğu çalışmasında, temettü dağıtımlarının sinyalizasyon gücünün zayıf olduğuna dair bulgusunun, bu çalışma tarafından desteklenmediği de anlaşılmaktadır.

### 3.1.2. Serbest Nakit Akış Teorisi

Berle ve Means (1932) karlı yatırım imkanlarının fazlalığında, yöneticilerin kaynakları etkin olarak kullanamayabileceklerini ilk fark edenlerdir. Berle ve Means'in çalışmaları Jensen ve Meckling'in (1976) ajan paradigması çalışmaları için de temel oluşturmuştur<sup>43</sup>. Modern finansal ajan teorisi (Jensen ve Meckling, 1976) şirket sahipliği ile kontrolünün birbirinden ayrılmasını ve oluşacak maliyetleri minimize etmek için yapılan çalışmaların sonucunda oluşacak şirket sermaye yapısını açıklamaya çalışmaktadır. Ajan problemleri şu şekillerde ortaya çıkabilmektedir; Bilgi asimetrisi, yöneticiler tarafından yüksek riskli ve getirili projelerin kabul edilmesi, borç verenlerden hissedarlara doğru yapılan potansiyel servet transferi, pozitif net bugünkü değeri olan projeleri kabul etmeme ve şirket yöneticilerinin kaynakları fazla tüketmeleri. Temettü politikası bu ilişkileri iki yolla etkilemektedir. Hissedarlara yapılan büyük temettü ödemeleri, pozitif net bugünkü değer projelerinin reddine ve düşük maliyetli sermayenin yanlış kullanımına yol açabilir (Myers, 1977). Temettü ödemelerini minimize edecek borç sözleşmeleri, borç verenlerden hissedarlara doğru yapılacak bir servet transferini önlemek için gereklidir (John ve Kalay, 1982)<sup>44</sup>.

Serbest Nakit Akış Teorisi (Jensen, 1986) bu iddiayı, ajan teorisi ve bilgi asimetrisini bir araya getirerek güncellemiştir<sup>45</sup>. Jensen (1986) teorisinde, serbest nakit akışının NBD'si negatif olan projeler için kullanılabileceğini belirtmektedir. Lang ve Litzenberger'in (1989) fazla yatırım hipotezine göre, bir firmanın temettüyü arttırması, serbest nakit akış problemlerinin azalmasını sağlayarak, kötü yatırımları

<sup>43</sup> M. George FRANKFURTER, Bob G. WOOD, **a.g.e.**, s. 102.

<sup>44</sup> M. George FRANKFURTER, Bob G. WOOD, **a.g.e.**, ss. 100 - 101.

<sup>45</sup> Vekalet maliyetleri teorisi (agency costs theory) olarak da literatürde kullanılabilir.

engelleyecek ve firmanın değerinin artacağına dair işaret verecektir. Benzer şekilde temettüyü azaltmak, daha çok negatif NBD'si olan projelerin şirket tarafından yapılacağını göstereceği için firma değerinde bir azalmaya yol açacaktır<sup>46</sup>. Basiretli şirket yöneticileri hissedarların çıkarlarını en iyi şekilde kollayacak şekilde, tüm karlı fırsatları değerlendirerek yatırım yapacaklardır. Ancak yönetimin ve sahipliğin farklı ellerde olması, yöneticileri fazla fonları harcama ya da israf etme yönünde teşvik edecektir. Tüm pozitif net bugünkü değeri olan projelerin finanse edilmesinden sonra kalan fonlar, yöneticiler ve hissedarlar arasında bir çıkar çatışmasına yol açacaktır. Temettü ve borç faizi ödemeleri yöneticilerin kullanabileceği serbest nakit akışlarını azaltacaktır<sup>47</sup>.

Grossman ve Hart (1982) yöneticilerin iflas riskine dikkat çekmiştir. Şöyle ki, kontrol ve ün kaybına uğramamak için yöneticiler daha çok çalışmak, harcamalarında daha dikkatli olmak, daha iyi yatırım kararları almak gibi konularda daha dikkatli olmak durumundadır. Aksi davranış kendilerinin de zarar görmesi anlamına gelecektir<sup>48</sup>.

Firmanın yönetim teorisinde yatırımın temel belirleyicisi, iç finansman kaynağının varlığıdır. Yöneticilerin yatırım harcamalarını / programlarını fazla yapmaları durumunda yatırımın marjinal getirisi, hisse senedi sahibinin maksimum fayda elde etmesini sağlayacak noktanın altında gerçekleşir. Başka bir deyişle yöneticiler fazla yatırım yaparlar. Bu bağlamda iç finansman öne çıkar, çünkü dış finansman yöneticilerin kendilerine çeki düzen vermelerini gerektirir (örneğin sermaye piyasalarından borçlanabilmeleri için sermaye piyasası kurallarına uymak zorunda kalmaları gibi.)<sup>49</sup>.

Şirket varlıklarını kontrol eden içerdekiler, dış yatırımcıların çıkarlarını bozacak bir sürü amaç için bu varlıkları kullanabilir. Daha basit olarak, şirket aktiflerini

---

<sup>46</sup> David J. DENIS, Diana K. DENIS, Atulya SARIN, "The Information Content of Cash Flow Signaling, Overinvestment, and Dividend Clientele", **Journal of Financial and Quantitative Analysis**, Vol. 29, No. 4, Aralık 1994, s. 568, (çevrimiçi) <http://business.scu.edu/asarin/PublishedPapers/Dividends.pdf> (22.12.2009).

<sup>47</sup> M. George FRANKFURTER, Bob G. WOOD, **a.g.e.**, s. 102.

<sup>48</sup> Cherian SAMUEL, **a.g.e.**, s. 6.

<sup>49</sup> **A.e.**



kendilerine yönlendirebilir, doğrudan doğruya hırsızlık yapabilir, içerdekilere dağıtılan hisse senetleri ile dış yatırımcıların varlıklarını azaltabilir (sulandırabilir<sup>50</sup>), fazla ücret alabilir, aktiflerini kendine veya kontrol ettikleri şirketlere ucuz fiyatlardan verilmesini sağlayabilirler. Alternatif olarak içerdekiler, sadece kendilerine kişisel fayda sağlayacak yatırım stratejileri izlemek uğruna şirket kaynaklarını kullanabilir<sup>51</sup>.

Ajan modelleri hisse senedi geri satın almalarına göre temettü ödemelerini, zımni olarak daha düşük maliyetli olarak algılamaktadırlar. Çünkü temettüler, serbest nakit akışlarından kaynaklanan fazla yatırımı önlemeyi amaçlayan daha iyi bir araçtır<sup>52</sup>.

Grullon, Michaely ve Swaminathan (2002) yatırım fırsatlarının azalacağını tahmin eden firmaların temettülerini arttırmak istediklerini, Lee (2000) de temettülerini arttıran firmaların endüstrideki benzer firmalara göre ellerinde daha fazla nakit bulduklarını tespit etmiştir<sup>53</sup>.

DeAngelo ve DeAngelo (2006) karların alıkonulması ile oluşabilecek serbest nakit akışı kökenli temsilci maliyetleri ve temettü ödendiğinde artabilecek olan yeni arz maliyetleri<sup>54</sup> arasındaki ödünleşme üzerinde durmuştur<sup>55</sup>.

---

<sup>50</sup> Sulandırma: Varlıklarda ya da karlılıkta eş bir artma olmadan, şirketin adi hisse senedi sayısını arttırma.

<sup>51</sup> Rafael La PORTA vd., “Agency Problems and Dividend Policies Around The World”, s. 5.

<sup>52</sup> Meenakshi SINHA, Jayanthi SUNDER, Bhaskaran SWAMINATHAN, “Payout Policy and Cost of Capital”, s. 3, Nisan 2006, (Çevrimiçi) [http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=620382](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=620382) (07.08.2008).

<sup>53</sup> Kathleen FULLER, Anjan THAKOR, **a.g.e.**, s. 1.

<sup>54</sup> Arz maliyeti (issuance cost): Firmadaki nakdin marjinal değeri, hisse senedi fiyatındaki bir düşüşten sonra artar. Aksine beklenmeyen operasyonel karların artmasından dolayı hisse senedi fiyatının artması, firma içindeki nakdin marjinal değerini azaltır. Yeni menkul değerlerin arz maliyetleri yüksek olduğunda, karlı bir şirketin ayakta kalması likidite problemlerinden dolayı tehlikeye girebilir. Jean-Paul D’ecamps, Thomas Mariotti, Jean-Charles Rochet, St’ephane Villeneuve, “Free Cash-Flow, Issuance Costs and Stock Price Volatility”, Eylül 2008, ss. 2 - 4 (çevrimiçi) [http://www.enseignement.polytechnique.fr/economie/chaire-business-economics/Leverage\\_8.pdf](http://www.enseignement.polytechnique.fr/economie/chaire-business-economics/Leverage_8.pdf) (05.03.2009).

<sup>55</sup> Harry DeANGELO, Linda DeANGELO, “The irrelevance of the MM dividend irrelevance theorem”, ss. 1 – 23, Mart 2005, (çevrimiçi) [http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=680855](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=680855) (06.09.2009).

### 3.1.3. Müşteri Grubu Teorisi

MM'nin (1961) geliştirdiği vergi müşterileri teorisine göre yatırımcılar portföylerini, temettülerin marjinal vergi oranlarına bakarak oluştururlar. Temettülerdeki bir değişiklik yatırımcıların vergi pozisyonlarını değiştireceğinden, yatırımcıların portföylerini tekrar ayarlamalarını gerektirir<sup>56</sup>. Bu durum kurumsal izleme teorisi olarak da adlandırılmaktadır.

Fisher Black ve Myron Scholes, MM görüşünün mükemmel olmayan piyasalarda da geçerli olduğunu savunan görüşlerini Clientele Effect olarak tanımlamışlardır. Üst vergi grubundaki yatırımcılar, düşük kâr payı ödeyen hisseleri tercih ederlerken, alt vergi diliminde olan yatırımcılar yüksek kâr payı getirisi sağlayan hisse senetlerini tercih etmektedirler. Ancak bu durumun geçerli olabilmesi için, kâr payı dağıtım politikasının uzun süreli olarak değişmediği varsayılmaktadır. Eğer sık sık kâr payı dağıtım politikasında değişiklik yapan bir işletme söz konusu ise yatırımcılar, (piyasalar da mükemmel olmadığı için) bu duruma kayıtsız kalmayarak tercihlerini değiştirebileceklerdir (Kargun, 1999)<sup>57</sup>.

Allen, Bernardo ve Welch (2000) göstermiştir ki, yüksek temettüler kurumsal yatırımcıları çekerek temsilci sorunlarını azaltmaktadır. Allen, Bernardo ve Welch'in bu konudaki çalışmalarında, kurumsal yatırımcıların bireysel yatırımcılardan daha etkin olarak firma yönetimini izleyebildiklerini, yapılan yatırımların büyüklüğü ve tahsis edilen kaynaklar göz önüne alındığında, kurumsal yatırımcıların yatırımlar hakkında bilgi toplama, analiz etme vs. konularındaki çalışmalarının, yatırımların yapıldığı firmaların yönetimlerini disipline ettiği, düşük performans gösterildiğinde yatırım yaptıkları firmalara istedikleri değişiklikleri yaptırabildiklerini, kurumsal

---

<sup>56</sup> Nalinaksha Bhattacharyya, Amin Mawani, Cameron Morrill, "Dividend Payout and Executive Compensation: Theory and Evidence", s. 1, Mayıs 2003, (çevrimiçi) [http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=326801](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=326801) (30.08.2008).

<sup>57</sup> Mehmet PEKKAYA, "Kar payı dağıtımının şirket değeri üzerine etkisi: İMKB 30 endeks hisselerine bir analiz", **ZKÜ Sosyal Bilimler Dergisi**, Cilt 2, Sayı 4, 2006, s. 191, (çevrimiçi) <http://iibf.karaelmas.edu.tr/sbd/makaleler/1303-9245/200602004183209.pdf> (19.12.2009).

yatırımcıların temel olarak vergi etkisinden dolayı bireysel yatırımcılara göre daha yüksek temettüyü tercih ettiklerini tespit etmişlerdir<sup>58</sup>.

Ancak bu teori, temettülerin farklı piyasalardaki davranışlarını açıklayamadığı gibi [örneğin 1995'deki ortalama temettü oranı telekomünikasyon ekipmanı endüstrisinde %1 iken, su kaynağı işleticisi firmalarda bu oran %79'dur.], yatırımcıların kendi kendilerine neden bazı (su kaynağı işleticileri gibi) şirketleri tercih ettiklerini de açıklayamamaktadır<sup>59</sup>. Kaldı ki çoğu kurumsal yatırımcı (özel/kamu sosyal güvenlik kurumları, dernekler, üniversiteler vs. olmalarından dolayı) vergiden muafır, dahası düşük temettü ödeyen holding yatırımlarına yönelmelerini önleyici çok sayıda kısıtlamaya da sahiptirler<sup>60</sup>.

### 3.1.4. Yaşam Süresi Teorisi

Temettü ödemeye başlayan firmalar görece olarak yüksek karlılık ve düşük büyüme oranları olan, büyük ve istikrarlı firmalardır. Hayatlarının olgunluk aşamasında bu firmalar çok fazla nakit üretmekte, ancak çok fazla karlı yatırım fırsatları bulamamaktadırlar<sup>61</sup>.

Firma yaşlandıkça başlangıç sermayesinin getirisi, üretilen nakit ve yeni yatırımlar önemli bir şekilde azalır. Bu durumda hissedarlar, yeni yatırım fırsatları sunan firmaları tercih edeceklerdir. Firmanın büyüme oranı azaldıkça, içeridekilerin çıkarları ile hissedarların çıkarları farklılaşmaya başlamaktadır (örneğin firma büyümese bile yöneticilerin çalışan sayısını arttırmak istemeleri gibi). Bunun yanında hissedarlar bir bilgi sorunu ile de karşı karşıyadırlar: İçeridekiler firma

---

<sup>58</sup> Yaniv GRINSTEIN, Roni MICHAELY, "Institutional Holdings and Payout Policy", Nisan 2002, ss. 1 - 28, (çevrimiçi) [http://www.afajof.org:443/pdfs/2003program/articles/grinstein\\_michaely.pdf](http://www.afajof.org:443/pdfs/2003program/articles/grinstein_michaely.pdf) (15.02.2010).

<sup>59</sup> Ralph BACHMANN, Anjan V. THAKOR, "Payout Policy Design", 27 Mayıs 2003, s. 2 (çevrimiçi) [http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=411880](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=411880), (07.01.2009).

<sup>60</sup> Alon BRAV, J. B. HEATON, "Did ERISA's [The Employee Retirement Income Security Act of 1974] prudent man rule change the pricing of dividend omitting firms?", Mayıs 1998, ss. 1 - 6, (çevrimiçi) <http://papers.ssrn.com/sol3/Delivery.cfm/98060303.pdf?abstractid=98568&mirid=1>, (06.04.2009).

<sup>61</sup> Laarni BULAN, Narayanan SUBRAMANIAN, Lloyd TANLU, "On the Timing of Dividend Initiations", Ekim 2006, s. 5, (çevrimiçi) [http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=962109](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=962109) (03.02.2009).

büyümesinin yavaşladığını ilk öğrenenlerdir. Bu temsilci ve bilgi sorunları karşısında hissedarların yapacakları/uygulayabilecekleri şu alternatifler bulunmaktadır; i. hiçbirşey yapmamak ki bu ajan sorununu kabul etmek demektir. ii. daha önce belirlenen bir program çerçevesinde firmayı temettü ödemeye zorlamak. Bu durumda ise firma yatırımlarının azalmasından dolayı, firma getirilerinin düşmesi söz konusu olabilecektir<sup>62</sup>.

Grullon, Michaely ve Swaminathan (2002) çalışmalarında, büyük nakit ödemelerinin yüksek artış gösterdiği safhanın düşük büyüme safhasına geçişin işareti olabileceğini, azalan büyümenin azalan risk ve yatırım getirisi anlamına geldiğini, başka bir deyişle yüksek temettü ödeyen firmaların daha düşük sermaye maliyetleri taşıdıklarını belirtmektedir<sup>63</sup>.

### 3.2. Temettüler Aracılığıyla Yatırımcılara Mesaj Verilmesi

Sinyalizasyon teorisinde az değerli firma kendisini, fazla değerli firmadan sermaye piyasalarına maliyetli bir sinyal göndererek ayırt ettirebileceğini kabul eder. Az değerli olan firma kolay / ucuz konuşma yaparak da dikkatleri üzerine çekip ayırt ettirebilir. Fazla değerli firma da bu hareketi taklit etmeyecektir, çünkü değerli firma keşfedilmekten dolayı bir kazanç sağlamayacaktır<sup>64</sup>.

Yöneticilerin hissedarlara göre üstün olan yanları, firma içinde nelerin olup bittiğini daha iyi bilmeleri ve gerçek bir taahhüdü içermeyen bir bilgilendirmenin güvenilirliğinin az olduğunu bilmeleridir<sup>65</sup>. Ancak hissedarlar bu bilgileri doğrudan elde edemezler. Çünkü içeridekilerin piyasaya doğrudan doğruya bilgi vermeleri, ticari sırların açığa vurulması anlamına gelecektir ki bundan rakip firmalar da menfaat sağlayabilecektir. Ya da firmanın gelecek beklentileri hakkında

---

<sup>62</sup> Jacob ODED, a.g.e., s. 2.

<sup>63</sup> Gustavo GRULLON, Roni MICHAELY, Bhaskaran SWAMINATHAN, "Are Dividend Changes a Sign of Firm Maturity?", *Journal of Business*, 2002, vol. 75, no. 3, s. 390, (çevrimiçi) <http://www.journals.uchicago.edu/doi/pdf/10.1086/339889?cookieSet=1> (05.03.2009).

<sup>64</sup> Utpal Bhattacharya, Amy Dittmar, "Costless Versus Costly Signaling: Theory and Evidence", s. 1, Mayıs 2004, (çevrimiçi) [http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=250049](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=250049) (08.08.2008).

<sup>65</sup> Ricardo N. BEBCZUK, a.g.e., s. 67.

içeridekilerin yaptığı yorumları doğrulamak hissedarlar için çok maliyetli olursa, hissedarlar yöneticilerin yaptıkları yorumları güvenilir olarak görmezler<sup>66</sup>.

Myers ve Majluf'a (1984) göre, firmaların yatırımcılara bilgi taşımasında bir teşviği olsa bile, “gelecek hakkında büyük beklentilerimiz var, ancak size detaylarını anlatamayız” şeklinde bilgi taşımaları söz konusu olmaz. Firmaların işin esasını işaret ederek, yeterli doğrulanabilir datayı arz etmeleri gerekmektedir. Bu bilgiyi sağlama, absorbe etme ve doğrulama maliyetleri önemli bir yer tutabilir. Kaldı ki, bilgiyi kamuoyu ile paylaşmak, çoğu durumda rakip firmaların tamamının bilmek isteyecekleri bir durumdur<sup>67</sup>.

Firmalar her periyot aynı temettü miktarını ödediklerinde piyasa, bu periyodik ödemelerdeki sapmaları yönetimden gelen bir işaret olarak tercüme eder. Diğer yandan geri satın almaların zamanlaması ve büyüklüğü her hangi bir kalıp takip edemez. Dahası firmalar, bilgi sinyalizasyonu ile alakasız sebeplerden dolayı da sık sık geri satın alımlar yaparlar. Örneğin bir firma, üst yöneticilerin makam tazminatı veya işçilere dağıtılan hisse senedi sahipliği planı için hisse senedi geri satın alabilir<sup>68</sup>.

Yöneticilerin şirketin gelecek performansı hakkındaki pozitif değerlendirmeleri hakkında sinyal verebilmesi için bir yol, firmanın nakdinin “hatırı sayılır bir büyüklüğünü” temettü olarak dağıtılmasıdır. Sinyalizasyon teorisinin bize temettü büyüklüğünün ne kadar olması veya nakdin nasıl dağıtılması gerektiği konusunda tam bir tanım vermesi söz konusu değildir. Şöyle ki büyük bir toptan ödeme ya da uzun bir zamana yayılmış daha yüksek yıllık temettüler söz konusu olabilir. Doğru ebattaki bir temettü büyüklüğü güvenilir bir sinyal olacaktır. Eğer bir firma gelecek getirileri konusundaki tahminlerinde başarılı olamazsa ve iç kaynakları onun nakit pozisyonunu düzeltme konusunda yetersiz kalırsa, yöneticiler piyasadan daha çok

---

<sup>66</sup> Emre ERGÜNGÖR, “Dividends”, 01.04.2004, s. 2, <http://www.clevelandfed.org/Research/Commentary-/2004/04-01.pdf> (12.01.2010).

<sup>67</sup> Stewart C. MYERS, Nicholas S. MAJLUF, “Corporate Financing and Investment Decisions When Firms Have Information That Investors Do Not Have”, s. 15, Aralık 1983, (çevrimiçi) <http://dspace.mit.edu/bitstream/handle/1721.1/2068/SWP-1523-15376412.pdf;jsessionid=A3BB72027D99F73166F7B4F6F49A5B26?sequence=1> (05.04.2010)

<sup>68</sup> Emre ERGÜNGÖR, a.g.e., 2.

kaynağı bulmak zorunda kalabileceklerdir. Taze kaynaklar için piyasaya başvurmak ise yatırım bankaları, yasal ödemeler ve yönetimin harcanan zamanı vb. nedenleriyle şirket için pahalıya gelebilir. Bu yüzden sadece gelecekte güçlü nakit akışlarını tahmin eden firma yöneticileri, yüksek temettü ödemeyi göz önüne alabilecektir<sup>69</sup>.

Bazı zamanlarda yöneticiler optimist anonslar yapıp şirketlerinin temettülerini arttırmaları, ancak şirket yıllarca kötü performans sergiler. Çünkü yöneticiler temettüleri kullanarak hem doğru hem de yanlış bilgileri eş zamanlı gönderebilirler ve yatırımcılar bu ikisini ayırt edemezler. Temettü ödemeye başlama ya da arttırma şirketin kesin olarak başarılı olacağı anlamında tercüme edilemez<sup>70</sup>.

Bir temettü artışı, artışın yapıldığı anda yöneticinin sahip olduğu bilgiler ışığında değerlendirildiğinde, önceleri iyi bir karar olabilir. Ancak zaman geçtikçe ve yeni bilgiler geldikçe daha az mantıklı hale dönüşebilir. Kanıtlar yöneticilerin temettüleri kullanarak piyasaya doğru olmayan işaretler gönderdiğini de göstermektedir. Sonuç olarak yatırımcılar, ne tüm temettü anonslarında mutluluktan uçacak ne de temettü ödemediler diye firmaları cezalandıracaklardır<sup>71</sup>.

Temettü ödemelerine yatırımcıların yoğunlaşmasının bir tehlikesi, yatırımcıların temettüler üzerine çok durmasının, firmaların yatırımlarını kesip temettü dağıtma konusunda firma yöneticilerini teşvik etmesidir. Yüksek temettü ödemek uğruna düşük yatırım yapan firmalar, önünde sonunda piyasa tarafından ortaya çıkartılacaktır. Bunun uzun dönemli sonucu, firmanın gelecek kazançları konusundaki piyasa beklentisinde bir azalma ve sonuç olarak firmanın hisse fiyatında bir azalmanın olmasıdır<sup>72</sup>.

---

<sup>69</sup> Sudipto BHATTACHARYA, "Imperfect Information, Dividend Policy, and "The Bird in the Hand" Fallacy", **The Bell Journal of Economics**, Vol. 10, No. 1. (Spring, 1979), ss. 259 – 270, (çevrimiçi) [http://82.179.218.37:8100/images/pubs/2007/10/25/0000314521/Bhattacharya\\_-\\_assymetry\\_1979.pdf](http://82.179.218.37:8100/images/pubs/2007/10/25/0000314521/Bhattacharya_-_assymetry_1979.pdf) (24.12.2009).

<sup>70</sup> Harry De ANGELO, Linda De ANGELO, Douglas J. SKINNER, "Reversal of fortune: Dividend signaling and the disappearance of sustained earnings growth", **Journal of Financial Economics**, V: 40, 1996, ss. 341 – 371, <http://marshallinside.usc.edu/ideangel/Publications/reversal.pdf> (12.01.2010).

<sup>71</sup> Emre ERGÜNGÖR, **a.g.e.**, ss. 2 – 3.

<sup>72</sup> Merton H. MILLER, Kevin ROCK, "Dividend Policy under Asymmetric Information", **The Journal of Finance**, V. 40, No. 4., Eylül 1985, ss. 1031-1051. (çevrimiçi) [http://89.249.21.76/data/806/126/1231/miller\\_rock\\_-\\_assymetry\\_1985.pdf](http://89.249.21.76/data/806/126/1231/miller_rock_-_assymetry_1985.pdf) (18.01.2010).

Temettüer işletmenin potansiyeli hakkında yatırımcılara bilgi veren tek yol da değildir. Hisse geri satın almaları, hisse senedi bölünmeleri, bilançoda taşınan borçlar, sermaye yatırımının seviyesi, içeridekilerin firma hisselerini alma ve satma yöntemleri sinyal vermede kullanılabilen diğer yollardır. Kaldı ki temettüer bilgi taşımada kullanılan, en ucuz ve en iyi yol olmak zorunda da değildir<sup>73</sup>.

Nakit temettüer firmaların hissedarlarına yaptığı bir transfer iken, bedelsiz hisse senetleri illüzyondan başka bir şey değildir. Çünkü hissedarlar yeni hisse senetlerini satın alır, ancak nakit alamazlar. Bu yüzeysel muhasebeleştirme varlıkların ve net öz sermayenin etkilenmesini sağlar. Son olarak hisselerin geri satın almaları konsept olarak nakit temettüer gibidir<sup>74</sup>.

### **3.3. Şirketlerin Temettü Politikalarını Etkileyen Hususlar**

Şirket temettü politikalarını etkileyen hususlara finans literatüründe sıkça değinilmiştir. Aşağıda son zamanlarda tartışılan yeni başlıklara (yedi adet) yer verilmiş, son olarak da “diğer etmenler” başlığı altında klasik olarak sayılan etmenlere atıfta bulunulmuştur.

#### **3.3.1. CEO’ların Kendinden Fazla Emin Tutumları**

Temettü ödeme seviyesi kendinden fazla emin (KFE) olan tepe yöneticiler (CEO) tarafından yönetilen firmalarda daha düşüktür. CEO’ların bu durumu hakkındaki alternatif ölçümlerde de aynı sonuç ortaya çıkmaktadır. KFE CEO’ların yönetmiş olduğu yavaş veya hızlı büyüme trendi gösteren firmalardaki temettü politikaları benzerdir ve temettü ödemeyi daha agresif olarak değiştirebilmektedirler. Şöyle ki, asimetrik bilginin ortaya çıkması durumunda KFE CEO’lar, iç ve dış fonlar

---

<sup>73</sup> Ambarish RAMASASTRY, John KOSE, Joseph WILLIAMS, “Efficient Signaling with Dividends and Investments”, *Journal of Finance*, VOL. XLII, No. 2, Haziran 1987, ss. 321 – 343, (çevrimiçi) <http://www.jstor.org/> (06.04.2010).

<sup>74</sup> Ricardo N. BEBCZUK, *a.g.e.*, ss. 61 - 62.

arasındaki makası daha büyük olarak algılamakta ve iç fonların varlığını arttırabilmek için daha düşük bir temettü ödeme politikasını uygulamaktadırlar<sup>75</sup>.

### 3.3.2. Firmaların Çok Uluslu Olmaları

Yurtiçi finansman ve/veya yatırım ihtiyacı doğan ana firmalar dış finansmana yönelmek yerine, yabancı ülkelerdeki iştiraklerinden temettü elde etmek için girişimlerde bulunabilmektedir. Örneğin ana firmalar hissedarlarına ödedikleri temettüleri bu ödemeler ile finanse edebilmektedir. Karlı yurtiçi yatırım fırsatları olan, ancak mali olarak kısıtlı olan ana firmalar da sermaye harcamalarını, yurtdışı iştiraklerinin birikmiş kazançlarını çekerek finanse edebilmektedirler<sup>76</sup>.

Lintner (1956) çalışmasında, yurtdışı iştiraklerden alınan temettülerin oldukça düzenli olduğunu belirtmiştir. Çok uluslu firmalar yurtdışı iştirakleri ile ilgili olarak “hedef temettüler” seçmiş gibi davranmakla birlikte, kazançlarındaki değişikliklere göre aşamalı olarak zaman içinde temettü üzerinde ayarlamalar yapmaktadır<sup>77</sup>.

Desai, Foley ve Hines (2001) firmaların vergi yüklerini azaltmak için temettü politikalarını kurguladıklarını ortaya koymuştur. Ancak daha ileri çalışmalar, vergi minimizasyonunun temettü politikalarının belirlenmesinde önemli bir yer tutmadığını göstermiştir<sup>78</sup>.

### 3.3.3. Yöneticilerin İşte Kalma Beklentileri

Uzun süreden beri başta olan yöneticiler borçlanmayı, sadece iflas etme ya da şirketin başkasına devredilmesi ihtimalini azaltmak için kullanmamakta, bunun yanında iş akitlerinin dış hissedarlar<sup>79</sup> tarafından sonlandırılması tehdidine karşı da

---

<sup>75</sup> Sanjay DESHMUKH, Anand M. GOEL, Keith M. HOWE, “CEO Overconfidence and Dividend Policy: Theory and Evidence”, s. 2, Mart 2008, (çevrimiçi) [http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=1107542](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1107542) (30.01.2009).

<sup>76</sup> Mihir A. DESAI, C. Fritz FOLEY, James R. HINES, “Dividend Policy Inside the Multinational Firm”, Nisan 2006, s. 2, (çevrimiçi) [http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=317040](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=317040) (30.01.2009).

<sup>77</sup> A.e., s. 1.

<sup>78</sup> A.e., ss. 1 – 2.

<sup>79</sup> Dış hissedarların şirketle bağlantısı yoktur, ama onun operasyonel performansından dolayı mali çıkarları vardır. Bkz. <http://www.vernimmen.com> (12.01.2010).



kullanmaktadırlar. Yöneticiler gerekli olan minimum borç tutarını tahmin etmekte ve hissedarlar tarafından işten atılmalarını önleyecek minimum temettü oranını belirlemektedirler. Yöneticiler görevde kalma süreleri arttıkça daha düşük borçlanmayı tercih etmekte, bu da yöneticilerin kontrol güçlerinin artması durumunda daha az borçlanmayı tercih edeceklerine dair görüşü (Berger ve diğerleri (1997)) desteklemektedir. Yöneticiler hissedarlar için optimal olandan (%55'e kadar) daha az borçlanmaya gidebilmektedir<sup>80</sup>.

Özkaynağın ve borcun piyasa fiyatları, yönetici değiştirildiğinde düşmektedir. Riskli borçları bulunan firmaların yeni yönetim tazminat planını uygulamaya koyduğunun kamuya ilanı da sermaye piyasalarında pozitif bir reaksiyona yol açmaktadır<sup>81</sup>.

Temettü ödemesi ve borç finansmanı, yönetimin kendi çıkarlarını içeren aktivitelerini önleyen ikame araçlardır. Yöneticilerin gücü belli bir seviyeye ulaştığında hissedarlara temettü ödenmesi durdurulabilecektir. Başka bir ifade ile hissedarlar, yönetimi disipline etmekte daha etkin olabilirlerse daha yüksek temettü elde edebileceklerdir<sup>82</sup>.

### 3.3.4. Hukuki Rejimlerin Farklılığı

Temettü politikaları farklı hukuki rejimlere göre değişik ampirik sonuçlar sergilemektedir. Özellikle teamül hukukunun uygulandığı ülkelerde yatırımcıların korunması, medeni hukuk uygulanan ülkelere göre tipik olarak daha iyidir, bu durum firmaları daha yüksek temettü ödemeye iter. Bu sonuç temsilci sorununun özellikle de yeni yatırım imkanlarının az olduğu ve yatırımcıların korunduğu bir ülkede,

---

<sup>80</sup> Hao WANG, "Managerial Entrenchment, Dividend Policy and Capital Structure", ss. 1-3, (çevrimiçi) [http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=891295](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=891295) (02.02.2009).

<sup>81</sup> Elazar BERKOVITCH, Ronen ISRAEL, Yossef SPIEGEL, "Managerial Compensation and Capital Structure", ss. 4 – 5, Ekim 1998, (çevrimiçi) [http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=142951](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=142951) (02.11.2008).

<sup>82</sup> Hao WANG, **a.g.e.**

yatırımcıların yasal güçlerini kullanarak firmalardan temettü elde edeceklerine dair bakış açısını desteklemektedir<sup>83</sup>.

Sahipliklerin dağılmış olduğu ABD, İngiltere, Kanada ve Avusturalya'daki büyük şirketlerin çoğunda kontrol, büyük ölçüde yöneticilerindedir. Diğer ülkelerin çoğunda büyük firmalar tipik olarak, daha belirgin bir ortaklık yapısına sahiptir, örneğin kurucu ailelerin sahip olduğu paylar gibi (La Porta, Lopez-de-Silanes ve Shleifer 1998). Kontrol eden hisseler (ki gerçekte yöneticiler kontrol eden aileden gelir) yöneticilerin kararlarını belirleyebilir ve dolayısıyla yöneticilerin kontrolü problemi, zengin içtihat hukuku ülkelerindeki kadar yaygın değildir. İçeridekilerin kontrolünün kurbanları azınlık hissedarlarıdır<sup>84</sup>.

La Porta vd.nin yaptığı bir çalışmada (1998), içtihat hukukunu uygulayan ülkelerin azınlık haklarında da en iyi kanuni korumayı yaptıkları tespit edilmiştir<sup>85</sup>.

La Porta vd.'nin (2000) yaptığı başka bir çalışmada, Fransız hukuk sistemini benimseyen ülkeler ile kıyaslandığında, Anglo-Sakson hukuk sistemini benimseyen ülkelerdeki yöneticilerin, büyüme fırsatları ile karşılaştıklarında temettü dağıtımından vazgeçmeye daha yatkın olduklarını da ortaya koymuştur<sup>86</sup>.

### **3.3.5. Sermaye Piyasalarının Şeffaflığı**

Dünya çapında artan yatırım imkanları, firmaların kendi yatırımları için en iyi yerin neresi olduğunun araştırılması gereğini de beraberinde getirmiştir. Yurtiçi piyasalar dış yatırımcılar için daha şeffaf hale gelirken, firmanın uluslararası piyasalarda menkul kıymet arzı için olan teşvikleri de azaltmıştır. 1988 – 1998 arasındaki 26 büyüyen piyasadaki seçilen firmalar ile yapılan bir çalışmada, uluslararası piyasalardaki menkul kıymet arzının, piyasa entegrasyonunun derecesine ve bilginin açıklanma seviyesine bağlı olduğu anlaşılmıştır. Ampirik çalışmaların sonuçları teorik çıkarımlar ile uyumlu olup, piyasalar dış yatırımcılar için daha da

---

<sup>83</sup> Rafael La PORTA vd., “Agency Problems and Dividend Policies Around the World”, s. 3.

<sup>84</sup> A.e., s. 6.

<sup>85</sup> A.e., s. 7.

<sup>86</sup> Özgür ARSLAN, a.g.e., s. 87.

şeffaf olduğunda, yurtiçi piyasalarda menkul kıymet ihracı %7 kadar bir artış göstermektedir<sup>87</sup>.

Yatırımcılar ya da yatırımcı grupları arasındaki bilgi farklılıkları, menkul kıymet düzenleyicileri ve ABD Sermaye Piyasası Kurulu (SEC) açıklama düzenlemelerinin merkezindeki uzun soluklu bir konudur. Örneğin SEC, son zamanlarda yürürlüğe koyduğu Adil Açıklama Düzenlemesi (REG FD) ile, firmaların seçilmiş yatırımcı ve analizci gruplarına sağladıkları bilgilerinin önüne geçerek, yatırımcılar arasındaki bilgiyi eşitlemeye çalışmaktadır. Özellikle küçük yatırımcılar, içerdekilerin fazla kazanacaklarını düşündüklerinde yatırım yapmaktan imtina edecekleri için, bu durum sermayenin maliyetinin artması sonucunu doğuracaktır<sup>88</sup>.

Şöyle ki, kamuya açık bilgilerin özel bilgilere göre mali pazarların daha iyi işlemesine hizmet edeceğini düşündüğü için SEC, yürürlüğe koyduğu REG FD ile yöneticilerin belirli yatırımcılara yönelik olarak selektif açıklamalarda bulunmalarını yasaklamaktadır. REG FD kamuya daha sık bilgi aktaran firmaların yatırımcılar arasındaki asimetri sorununu muhtemelen azaltacağını da belirtmektedir<sup>89</sup>. Kaldı ki yasal yükümlülüklerin yanında yöneticiler, idari şöhretlerini koruyabilmek için de şirket hakkındaki olumsuz bilgileri bildirmek durumundadırlar<sup>90</sup>.

Bilgi vermenin zaman serisi etkileri üzerine yapılmış olan mevcut araştırmalar, kazanç ve temettü anonsları üzerinedir. Bu çalışmalarda bilgi asimetrisinin yeni bilgi vermenin hemen öncesinde ve sonrasında arttığı gözlemlenmiştir<sup>91</sup>. Zaman serisi

---

<sup>87</sup> Nuno C. MARTINS, “Asymmetry of Information in Emerging Markets: Should a Firm Issue its Securities Locally or Abroad?”, 1 Mart 2002, s. 2, (çevrimiçi) [http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=302828](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=302828) (02.02.2009).

<sup>88</sup> Richard A. LAMBERT, Christian LEUZ, Robert E. VERRECCHIA, **a.g.e.**, ss. 1 – 2.

<sup>89</sup> Srinivasan SANKARAGURUSWAMY, Jianfeng SHEN, Takeshi YAMADA, “The relationship between the Frequency of News Releases and the Adverse Selection Cost of Trading: The Role of Informed Trading and Uninformed Trading”, s. 2, (çevrimiçi) [http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=1100763](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1100763) (30.12.2008).

<sup>90</sup> Utpal BHATTACHARYA, Murugappa KRISHNAN, “To Believe or Not to Believe”, Şubat 1998, (çevrimiçi) [http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=2288](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2288) (12.02.2009).

<sup>91</sup> Kar açıklamalarından sonra piyasada asimetric bilginin artmasına yönelik: Itzhak KRINSKY ve Jason LEE (1996) “Earning Announcement and The Components of the Bid – Ask Spread”, <http://www.acsu.buffalo.edu/~keechung/MGF743/Readings/Earnings%20announcements%20and%20the%20components%20of%20the%20bid-ask%20spreads.pdf>; Temettü anonslarından önce asimetric bilginin artmasına yönelik: Jennifer Lynch KOSKI, Roni MICHAELY, “Prices, Liquidity, and the Information Content of Trades”, **The Review of Financial Studies**, Vol. 13, No. 3, Sonbahar 2000,

analizlerinin genelleştirilmiş sonucu, daha sık bilgi veren firmalardaki asimetrik bilginin daha az bilgi verenlere göre daha çok olduğudur. Dolayısı ile bu sonuç SEC'in öngörüsü ile çelişmektedir.

Fama ve French'in (1992) çalışma sonuçları, menkul kıymetin ihraç edildiği yer ile olan ilgisinin, yükselen piyasalarda çok daha anlamlı olduğunu ortaya çıkarmıştır. Çünkü yerli yatırımcılar kendi ülkelerindeki firmalar hakkında yabancı yatırımcılara göre muhtemelen daha fazla bilgi sahibidirler. Farklı hisse senedi piyasaları, çeşitli açıklama ve kote edilme şartlarına sahiptir. Özetle hisse senedinin arz edileceği yer, firmanın değeri konusunda bilgi taşıyabilmektedir<sup>92</sup>.

Yerel yatırımcıların yabancı yatırımcılara göre daha yüksek ortalama ticari kazançlar sağladığına dair bazı örnekler de bulunmaktadır. Örneğin Shukla ve van Inwegen (1995) ABD hisselerinde ABD'li yatırım fonu yöneticilerinin İngiltere'li fon yöneticilerine göre daha yüksek kazanç sağladıklarını tespit etmiştir. Benzer çalışmalar Alman, Kore ve İngiltere borsaları için de yapılmıştır<sup>93</sup>.

Ancak geleneksel bakış açısının tersi yönünde sonuç veren bir takım çalışmalar da vardır. Bu çalışmalarda yabancı yatırımcıların, yerli muadillerinden daha iyi performans gösterebilecekleri anlaşılmıştır. Örneğin Grinblatt ve Keloharju (2000) ve Karolyi (1999) Finlandiya ve Japonya'daki ortalama ticaret karlılığı üzerine odaklanmışlar ve yabancı yatırımcıların performansının yerel yatırımcılardan daha iyi olduğunu bulmuşlardır<sup>94</sup>.

### 3.3.6. Şirketlerin Mülkiyet Yapısı

Lintner'in (1956) çalışmasında belirtmiş olduğu temettülerin düzgün olması eğilimi, firmanın kamuya açık olup olmaması ile yakından ilgilidir. Kamuya açık

---

ss. 659 - 694, (çevrimiçi) <http://forum.johnson.cornell.edu/faculty/michaely/Prices%20Liquidity%20and%20the%20Information%20Content%20of%20Trades.pdf> (30.12.2008).

<sup>92</sup> Nuno C. MARTINS, **a.g.e.**

<sup>93</sup> Rui ALBUQUERQUE, Gregory H. BAUER, Martin SCHNEIDER, "Characterizing Asymmetric Information in International Equity Markets", Aralık 2003, s. 1, (çevrimiçi) <http://129.3.20.41/eps/if/papers/0405/0405005.pdf> (14.02.2010).

<sup>94</sup> **A.e.**

firmalar, mülkiyeti kısmen ya da tamamen belli kişilere ait olan firmalardan çok daha fazla temettü ödeme eğilimindedirler<sup>95</sup>.

Daha fazla kurumsal mekanizması ve daha fazla azınlık yatırım koruması olan (örn. kamuya açık) firmalar karlarının %27'sini temettü olarak dağıtırken, daha düşük hissedar korumasına sahip olan firmalar (özel olup da sermayesi dağınık olan firmalar gibi) karlarının %20'sini temettü olarak dağıtmaktadır<sup>96</sup>.

### 3.3.7. Kurumsal Yönetimin Derecesi

Firmaların neden daha az şeffaf olabilecekleri konusundaki muhtemel sebepler şunlar olabilir: Girdilerin fiyatlarındaki keskin artışlar, yönetim takımının değişmesi, kurumsal yönetimdeki değişmeler ve şirketin odaklandığı yatırımlardaki değişmeler. Temelde şirketteki herhangi bir değişme, kalıpları kırar ve yatırımcıların firma ile ilgili olan geçmiş tarihi bilgilerini de işlevsiz bir hale getirir. Böylece firma menkul kıymetlerinin potansiyel dış yatırımcılar tarafından doğru bir şekilde değerlendirilmesi yeteneği azalırken yöneticiler, firma niteliği hakkında daha doğru bilgi sahibi olma konusunda avantajlı bir konuma gelirler<sup>97</sup>.

19 ülkeden alınan 365 firmalık bir örnekte, daha güçlü kurumsal yönetimi olan firmaların daha yüksek temettü ödemesi yaptıkları ve bu durumun temettülerin temsilci modelleri ile tutarlı olduğu anlaşılmıştır. Ayrıca temettü ödemeleri ve büyüme fırsatları arasındaki negatif ilişkinin, daha iyi kurumsal yönetimi olan firmalarda daha yüksek olduğu, bu durumun daha güçlü kurumsal yönetimi olan firmaların daha karlı olmalarından kaynaklandığı, ancak daha fazla karlılığın daha yüksek temettü ödemelerinin sadece bir kısmını açıklayabildiği de görülmüştür. Kurumsal yönetim ve temettü ödemeleri arasındaki pozitif ilişkinin, güçlü yatırımcı koruması olan ülkelerde kısıtlı olduğu da yapılan tespitlerden bir başkasıdır<sup>98</sup>.

---

<sup>95</sup> Roni MICHAELY, Michael R. ROBERTS, "Corporate Dividend Policies: Lessons from Private Firms", 22 Şubat 2007, s. 2, (çevrimiçi) [http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=927802](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=927802) (03.02.2009).

<sup>96</sup> A.e., s. 3.

<sup>97</sup> Nikolay HALOV, a.g.e., ss. 3 – 4.

<sup>98</sup> Todd MITTON, a.g.e.

### 3.3.8. Diğer Etmenler

Kar dağıtım politikasını belirleyen DİĞER etmenler şu şekilde sıralanabilir<sup>99</sup>;

- Kanun ve şirket sözleşmelerinde yer alan hükümler
- Borç ödeme yeteneği
- Kredi sözleşmelerinde yer alan sınırlayıcı hükümler
- Varlıklardaki artış hızı
- Yeni yatırım planları
- Karlılık oranı
- Karlı olmak
- Karların istikrarı
- Sermaye piyasalarına başvurma olanağı (dış finansman yeteneği)
- Kontrol yetkisini koruma
- Ortakların vergi durumları
- Firmanın yaşı ve büyüklüğü
- Belirsizlik

### 3.4. Temettü Ödemelerine Piyasaların Tepkileri

1956 yılında Lintner temettü politikasına modern bir anlayış getirmiştir. Lintner 28 şirketin yöneticileri ile yapmış olduğu görüşmelerde temettülerin yapışkan, uzun vadeli sürdürülebilir yatırımlara bağlı, olgun firmalar tarafından yapılan, yıldan yıla fazla dalgalanmayan özelliklere sahip olduğunu ve yöneticilerin temettü politikalarını belirlerken de uzun vadeli bir temettü oranını hedeflediklerini ortaya koymuştur<sup>100</sup>. Lintner'in temettü politikalarını açıklamaya çalışan bu makalesinden sonra, dağıtılan temettülerin niteliği, miktarı, zamanlaması ve alternatifleri konularına piyasaların nasıl tepkiler verdikleri hakkında da çok sayıda çalışma yapılmıştır.

---

<sup>99</sup> Öztin AKGÜÇ, **Finansal Yönetim**, ss. 783 – 788; “J.F. WESTON, E.F. BRIGHAM, **Essentials of Managerial Finance**, Printed in Japan, 1982.” Niyazi BERK, **a.g.e.**, ss. 338 – 339.

<sup>100</sup> Alon BRAV, John R. GRAHAM, Campell R. HARVEY, Roni MICHAELY, “Payout Policy in the 21. Century”, 7 Eylül 2004, s. 1, (çevrimiçi) [http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=571046](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=571046) (01.02.2009).

Fama, Fisher, Jensen ve Roll'un (1969) çalışmasında, hisse senedi bölünmelerinin sık sık artan temettü ödemeleri ile özdeşleştirildiğini, dolayısı ile bölünme anonslarının bazı ekonomik bilgileri içermesinin beklendiği, New York borsasında Ocak 1927 ve Aralık 1959 arasında gerçekleşen 940 adet bölünmede, bu bölünmeyi de içine alan 60 aylık bir dönem için kümülatif ortalama bakiyelerin hesaplandığı ve hisse bölünmesinin öncesinde önemli piyasa tepkilerinin olduğu tespit edilmiştir<sup>101</sup>.

Firma yatırımlarının bilindiği varsayıldığında işaret verme motifi olmasa bile temettü anonsları, cari kazançlar hakkında bilgi taşıyabilir. Yatırımlar bilindikten sonra temettüler sadece artıktır. Beklenen temettülerden daha fazla olan temettüler, daha yüksek kazancı ima eder. Çünkü kazançların cari seviyesini bilmeyen bir piyasa, beklenenden daha yüksek olarak gerçekleşen hisse senedi kazancına pozitif fiyat artışı olarak yanıt verecektir<sup>102</sup>.

Scholes (1972) ile Kraus ve Stoll (1972) büyük blokların satışının, iki fiyat etkisine sahip olduğunu göstermiştir. Birincisi bu satışla menkul kıymet hakkında bazı bilgilerin taşındığına inanılıyorsa, fiyat yeni bilgiyi sürekli olarak yansıtmak için değişecektir. İkincisi de alıcıların bloğu satın aldıklarında ekstra maliyet yüklenmeleri söz konusu ise, fiyatlarda bunu yansıtacak geçici bir düşüş olabilecektir. Scholes'ün çalışması sadece sürekli fiyat değişiklikleri üzerine odaklanmıştı<sup>103</sup>.

Aharony ve Swary (1980) kazanç ve temettü avans anonsları arasında en az 10 günlük fark olan durumları çalışmıştır. Temettüler azaldığında ortalama hisse senedi fiyatının -%3,76 azaldığını ve temettüler arttığında ortalama hisse senedi fiyatının +%0,72 arttığını bulmuştur. Vermaelen (1981) hisse senedi geri alışı sonrasında,

---

<sup>101</sup> Eugene F. FAMA, "The Adjustment Of Stock Prices To New Information", **International Economic Review**, Vol. 10, Şubat 1969, (çevrimiçi) [http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=321524](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=321524) (24.02.2010).

<sup>102</sup> Franklin ALLEN, Roni MICHAELY, a.g.e., s. 51.

<sup>103</sup> Ishola Rufus AKINTOYE, "Efficient Market Hypothesis and Behavioural Finance: A Review of Literature", **European Journal of Social Sciences**, Volume 7, Number 2, 2008, s. 11, (çevrimiçi) [http://www.eurojournals.com/ejss\\_7\\_2\\_01.pdf](http://www.eurojournals.com/ejss_7_2_01.pdf) (02.01.2010).

mütekabil eşitlikteki temettü artışlarına göre hisse senedi fiyatlarında, daha anlamlı değişikliklerin olduğunu bulmuştur<sup>104</sup>.

Brickley (1983) ve Howe vd. (1992) özel temettülerin anons edilmesi durumunda, belirgin pozitif anormal getirilerinin olduğunu tespit etmiştir. Brickley ayrıca özel temettü<sup>105</sup> anonslarına karşı olan piyasa reaksiyonunun büyüklüğünün, düzenli temettülerdeki bir artış anonsundan daha az olduğunu ve farklı piyasa reaksiyonları ile uyumlu olarak, ardışık yıllarda düzenli temettü ödeme ve kazanç değişikliklerini anons eden firmalarda, özel anons yapan firmalardan daha belirgin olduğunu göstermiştir<sup>106</sup>.

Yeni büyük hissedarların piyasaya gelişinin, hedef şirketlerin hisse senetlerinde belirgin hisse senedi fiyatı artışlarına yol açtığı anlaşılmıştır (Mikkelson ve Ruback, 1985; Holderness ve Sheehan, 1985). Bu durum yeni ve büyük pozisyonların artmasının, şirketin diğer hissedarları için belirgin faydalar sağladığını göstermektedir. Ama kazançların en fazla olduğu durum, büyük hissedarın hedef şirketin kontrolünü kazanmaya çalıştığı durumdur. Bu durumda büyük hissedarın sağladığı faydalar, firmayı uzun süre izleyecek olmasından veya firmanın düşük performans gösterebilmesinin önüne geçebilecek tedbirleri alabilmesinden dolayı değil, büyük firmanın hedef firmayı devralacağı baskısından kaynaklanmaktadır<sup>107</sup>.

Bamber (1987) küçük firmaların büyük firmalara göre daha az izlendiğini, bu durumun diğer her şeyin eşit olduğu varsayımı altında, küçük firmaların anonslarının büyük firmaların anonslarına göre daha fazla bilgi verici anlamına geldiğini

---

<sup>104</sup> Seppo KINKKI, **a.g.e.**, s. 72.

<sup>105</sup> Özel temettü (special dividend): Şirket aktiflerinin hissedarlara tekrar etmeyen bir şekilde ve genel olarak nakit olarak dağıtılmasıdır. Özel temettüler normallerle karşılaştırıldıklarında daha büyüktür. Ayrıca "extra" temettü olarak da bilinirler. Özel temettüler genellikle şirketin olağanüstü kazanç elde etmesinden sonra ortaya çıkar ve hissedarlara doğrudan kar dağıtmak için kullanılır. Özel temettüler, firmaların finansal yapıda değişiklik yapmak veya bağlı şirketlerinden gelen kazançları dağıtmak için de kullanılabilir. GenTek Inc. Şirketinin 16.03.2005 tarihinde hisse başına 31\$ özel nakit temettü ödemesi örneğinde olduğu gibi. Firma daha fazla borçlanarak finansman stratejisine geçmek için yeniden yapılanmaya gitmiştir. (çevrimiçi) <http://www.investopedia.com/terms/s/specialdividend.asp> (01.02.2010).

<sup>106</sup> David GELB, "Payout Composition and Investor's Reaction to Dividend and Stock Repurchase Announcements", s. 5, Ocak 2000, (çevrimiçi) [http://papers.ssrn.com/paper.taf?abstract\\_id=235103](http://papers.ssrn.com/paper.taf?abstract_id=235103) (05.03.2009).

<sup>107</sup> Hubbard R. GLENN, **a.g.e.**, ss. 149 - 150.



belirtmektedir. Büyük firmaların hisse senedi fiyatları küçük firmaların hisse senedi fiyatlarına göre, piyasa bilgisini daha hızlı bir şekilde yansıtma eğilimindedir (Yu ve Wu, 2001). Bhushan (1989) bu durumu, büyük firmalardan alınan bilginin küçük firmalardan alınacak bilgiye göre, daha düşük maliyetli olmasına bağlamaktadır. Mevcut bilgi miktarı, firma büyüklüğünün artan bir fonksiyonudur (How ve Yeo, 2001). Dolayısı ile küçük firmaların anonslarının büyük firmaların anonslarından daha fazla piyasa reaksiyonuna yol açması beklenir<sup>108</sup>. Firmanın değeri arttıkça menfi seleksiyon sorunu önemini kaybedecektir. Aynı şekilde firmanın değerinin yükselmesi, borç alanların ahlaki risk teşkil edecek davranışları benimseme ihtimalini azaltacaktır<sup>109</sup>.

Myers (1987) temettü politikasındaki değişiklik anonslarına karşı fiyat tepkilerinin rasyonel olduğunu belirtmektedir. Hisse senetlerinin piyasa fiyatı, beklentiler arttığında (azaldığında) artmalıdır (azalmalıdır). Temettü politikası yalnızca yönetimin bir takdiri olduğu için ve hissedarlara doğru maliyetli bir nakit çıkışı gerektirdiği için, temettülerin kullanılarak yönetimin beklentilerinin tahmin edilmesi, kazanç anonslarından daha az muğlaktır (Kalay, 1980)<sup>110</sup>.

Karanjia (1990) anormal hisse senedi fiyat reaksiyonlarının, mütakabil temettü artışlarına göre, hisse geri satın almalarında yaklaşık 2 kat olduğunu bulmuştur. Schatzberg – Data (1992) şirket temettü anonsları ve hafta sonu etkisi üzerine çalışmıştır. Çalışmaya göre hisse senedi getirileri, haftanın günlerinde farklılıkları göstermektedir ve pazartesi günlerinin ortalama getirisi gerçekten de negatiftir. DeAngelo – DeAngelo – Skinner (1994) zararda olan ve olmayan firmalarla ilgili seçilmiş örneklerle çalışmış ve her iki grubun temettü kararlarında anlamlı farklılıklar olduğunu bulmuştur<sup>111</sup>.

---

<sup>108</sup> Janice CY HOW, Caro X Huang, Peter VERHOEVEN, “Information Asymmetry Surrounding Earnings and Dividend Announcements: An Intra-day Analysis”, s. 2, (çevrimiçi) [http://www.mssanz.org.au/MODSIM03/Volume\\_03/B17/04\\_How.pdf](http://www.mssanz.org.au/MODSIM03/Volume_03/B17/04_How.pdf) (31.01.2010).

<sup>109</sup> Merih PAYA, **Para Teorisi ve Para Politikası**, s. 361.

<sup>110</sup> Avner KALAY, “Signaling, Information Content, and the Reluctance to Cut Dividends”, **The Journal of Financial and Quantitative Analysis**, Vol. 15, No. 4, Haziran 1980, ss. 855-869, (çevrimiçi) [http://www.mirrossii.ru/images/pubs/2007/10/25/0000314521/kalay\\_-\\_signaling\\_1980.pdf](http://www.mirrossii.ru/images/pubs/2007/10/25/0000314521/kalay_-_signaling_1980.pdf) (05.05.2009).

<sup>111</sup> Seppo KINKKI, **a.g.e.**, ss. 72 - 73.

Ocak 1970'den Kasım 2000'e kadar olan artan ve azalan piyasalarda S&P 500 kazançları, temettü ödeyen ve ödemeyen firmaların davranışları hakkında bilgi edinmek için incelendiğinde, temettü ödeyen firmaların kazançlarının ödemeyenlere göre fazla olduğu, bu sonuçların “düşen piyasalarda” daha da belirgin olduğu tespit edilmiştir. Dahası piyasa tepkisi temel olarak, hisse senedinin temettü ödemesi veya ödememesi ile ilgilidir, yoksa temettü ödemesinin büyüklüğü ile ilgili değildir. Özellikle bir durum olarak belirtmek gerekirse düşen piyasalar, faiz oranlarındaki bir artış ya da firmaların gelecek nakit akış beklentisinde bir azalmayı işaret eder. Ekonomideki gelecek projeler zayıf ya da belirsiz olduğunda, yatırımcıların firmanın mali yapısı ve gelecek bakış açısının nasıl olduğu konusunda şirket yöneticilerini izlemek konusundaki istekleri daha fazladır. Azalan piyasalarda temettü ödemesini sürdüren ya da yükselten firmalar, temettü ödemesini azaltan ya da piyasayı terk eden firmalara göre daha pozitif işaretler vermektedir. Doğal olarak temettü ödemeyenler bu mesajı veremezler. Diğer yandan yükselen piyasalarda herşeyin iyi gittiği konusunda yatırımcılarda genel bir kanı olduğu için, temettülerin verdiği işaretler düşen piyasalara göre daha düşük düzeyde kalmaktadır<sup>112</sup>.

Her tekil temettü ödemesinin büyük bir sinyalizasyon değerine sahip olduğu da söylenemez. Bunun yerine bir firmanın gelecek dönemlerde de aynı oranda temettü dağıtacak olması, firmanın gelecek planlarının aynı şekilde pozitif olduğunu göstermesi açısından faydalıdır. Daha da önemlisi yatırımcılar, düzenli temettü ödeyenlerde işaretin ne zaman bekleneceğini bilirken, temettü ödemeyen firmalarda böyle bir “zaman” bilgisi bulunmadığı için, onlardan gelecekte ne zaman güvenilir bir bilgi alacaklarını da bilemezler<sup>113</sup>.

Yabancı piyasalarda kote olmayı seçen firmalar, benzeri olan firmalardan birisi yurtdışı piyasa(lara) kote edildiği anons edildiğinde, negatif bir fiyat reaksiyonu

---

<sup>112</sup> Kathleen FULLER, Michael GOLDSTEIN, “Dividend Policy and Market Movements”, 21 Ağustos 2003, ss. 1 - 4, (çevrimiçi) [http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=437700](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=437700), (20.11.2008).

<sup>113</sup> A.e., s. 4.

göstermektedir<sup>114</sup> <sup>115</sup>. Dahası negatif fiyat reaksiyonu yüksek temsilci maliyeti olan firmalarda daha yüksektir. Literatürdeki “bir araya getirme hipotezine” göre, firmalarını farklı piyasalara kote ettiren hakim hissedarlar ile yöneticiler, böyle yaparak kote edilen şirketlerinde eski durumda sahip buldukları özel bilgilerinden vazgeçtikleri sinyali de yeni hissedarlara vermektedirler<sup>116</sup>.

---

<sup>114</sup> Michael MELVIN, Magali VALERO – TONONE, “The Effects of International Cross-listing on Rival Firms”, s. 1, Kasım 2003, (çevrimiçi) [http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=472723](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=472723) (03.02.2009).

<sup>115</sup> Cross Listing (çapraz kotasyon): Şirketin adi hisselerinin esas ve orijinal hisse senedi piyasası dışında işlem görmesidir. Şirketin çapraz kotasyona alınması için, kote edileceği borsadaki minimum kriterlerin yerine getirilmesi gerekir. Çapraz kotasyonun bazı faydaları şunlardır: Hisseler farklı zaman dilimlerinde ve farklı para birimlerinde işlem görürler. Bu ise şirketlere daha fazla likidite ve sermaye artışı yapabilme imkanı sağlar. (çevrimiçi) <http://www.investopedia.com/terms/c/cross-listing.asp> (28.02.2010).

<sup>116</sup> Michal BARZUZA, “Lemon Signaling in Cross- Listing”, ss. 1 - 3, 1 Ekim 2007, (çevrimiçi) [http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=1022282](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1022282) (03.02.2009).

## 4. İMKB'DE AMPİRİK UYGULAMA

Çalışmanın bu bölümünde, ampirik analiz verilerinin temin edildiği İMKB'nin dünü ve bugünü, Türkiye'deki kar dağıtım politikasını yönlendiren yasal mevzuat, ampirik çalışmada kullanılan veri seti ve kullanılan metodoloji ile yapılan ampirik analiz, ilgili başlıklar altında sıralanmaktadır.

### 4.1. Genel Olarak İMKB

İMKB'deki eski temettü uygulamaları, günümüz İMKB'sindeki temettü uygulamaları ve hisse senedi piyasasına ait bazı bilgiler, aşağıda ilgili başlıklar altında sıralanmaktadır.

#### 4.1.1. Geçmişteki Temettü Uygulamaları

1982 – 1994 döneminde dağıtılabilir karların en az %50'sinin nakit temettü olarak dağıtılması zorunluluğu, şirketlerin ellerindeki sermayeyi hissedarlara dağıtmalarına neden oluyordu. Bu yüzden İMKB şirketleri bir yandan nakit temettü dağıtırken, bir yandan da dağıtılan nakit temettüyü bedelli sermaye artırımları ile geri toplamaya çalışmışlardır. Nakit temettü dağıtımıyla aynı gün yapılan sermaye arttırımı uygulamaları, bedelsiz hisse senedi şeklindeki temettülerden farklı değildir. Bu konuda yapılan bir çalışmada, özellikle finans kuruluşlarının dağıtılan sermayeyi bedelli sermaye arttırımı yoluyla geri topladıklarını ortaya koymuştur. Bu dönemdeki önemli bir diğer bulgu da, İMKB şirketlerinin önemli miktarlarda bedelsiz hisse senedi dağıtmalarıdır. İMKB şirketleri iç kaynaklarını (özellikle de yeniden değerlendirme fonunu) kullanarak, hissedarlara bedelsiz olarak hisse senetleri dağıtmışlardır. Yine bu dönemde, hissedarlara birinci temettü nakit olarak ödenmeden, diğer tüm temettü ödemelerini ve/veya yedek akçelerin ayrılması işlemlerinin yapılması yasaklanmış ve hesap döneminin bitişini takip eden ilk 9 ay içinde hissedarlara temettü ödemesi yapılması zorunluluğu getirilmişti<sup>1</sup>.

---

<sup>1</sup> Cahit ADAOĞLU, "Yasal Düzenlemelerin İstanbul Menkul Kıymetler Borsası (İMKB) Şirketlerinin Temettü Politikalarına Etkisi", **İMKB Dergisi**, Cilt: 3 Sayı: 11 Temmuz – Ağustos – Eylül 1999, ss. 2

İMKB şirketlerinin eskiden nakit temettü ödemedi kaçınmalarını Aytaç (1997), hissedarların tatmin edilmesinin yanında, yine hissedarların korunması isteğine bağlamaktadır. O zamanlar Türk sermaye piyasasının geri kalmış olması, kamu şirketlerinin çok düşük temettü dağıtıp karlarını bünyelerinde tutmak istemelerine bağlanıyordu. Çünkü 1986 öncesinde sermaye piyasasında likidite neredeyse yoktu ve hissedarların gelir kaynakları sadece temettü gelirinden ibaretti. Ancak İMKB şirketleri nakit temettü ödemelerine eş zamanlı olarak, rüçhan hakkı uygulamasını devreye sokmuş ve nakit temettü ödeme zorunluluğundan kaçınmaya çalışmışlardır. Çoğu hissedarlar, kendi nakit gelirlerini kullanarak rüçhan hakkı pazarında yer almaları konusunda zorlanmıştır. Çünkü rüçhan hakkı piyasası likit değildi ve yeni hisse arzından dolayı meydana gelecek “hisse senedi fiyatının azalması” etkisinden kaçınılmak isteniyordu<sup>2</sup>.

1995 yılında özellikle İMKB’de işlem gören şirketler için, temettü politikasını kapsayan düzenlemelerde önemli değişiklikler olmuştur. İlk değişiklik, temettü ödeme süresinin 9 aydan 5 aya indirilmesi şeklinde olmuştur. İkinci önemli değişiklik ise İMKB’de işlem gören şirketler için birinci temettü ödeme zorunluluğunun ortadan kaldırılmasıdır. İMKB’de işlem görmeyen diğer halka açık anonim şirketlerde bu zorunluluk kaldırılmamıştır. Bu yeni düzenlemeler ile İMKB şirketleri, birinci temettü dağıtım kararını aldıkları takdirde, birinci temettüyü nakit ve/veya bedelsiz hisse senedi olarak dağıtabilme haklarına sahiptirler. Bunun yanında, olağan genel kurulda kabul edilmesi koşulu ile en az limit olan %50 temettü dağıtım oranından daha az temettü dağıtabilme olanağı da getirilmiştir<sup>3</sup>.

#### **4.1.2. Günümüzde İMKB**

1986’da kurulmasından sonra İMKB, ticaret hacmi, piyasa kapitalizasyonu, kote edilen şirket sayıları ve yabancı yatırımlar konularında çok büyük gelişmeler

---

- 8, (çevrimiçi) [http://www.imkb.gov.tr/Libraries/imkbdergi/İMKB\\_Dergisi\\_Turkce11.sflb.ashx](http://www.imkb.gov.tr/Libraries/imkbdergi/İMKB_Dergisi_Turkce11.sflb.ashx) (17.12.2009).

<sup>2</sup> Cahit ADAOĞLU, “Instability in the Dividend Policy of the İstanbul Stock Exchange (ISE) Corporation: Evidence from an Emerging Market”, s. 3, Temmuz 2000, (Çevrimiçi) [http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=248488](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=248488) (06.03.2009).

<sup>3</sup> Cahit ADAOĞLU, “Yasal Düzenlemelerin İstanbul Menkul Kıymetler Borsası (İMKB) Şirketlerinin Temettü Politikalarına Etkisi”, ss. 2 – 3.

göstermiştir. İMKB’de işlem gören firma sayısı 01.08.2009 tarihi itibariyle 324 adettir.

1990’lardan beri İMKB’ye kote edilmiş olan şirketler incelendiğinde, Türk şirketlerinin şu özellikleri dikkat çekmektedir: Mülkiyet yapısı önemli ölçüde konsantredir, mülkiyet ve yönetim birbirlerinden ayrılmamıştır. Genellikle kurucu aile, yönetim kurulu üyesi olarak yönetimdedir. Bankası olan bir grupta kurucu aile piramit yapının tepesinde yer almaktadır. Türkiye’de kurumsal yönetim sistemi tepe yöneticisinin değişmesi yolu ile işlemektedir. Şirketin kurucu ailesinden bir üyenin yönetimde yer alması satışların artmasını sağlamaktadır<sup>4</sup>.

1994 – 2003 yılları arasında hisse senetleri İMKB’de işlem gören işletmelerin kar payı (temettü) dağıtım politikaları incelendiğinde, işletmelerin büyük bir kısmının nakit kar payı dağıtım şeklini tercih ettikleri, bedelsiz hisse senedi vererek yapılan kar payı dağıtım ile kısmen bedelsiz hisse senedi kısmen de nakit ile yapılan kar payı dağıtım şekillerini fazla tercih etmedikleri görülmektedir. Ayrıca kar payı dağıtan işletmelerin oranın giderek azaldığı da tespit edilmiştir<sup>5</sup>.

2000 – 2008 yılları arasında İMKB’de hisse senedi ve nakit olarak dağıtılan temettüler incelendiğinde (**Tablo 1**), 2001 yılı dışında sürekli bir artışın olduğu, “nakit olarak dağıtılan temettü / hisse senedi olarak dağıtılan temettü” oranının giderek arttığı da görülebilmektedir.

---

<sup>4</sup> Yuko HISA, “Turnover and Ownership Structure in Turkey”, s. 1, 2007, (çevrimiçi) [http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=965435](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=965435) (21.08.2008).

<sup>5</sup> Adem ANBAR, “Hisse Senetleri İMKB’de İşlem Gören İşletmelerde Kar Payı Dağıtım Politikası”, **Mali Çözüm**, 2006, S. 75, ss. 217 – 224, (çevrimiçi) <http://archive.ismmmo.org.tr/docs/malicozum/75MaliCozum/18%20adem%20anbar.pdf> (18.12.2009).

**Tablo 2: İMKB’de Yıllara Göre Dağıtılan Temettü Tutarları  
(2000 – 2008)**

YIL	Hisse Senedi Olarak Dağıtılan Temettü (TL)	Nakit Olarak Dağıtılan Temettü (Brüt)	
		TL	USD*
2000	401.260.300	664.658.464	573.136.285
2001	241.113.935	656.393.473	472.649.811
2002	379.302.678	933.346.856	600.876.161
2003	423.277.749	1.839.163.651	1.303.089.271
2004	532.167.673	3.910.275.731	2.883.388.682
2005	669.718.062	5.147.574.107	3.566.828.013
2006	831.650.524	7.183.299.239	5.393.958.616
2007	1.474.933.134	7.581.262.663	5.997.780.361
2008	1.474.576.441	10.338.949.833	**

**Notlar:**

\* (Temettü ödeme günü olan) TCMB USD efektif alış kuru karşılığı

\*\* İMKB tarafından 28.12.2009 itibariyle ifşa edilmemiştir.

**Kaynak:** İMKB web sitesinden alınan verilerinden seçilerek oluşturulmuştur. (çevrimiçi)  
<http://www.imkb.gov.tr/Data/StocksData.aspx> (28.12.2009).

2000 – 2008 dönemi için İMKB’de işlem gören hisse senetlerinin piyasa fiyatları, fiyat/kazanç oranları ve temettü verim oranları aşağıdaki tabloda (**Tablo 2**) gösterilmektedir<sup>6</sup>.

<sup>6</sup> Fiyat Kazanç Oranı: Firmanın geçmiş verilerinden ya da aynı iş kolundaki diğer firmaların verilerinden yararlanılarak, işletmelerin piyasa değerleri ile defter değerleri arasında uygun bir katsayı bulunmaya çalışılır. Hisse Senedi Temettü Verimi: Dönem başında satın alınan bir pay senedine ödenen paranın ne kadarının yıl içinde temettü olarak geri kazanıldığını gösterir. Niyazi BERK, **a.g.e.**, s. 404; Pay senedi (aksiyon) rantabilitesi olarak da isimlendirilmektedir. Temettü verimi, hisse başına düşen temettü miktarının hisse senedi fiyatına bölünmesi ile, temettü dağıtım oranı ise, temettü verimi ile fiyat/kazanç oranının çarpılması suretiyle hesaplanır. Mustafa Kemal YILMAZ, “Hisse Senetleri İMKB’de İşlem Gören Şirketlerin Temettü Politikaları Üzerine Bir Analiz”, **İMKB Dergisi**, Cilt: 7, Sayı: 25 – 26, Ocak – Haziran 2003, ss. 18 – 40, (çevrimiçi)  
[http://www.imkb.gov.tr/Libraries/imkblog/İMKB\\_Dergisi\\_Turkce25\\_26.sflb.ashx](http://www.imkb.gov.tr/Libraries/imkblog/İMKB_Dergisi_Turkce25_26.sflb.ashx) (28.12.2009).

**Tablo 3: İMKB’de Yıllara Göre İşlem Gören Firmaların  
Piyasa Fiyatları Toplamı, P/E ve Temettü Verim Oranları  
(2000 – 2008)**

	Piy.Fiy.Top.(*)		Fiyat/Kazanç Or.(P/E)			Tem. Ver. Or.
	Mil. TL	Mil. ABD\$ (**)	TL(***)	TL(****)	ABD\$ (**)	%
2000	46.692	69.507	16,82	16,11	14,05	1,29
2001	68.603	47.689	108,33	824,42	411,64	0,95
2002	56.370	34.402	195,92	26,98	23,78	1,20
2003	96.073	69.003	14,54	12,29	13,19	0,94
2004	132.556	98.073	14,18	13,27	13,96	1,37
2005	218.318	162.814	17,19	19,38	19,33	1,71
2006	230.038	163.775	22,02	14,86	15,32	2,10
2007	335.948	289.986	12,16	11,97	13,48	1,90
2008	182.025	119.698	5,55	5,76	4,63	4,93

**Notlar:**

- \* TL değerlerinin ABD\$'na çevrilmesinde T.C. Merkez Bankası'nın günlük efektif alış kuru kullanılmıştır.
- \*\* İMKB Yönetim Kurulu'nca hisse senetleri Borsa kotundan çıkarılarak Kot Dışı Pazar kaydına alınan ve Borsa Pazarlarında işlem görmekten geçici olarak men edilerek Borsa dışında alım satım işlemlerine tabi olan şirketler, toplam piyasa değerine dahil edilmemiştir.
- \*\*\* Son iki altışar aylık dönem.
- \*\*\*\* Son dört üçer aylık dönem.

**Kaynakça:** İMKB web sayfasından alınan seçilmiş bilgilerden oluşmaktadır.  
<http://www.imkb.gov.tr/Data/Consolidated.aspx> (20.12.2009).

## 4.2. Türkiye’de Kar Dağıtım ve Yasal Mevzuat

İşletmelerin kar payı dağıtım ve yatırım politikaları, birbirlerini etkileyen ve tamamlayan bir takım finansal kararların alınmasını zorunlu kılan politikalardır. Türkiye’de işletmenin kar dağıtım politikaları halka açık anonim şirketlerde ticaret hukuku mevzuatı, sermaye piyasası mevzuatı, vergi mevzuatı, şirket ana sözleşmeleri



ve şirket genel kurul kararları ile şekillenmektedir. Aşağıda temettü politikalarını belirleyen / etkileyen yasal mevzuata kısaca değinilmektedir.

#### **4.2.1. Sermaye Piyasası Mevzuatı**

Sermaye Piyasası Kanunu, sermaye piyasasının gelişimi, yatırımcıların daha yüksek oranda kar payı almaları ve haklarının korunması amaçlarına dönük olarak bazı önemli hükümler getirmiştir. Halka açık anonim şirketlerde Sermaye Piyasası Kanunu (SPKa) birinci temettüyü, Türk Ticaret Kanunu'ndan (TTK) farklı olarak ayrıca düzenlemiştir.

Halka açık anonim ortaklıkların esas sözleşmelerinde birinci temettü oranının gösterilmesi zorunludur. Bu oran, Kurul (Sermaye Piyasası Kurulu - SPK) tarafından belirlenecek ve tebliğlerle ilan edilecek miktardan aşağı olamaz. Kurul, ihraççıların türleri ve dağıtılabilir kar tutarları itibariyle temettü dağıtım zorunluluğunu kaldırabilir veya erteleyebilir... Halka açık anonim ortaklıklar<sup>7</sup>, sermaye piyasası mevzuatına uygun olarak düzenlenmiş ve bağımsız denetimden geçmiş üçer aylık ara dönemler itibariyle hazırladıkları mali tablolarında yer alan karlarından, kanunlara ve esas sözleşmeye göre ayırmak zorunda oldukları yedek akçeler ile vergi karşılıkları düşüldükten sonra kalan kısmın yarısını geçmemesi, ana sözleşmelerinde hüküm bulunması ve genel kurul kararıyla ilgili yılla sınırlı olmak üzere yönetim kuruluna yetki verilmesi koşullarıyla temettü avansı dağıtılabilir. Her ara dönemde verilecek temettü avansı bir önceki yıla ait bilanço karının yarısını aşamaz. Önceki dönemde ödenen temettü avansları mahsup edilmeden ilave temettü avansı verilmesine ve temettü dağıtılmasına karar verilemez... Halka açık anonim ortaklıkların sermaye artırımlarında bedelsiz paylar, artırım tarihindeki mevcut paylara dağıtılır (SPKa Madde 15)<sup>8</sup>.

---

<sup>7</sup> Pay sahibi sayısı 250'yi aşan anonim ortaklıkların hisse senetleri halka arz olunmuş sayılır ve bu ortaklıklar, halka açık anonim ortaklık hükümlerine tabi olurlar. Bkz. 28.07.1981 tarih ve 2499 sayılı Sermaye Piyasası Kanunu m. 11.

<sup>8</sup> 28.07.1981 tarih ve 2499 sayılı Sermaye Piyasası Kanunu, (Değişik madde: 15/12/1999 4487/5 md.) m. 15, (çevrimiçi) <http://www.mevzuat.adalet.gov.tr/html/551.html> (27.11.2009).

Ortaklıkların esas sözleşmelerinde birinci temettü oranının gösterilmesi zorunludur. Ortaklıkların birinci temettü tutarı, hesap dönemi kârından kanunlara göre ayrılması gereken yedek akçeler ile vergi, fon ve mali ödemeler ve varsa geçmiş yıl zararları düşüldükten sonra kalan dağıtılabılır kârın %20'sinden az olamaz<sup>9</sup>.

Hisse senetleri borsada işlem gören anonim ortaklıklar, genel kurullarının alacağı karara bağlı olarak temettüyü;

- a) Tamamen nakden dağıtma,
- b) Tamamen hisse senedi olarak dağıtma,
- c) Belli oranda nakit belli oranda hisse senedi olarak dağıtarak kalanını ortaklık bünyesinde bırakma,
- d) Nakit ya da hisse senedi olarak dağıtmadan ortaklık bünyesinde bırakma, konusunda serbesttir<sup>10</sup>.

24.06.2004 tarih ve 25502 sayılı İstanbul Menkul Kıymetler Borsası Kotasyon Yönetmeliği'nin 24. maddesi, "Kamunun aydınlatılmasında azami özenin gösterilmemesi ve yatırımcıların yatırım kararı almasında etkili olacak ve menkul kıymetin piyasa değerinde değişiklik yapabilecek her türlü bilgi ve belgenin derhal en seri haberleşme vasıtasıyla kamuya açıklanmak üzere ilgili düzenlemeler çerçevesinde Borsaya (İMKB) bildirilmemesi ve benzeri konularla ilgili olarak getirilen düzenlemelere uyulmaması ..."nı "Borsa Kotundan Çıkarmayı Gerektiren Durumlar" başlığı altında ele almaktadır<sup>11</sup>.

---

<sup>9</sup> Sermaye Piyasası Kanunu'na Tabi Olan Halka Açık Anonim Ortaklıkların Temettü ve Temettü Avansı Dağıtımında Uyacakları Esaslar Hakkında Tebliğ (Seri: IV, No: 27), m. 4, (çevrimiçi) [http://www.spk.gov.tr/mevzuat/pdf/Bolum\\_3/3\\_1\\_11\\_SeriIV\\_No27.pdf](http://www.spk.gov.tr/mevzuat/pdf/Bolum_3/3_1_11_SeriIV_No27.pdf) (27.11.2009).

<sup>10</sup> A.e., m. 5.

<sup>11</sup> İstanbul Menkul Kıymetler Borsası Kotasyon Yönetmeliği, 24.06.2004 tarih ve 25502 sayılı RG, (çevrimiçi) <http://www.imkb.gov.tr/Regulations/Bylaws.aspx> (23.03.2010).

## 4.2.2. Ticaret Hukuku Mevzuatı

“... Esas mukaveleye göre umumi heyetin muayyen zamanlarda yapacağı âdi toplantı gündemine... Şirketin bilânço ve kâr zarar hesabını ve kazancının dağıtılması hakkındaki tekliflerin tasdiki veya değiştirilecek şekilde kabul yahut reddi (TTK Madde 369/2).” de konular denilerek, şirket yönetim kurulunun şirketin bilanço ve tablosunun kabulü ve kar dağıtım tekliflerini şirket genel kuruluna sunması gerektiği belirtilmektedir.

“... umumi heyet aşağıdaki maddelerde bildirilen şartlar dairesinde esas mukavelenin bütün hükümlerini değiştirebilir. Şu kadar ki, münferit pay sahiplerinin bu sıfatla haiz oldukları müktesep haklarda rızaları olmaksızın hiçbir değişiklik yapılamaz. Müktesep haklar ... kâr payı almak ... gibi haklardır (TTK Madde 385)”.

Her pay sahibi, kanun ve esas mukavele hükümlerine göre pay sahiplerine dağıtılmaya tahsis olunan sâfi kazanç, payı nispetinde iştirak hakkına haizdir (TTK Madde 455)... Esas mukavelede aksine bir hüküm yoksa kazanç ve tasfiye payları, esas sermayeye mahsuben ortağın şirkete yaptığı ödemelerle mütenasiben hesap ve tesbit olunur (TTK Madde 456)<sup>12</sup>.

“Her yıl sâfi kârın yirmide birinin ödenmiş esas sermayenin beşte birini buluncaya kadar umumi yedek akçe [I. Tertip Yedek Akçe] olarak ayrılması mecburidir (TTK Madde 466)... Sâfi kârdan, birinci fıkrada yazılı yedek akçeden başka pay sahipleri için % 5 kâr payı ayrıldıktan sonra, pay sahipleriyle kâra iştirak eden diğer kimselere dağıtılması kararlaştırılmış olan kısmın onda biri ... (TTK Madde 466/3)” de II. Tertip Yedek Akçe olarak ayrılacaktır.

Yedek akçeye sâfi kârın yirmide birinden fazla bir meblâğın ayrılacağı ve yedek akçenin ödenmiş olan esas sermayenin beşte birini aşabileceği hakkında esas mukaveleye hüküm konabilir ... (TTK Madde 467). Kanuni ve ihtiyari yedek

---

<sup>12</sup> 29.06.1956 tarih ve 6762 sayılı Türk Ticaret Kanunu, (çevrimiçi) <http://www.vergiturk.com/ttk1b.htm> (27.11.2009).

akçelerle kanun ve esas mukavele hükmünce ayrılması gerekli diğer paralar sâfi kârdan ayrılmadıkça kâr payı dağıtılamaz... (TTK Madde 469).

... Kâr payı ancak sâfi kârdan ve bu gaye için ayrılan yedek akçelerden dağıtılabılır (TTK Madde 470).

Ticaret hukukunda genel kabul gören görüşe göre, kâr dağıtımına konu olabilecek kalemler şunlardır<sup>13</sup>;

- Son hesap döneminde elde edilen safi kâr,
- Önceki dönemlerde elde edilmiş kârlardan dağıtılmayan kısımlar,
- Kâr dağıtımına istikrar kazandırma amacıyla ayrılan yedek akçeler,
- Belli bir amaca tahsis edilmemiş olağanüstü yedek akçeler,
- İhtiyari yedek akçelerden dağıtılması mümkün olan kısım.

Mevzuatımızda kar dağıtımı konusunda üç temel ilkenin benimsendiği söylenebilir: (i) net kar ilkesi, (ii) esas sermayenin kar dağıtımından olumsuz şekilde etkilenmemesi ilkesi, (iii) kar dağıtacak firmanın borçlarını ödeme gücüne sahip olması ilkesi. Net kar ilkesi, kar payının ancak cari yıl net karından veya geçmiş yıllarda bu amaçla ayrılmış yedek akçelerden (dağıtılmamış karlardan) ödenebileceğini ifade etmektedir. Esas sermayenin kar dağıtımından olumsuz şekilde etkilenmemesi ilkesi, sermayenin kar payı olarak dağıtılmasını önlemekte ve bu şekilde şirket ortaklarını ve şirketten alacaklı olanları korumak amacını gütmektedir. Borç ödeme yeteneğinin varlığı ilkesi de borç tutarı net varlığından daha yüksek olan şirketin kar dağıtımını yasaklamaktadır<sup>14</sup>.

#### 4.2.3. Vergi Hukuku Mevzuatı

Şirketlerin karlarını şirkette bırakmalarını özendirmek amacıyla, sadece kâr dağıtımı halinde stopaj yapılması için Gelir Vergisi Kanunu'nun 94/6 - B-i bendine "Kârın sermayeye ilavesi kâr dağıtımı sayılmaz" hükmü getirilmiştir. Buna göre

<sup>13</sup> Murat CEYHAN, "Kar Dağıtımı ve Muhasebesi", (çevrimiçi) [http://www.alomaliye.com/eylul\\_06/murat\\_ceyhan\\_kar\\_dagitimi.htm](http://www.alomaliye.com/eylul_06/murat_ceyhan_kar_dagitimi.htm), (27.11.2009).

<sup>14</sup> Öztin AKGÜÇ, **Finansal Yönetim**, ss. 783 - 784.

şirketler, dönem karlarını nakit olarak dağıtmak yerine sermayeye ekleyerek ortaklarına bedelsiz hisse senedi vermeleri halinde, gelir vergisi ödemeyecekler ve ortaklar da bir temettü geliri elde etmediklerinden dolayı yıllık gelir vergisi beyannamesi vermeyeceklerdir. Bundan güdülen amaç, şirketlerin mali bünyelerini kuvvetlendirmeye yönelik olarak karlarını dağıtmayıp şirket sermayesine ilave etmelerini sağlamaktır<sup>15</sup>.

### 4.3. Veri Seti ve Metodoloji

Sinyalizasyon modelleri ampirik olarak iki şekilde test edile gelmiştir. İlki vaka çalışmalarıdır ve bir değişken sinyaldeki değişiklikleri inceleyip piyasadaki reaksiyonu gözlemlemeye dayanır. İkinci tür ampirik çalışmalar seti, değişken sinyal ile kazançlar ya da nakit akışı arasındaki dinamik bağlantıyı zaman serileri kullanarak araştırmaya dayanır<sup>16</sup>.

Önceki kullanılan baskın yöntem, bir regresyon modelinden temettü beklentilerini tahmin etmek ya da en güncel temettüleri beklenen temettü olarak kullanmak şeklindeydi. Böylece her zaman sonraki data ya da temettü gerçekleştirmeleri kullanılmıştır. Daha sonraki yaklaşımda saf temettü değişimi, cari ve geçmiş temettüler arasındaki fark olarak ele alınmıştır.

Ancak saf temettü değişimine karşı ciddi eleştiriler de bulunmaktadır. Özünde saf beklentiler modeli, beklenen ve beklenmeyen değişiklikleri birbirinden ayırt edemez. Yoon ve Starks'a (1995) göre saf temettü değişimi modeli "gerçekçi olmayabilir", çünkü model piyasanın en son temettü beklentilerini içermeyecektir. Bajaj ve Vijh (1990) araştırma alanındaki problemi şu şekilde özetlemektedir: "Temettü değişikliğinin sürpriz olan parçasının ölçümü hakkında bir kıstas yoktur".

---

<sup>15</sup> Murat CEYHAN, a.g.e.

<sup>16</sup> Paul D. KOCH, Catherine SHENOY, "The Information Content of Dividend and Capital Structure Policies", **Financial Management**, Vol. 28, No. 4, Kış 1999, ss. 17 - 18, <http://www2.business.ku.edu/pkoch/documents/Div-Lev.pdf> (15.01.2010).

Benzer şekilde Elton (1999), varlık fiyatlama araştırmasının getiri gerçekleştirmeleri ile beklentileri tahmin etme sorununa dikkat çekmektedir<sup>17</sup>.

Ampirik çalışmamız ikinci tür ampirik çalışma şeklindedir. Başka bir deyişle, sinyalizasyon teorisinin test edilmesi için şirket temettüleri ile gelecek dönemlere ait şirket kazançları arasındaki ilişkiden yararlanılacaktır.

İMKB verilerine dayanarak yapılan ampirik analizlerdeki temel amacımız, şirketlerin t zamanında dağıtmış oldukları nakit temettüler ile t+ zamanındaki şirket karlılığı arasında bir ilişkinin olup olmadığının tespit edilebilmesidir. Bu anlamda tüm veriler mikro veya firmasal nitelikte olup, İstanbul Menkul Kıymetler Borsası'nın (İMKB) websitesinden alınmıştır<sup>18</sup>.

Sinyalizasyon literatüründe “temettü” kelimesi, genellikle nakdi temettüyü ifade edilmektedir. Sermaye piyasası mevzuatımızda firmalar temettülerini nakdi veya gayrinakdi olarak dağıtabilmektedir. Zaten Türkiye ölçeğinde firmalar da çoğunlukla nakdi temettü dağıtma yoluna gitmektedirler<sup>19</sup>. Dolayısı ile bütün analizlerimizde kullanılan temettü kelimesi, şirketlerin dağıtmış olduğu “brüt nakit” temettüyü ifade etmektedir<sup>20</sup>.

---

<sup>17</sup> Upinder S. DHILLION, Kartik RAMAN, Gabriel G. RAMIREZ, “Analysts’ Dividend Forecasts and Dividend Signaling”, Haziran 2003, ss. 2 - 3, (çevrimiçi) [http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=420782](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=420782) (02.01.2010).

<sup>18</sup> Bunun için bkz. <http://www.imkb.gov.tr>.

<sup>19</sup> Nakit temettüyü ampirik analizlerinde dikkate alan son çalışmalar için mesela bkz. Amy Chun-Chia CHANG, Praveen KUMAR, Shiva SIVARAMAKRISHNAN, “Dividend Changes and Signaling of Future Cash Flows”, 09 Mart 2006, (çevrimiçi) [http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=881511](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=881511); Farzad FARSIO, Amanda GEARY, Justin MOSER, “The Relationship Between Dividends and Earnings”, Journal of Economic Educators, V. 4, N. 4, 2004, (çevrimiçi) <http://www.mtsu.edu/~jee/pdf/farsio.pdf> (07.09.2009).

<sup>20</sup> **Kar Payı Dağıtım Şekilleri; 1 - Nakden kar payı dağıtımı; 2 - Pay senedi şeklinde kar dağıtımı:** Bazı şirketler dağıtılmamış karlarının veya ihtiyari (olağanüstü yedek akçeler dahil) yedek akçelerinin bir bölümünü veya tamamını, ortaklarına pay senedi vermek yoluyla sermaye artışında kullanılmaktadırlar; **3 - Pay senetlerinin nominal değerlerinin azaltılması yoluyla pay senetlerinin sayısının artırılması (stock split, hisse bölünmesi):** Piyasa fiyatlarının yüksek olması nedeniyle, sermaye piyasasında alım satımı güçleşen pay senetlerinin fiyatlarını düşürerek, pay senetlerinin el değiştirmesini kolaylaştırmak için şirketlerce alınan bir önlem de, pay senetlerinin nominal değerinin belirli bir oranda azaltılması yoluyla pay senetlerinin sayısının artırılmasıdır. Bu uygulamada paydaşların elindeki pay senetlerinin adedi artar, ancak pay senetlerinin nominal değeri aynı oranda azaldığından her bir ortağın şirketteki görece payı değişmemiş olur; **4 – Şirketin kendi pay senetlerini satın alarak kar payı ödemesi:** Bir şirket pay senetlerini satın alarak, dolanımda bulunan pay senedi adedini azaltmakta, bu işlem şirketin net karını etkilememe koşuluyla pay başına geliri

Temettü ve karlılık arasındaki ilişkiyi ıspatlayabilmek için, literatürde farklı karlılık rasyolarının kullanılabilirdiğini de görmekteyiz. Sözelimi karlılık rasyolarının temel ayaklarından birisini oluşturan özkaynak büyüklüğü için, “ödenmiş sermaye” kalemi kullanılabilir. Örneğin Tian vd. (2006) temettü değişimleriyle gelecekteki şirket karlılığını konu eden çalışmalarında, paydaki özkaynak defter değerini ifade etmek üzere ödenmiş sermayeyi (hisse senedi birim defter değeri\*hisse senedi sayısı) baz almıştır. Görüldüğü gibi buradaki özkaynak tanımı, bizim mevzuatımızda daha çok ödenmiş sermaye veya (ödenmemiş sermaye olması durumunda) sermaye kalemine denk gelmektedir.

Öte yandan Grullon vd.’ne (2003) baktığımızda özkaynak defter değeri olarak, tüm özkaynak grubunun (şirket bilançolarının sermaye kalemi dahil) dikkate alınmış olduğunu görüyoruz. Yine söz konusu yazarlar karlılık rasyosunun payında, faaliyet karının kar rakamı olarak kullanılabilirdiğine dikkat çekmişlerdir. Bu ve benzeri farklılıkları minimize edebilmek ve analiz sonuçlarını genelleştirebilmek için, aşağıda yer alan genel kabul görmüş 7 (yedi) farklı karlılık rasyosu tanımlanarak analizlerimizde kullanılmıştır (**Tablo 4**).

Tablo 4: Değişken Tanımları	
<i>Değişkenler</i>	<i>Tanımlar</i>
<i>Bağımlı Değişkenler</i>	
<b>ROA1</b>	Aktif Karlılığındaki % Değişim [= [(Bir sonraki dönemdeki Dönem Net Karı (Zararı))/(Bir sonraki dönemdeki Toplam Aktif Büyüklüğü) – (Cari dönemdeki Dönem Net Karı (Zararı))/(Cari dönemdeki Toplam Aktif Büyüklüğü)]/ [(Cari dönemdeki Dönem Net Karı (Zararı))/(Cari dönemdeki Toplam Aktif Büyüklüğü)]

arttırmaktadır. Hisse başına gelirin yükselmesi pay senedinin piyasa fiyatını arttırmakta, ortaklar nakit kar payı yerine değer artışı (sermaye kazancı) elde etmektedirler. Ülkemizde kural olarak uygulanmamaktadır. **5 – Diğer kar payı ödeme şekilleri:** Diğer ülkelerde, ayrıksı olarak bono temettü, aynı temettü gibi kar payı dağıtma şekillerine rastlanmaktadır. Bkz. Öztin AKGÜÇ, **Finansal Yönetim**, ss. 792 - 798.

<b>ROA2</b>	Aktif Karlılığındaki % Değişim [= [(Bir sonraki dönemdeki Faaliyet Karı (Zararı))/(Bir sonraki dönemdeki Toplam Aktif Büyüklüğü) – (Cari dönemdeki Faaliyet Karı (Zararı))/(Cari dönemdeki Toplam Aktif Büyüklüğü)]/[(Cari dönemdeki Dönem Net Karı (Zararı))/(Cari dönemdeki Toplam Aktif Büyüklüğü)]]
<b>ROC1</b>	Sermaye Karlılığındaki % Değişim [= [(Bir sonraki dönemdeki Dönem Net Karı (Zararı))/(Bir sonraki dönemdeki Ödenmiş Sermaye) – (Cari dönemdeki Dönem Net Karı (Zararı))/(Cari dönemdeki Ödenmiş Sermaye)]/ [(Cari dönemdeki Dönem Net Karı (Zararı))/(Cari dönemdeki Ödenmiş Sermaye)]
<b>ROC2</b>	Sermaye Karlılığındaki % Değişim [= [(Bir sonraki dönemdeki Faaliyet Karı (Zararı))/(Bir sonraki dönemdeki Ödenmiş Sermaye) – (Cari dönemdeki Faaliyet Karı (Zararı))/(Cari dönemdeki Ödenmiş Sermaye)]/ [(Cari dönemdeki Dönem Net Karı (Zararı))/(Cari dönemdeki Ödenmiş Sermaye)]
<b>ROE</b>	Özkaynak Karlılığındaki % Değişim [= [(Bir sonraki dönemdeki Dönem Net Karı (Zararı))/(Bir sonraki dönemdeki Toplam Özkaynaklar) – (Cari dönemdeki Dönem Net Karı (Zararı))/(Cari dönemdeki Toplam Özkaynaklar)]/ [(Cari dönemdeki Dönem Net Karı (Zararı))/(Cari dönemdeki Toplam Özkaynaklar)]
<b>OP</b>	Faaliyet Karındaki % Değişim [= (Bir sonraki dönemdeki Faaliyet Karı [Zararı] – Cari dönemdeki Faaliyet Karı [Zararı])/Cari dönemdeki Faaliyet Karı [Zararı]
<b>NPAT</b>	Dönem Net Karındaki % Değişim [= (Bir sonraki dönemdeki Dönem Net Karı [Zararı] – Cari dönemdeki Dönem Net Karı [Zararı])/Cari dönemdeki Dönem Net Karı [Zararı]



<b>Bağımsız (Açıklayıcı) Değişken</b>	
<b>TEMETTÜ</b>	Temettüdeki % Değişim [= (Cari dönemde ödenen temettü – Bir önceki dönemde ödenen temettü) / Bir önceki dönemde ödenen temettü]

**Belirlenen bu değişkenlerin finansal olarak ne anlama geldikleri konusundaki açıklamalara aşağıda kısaca değinilmektedir;**

**Net Kar / Aktif Toplamı Oranı:** Bir firmanın yapmış olduğu yatırımın karlılığını, başka bir deyişle aktiflerinin (varlıklarının) ne ölçüde verimli kullanıldığını göstermek için kullanılmaktadır<sup>21</sup>. Net Kar / Aktif Toplamı oranı sonuçlarının kuvvetlendirilebilmesi amacıyla, Faaliyet Karı / Aktif Toplamı oranı da analize konu edilmiştir.

**Net Kar / Ödenmiş Sermaye Oranı:** İşletmenin elde ettiği karla, o firmaya firmanın sahip veya sahipleri tarafından sağlanan sermaye arasındaki ilişkinin belirlenmesi, karlılık analizinde anlamlı bir ilişki olmaktadır. Karla sermaye arasındaki ilişkileri ifade etmek üzere “mali rantabilite” terimi kullanılmaktadır. Mali rantabilite hesaplanırken dönem net karı, firmanın (i) nominal sermayesine, (ii) ödenmiş sermayesine, (iii) efektif sermayesine, (iv) öz sermayesine oranlanabilir<sup>22</sup>. Net Kar / Ödenmiş Sermaye oranı sonuçlarının kuvvetlendirilmesi amacıyla, Faaliyet Karı / Ödenmiş Sermaye oranı da analize konu edilmiştir.

**Faiz ve Vergi Öncesi Kar (FVÖK) [Faaliyet Karı] / Aktif Toplamı Oranı:** Ekonomik rantabilite olarak da nitelendirilen bu oran, bir firmanın kaynaklarını ne ölçüde karlı kullandığını göstermektedir. Anılan oranın kullanılmasıyla karla yatırım arasındaki ilişki, firmanın finansman yapısından bağımsız olarak incelenebilmektedir<sup>23</sup>.

<sup>21</sup> Öztin AKGÜÇ, **Finansal Yönetim**, ss. 67 – 68.

<sup>22</sup> **A.e.**, ss. 63 – 65.

<sup>23</sup> **A.e.**, ss. 68 – 69.

**Faaliyet Karı Değişimi:** Brüt satış karından genel yönetim, Ar – Ge ve Pazarlama, Satış ve Dağıtım Giderlerinin indirilmesiyle faaliyet karı bulunmaktadır. Faaliyet karı tam rekabet koşullarında işletme yöneticilerinin yetenek ve başarı derecelerini gösteren iyi bir ölçüdür<sup>24</sup>.

**Net Kar Değişimi:** Ödenecek vergi ve benzeri yasal yükümlülükler için karşılık ayrıldıktan sonra kalan tutar, işletmenin o hesap döneminde sağladığı net kardır<sup>25</sup>.

Yukarıda belirtilen değişkenler şu şekildedeki ifade edilebilirler (**Tablo 5**):

Tablo 5: Değişken Tanımları	
<i>Değişkenler</i>	<i>Tanımlar</i>
<b><i>Bağımlı Değişkenler</i></b>	
<b>ROA1</b>	$(ROA1_{t+1} - ROA1_t) / ROA1_t [\%]$
<b>ROA2</b>	$(ROA2_{t+1} - ROA2_t) / ROA2_t [\%]$
<b>ROC1</b>	$(ROC1_{t+1} - ROC1_t) / ROC1_t [\%]$
<b>ROC2</b>	$(ROC2_{t+1} - ROC2_t) / ROC2_t [\%]$
<b>ROE</b>	$(ROE_{t+1} - ROE_t) / ROE_t [\%]$
<b>OP</b>	$(OP_{t+1} - OP_t) / OP_t [\%]$
<b>NPAT</b>	$(NPAT_{t+1} - NPAT_t) / NPAT_t [\%]$
<b><i>Bağımsız (Açıklayıcı) Değişken</i></b>	
<b>TEMETTU</b>	$(TEMETTU_t - TEMETTU_{t-1}) / TEMETTU_{t-1} [\%]$

Tabloda değişken altsimgelerinde yer alan “t” cari dönemi (şimdiki zamanı), “t + 1” bir sonraki dönemi (gelecek zamanı) ve “t – 1” ise bir önceki dönemi (geçmiş zamanı) sembolize etmektedir. Daha önce de işaret edildiği üzere, literatürde dönem karı daha sıklıkla kullanılmakla birlikte, faaliyet karı da şirketlerin ana faaliyetlerinden elde ettikleri kazançları göstermeleri açısından önem arz etmektedir. Başka bir deyişle, dönem net karı ve faaliyet karı birbirlerinin alternatifidir. Bu nedenle, aktif ve sermaye karlılıkları için iki farklı rasyo

<sup>24</sup> Öztin AKGÜÇ, **Mali Tablolarda Analizi**, 13. Baskı, Avcıol Basım, İstanbul 2008, s. 246.

<sup>25</sup> **A.e.**, s. 251.

öngörülerek toplamda yedi farklı karlılık rasyosu (bağımlı değişken) belirlenmiş olup, bu amacımız için oldukça yeterlidir. Bu bilgiler doğrultusunda hipotezimiz aşağıdaki şekilde ifade edilebilir:

“**H<sub>1</sub>**: Temettü ödemelerindeki değişimler ile şirket karlılığındaki değişimler arasında pozitif yönlü bir ilişki vardır.”

Hipotezimizi sinyalizasyon veya temettünün bilgi içeriği savı bağlamında yeniden ifade edecek olursak:

“**H<sub>1</sub>**: Önceki dönemde yapılan temettü ödeme oranındaki artışlar, takip eden dönemlerde şirket karlılığının artacağı anlamına gelmektedir.

Temettü-karlılık ilişkisini öngören hipotezimiz, panel data analizi<sup>26</sup> yöntemiyle test edilmiştir. Panel regresyonu hem sabit hem de rassal etkiler modelleri çerçevesinde yapılandırılabilir.

Sabit etkiler modeli aşağıdaki şekilde tanımlanmaktadır:

$$Y_{it} = \delta_0 + \delta_1 X_{it} + \epsilon_{it}$$

Rassal etkiler modeli ise aşağıdaki şekilde tanımlanmaktadır:

$$Y_{it} = \delta_0 + \delta_1 X_{it} + \epsilon_{it}$$

Yukarıda sırasıyla Y bağımlı değişkeni, X bağımsız değişkeni, ε hata terimini, i altsimgesi yatay kesit veya grubu (halka açık şirketleri) ve t altsimgesi ise zamanı göstermektedir. Diğer bir ifadeyle; [öncü] bağımlı değişken olan Y sırasıyla, ROA1, ROA2, ROC1, ROC2, ROE, OP ve NPAT anlamlarına, öte yandan bağımsız veya açıklayıcı [gecikmeli] değişken olan X ise TEMETTU anlamına gelmektedir. Verisetimiz STATA 10.1 programı kullanılarak analiz edilmiştir.

---

<sup>26</sup> Panel veri analizi için şu kaynaklara bakılabilir: Recep KÖK, Nevzat ŞİMŞEK, “Panel Veri Analizi”, t.y., (çevrimiçi) <http://www.deu.edu.tr/userweb/recep.kok/dosyalar/panel2.pdf> (11.10.2009); Robert YAFFEE, 2005, “A primer for panel data analysis”, [http://www.nyu.edu/its/pubs/connect/fall03/yaffee\\_primer.html](http://www.nyu.edu/its/pubs/connect/fall03/yaffee_primer.html) (11.10.2009).

Analizlere geçmeden hemen önce belirtelim ki amacımız, hipotezimizde de belirtildiği üzere, İMKB'ye kote edilmiş firmaların ödedikleri temettülerdeki değişimlerin, takip eden dönemdeki karlılık değişimlerini istatistiksel olarak anlamlı bir şekilde açıklayıp açıklamadıklarının sınanmasıdır. Amacımız karlılığı en iyi tahmin eden modeli saptamak veya karlılığı en çok açıklayan/belirleyen etkenleri tespit etmek değildir<sup>27</sup>. Aşağıdaki bölümde analiz bulguları tüm detaylarıyla birlikte ele alınmaktadır.

#### 4.4. Ampirik Analiz

İMKB'de bulunan şirketlerin temettüleri ile bu şirketlerin daha sonraki dönemlerdeki karlılıkları arasındaki ilişkinin tespit edilebilmesi için veriler öncelikle bir ayıklamaya tabi tutulmuştur. Bu ayıklamada öncelikle bankalar, sigorta kurumları, aracı kuruluşlar, holding şirketleri, faktoring şirketleri, gayrimenkul yatırım ortaklıkları, katılım bankaları gibi firmalar analize konu edilecek olan firmalardan ayrılmıştır. Neden bu tür firmaların ayıklandığı ise, bu kurumların bir kısmının kamunun yakın menfaatini ilgilendirmesi sebebi ile devletin sıkı gözetimi ve denetimi altında olmaları, kullandıkları hesap planının diğer firmaların kullandığı hesap planlarından çok ciddi farklılıklar taşımaları veya hesaplarının kullanımında hesaplara yüklenen anlamların diğer şirketler ile paralellik arz etmemeleri ile ilgilidir. Gerçekten de Türkiye örneğinde, bankaların ve sigorta şirketlerinin kendilerine has kullandıkları hesap planlarının bulunması, kamu otoritelerinin bankaların karlılığını etkileyen bazı oranları belirlemeleri veya holdinglerin kendi bünyesi altındaki firmaların mali tablolarını konsolide ederken, karlarının kaynağını diğer faaliyet gelirleri olarak yansıtılmaları söz konusu olabilmektedir. Özellikle olmaları sebebi ile analize konu edilmeyen firmaların, analiz edilecek firma listesinden çıkartılmasından sonra, verilerin elde edilmiş olduğu 01.08.2009 tarihi

---

<sup>27</sup> Bu nedenle bizim için en iyi model, sözgelimi en yüksek düzeltilmiş belirlilik katsayısı veren model değil, temettü-karlılık ilişkisinin en anlamlı açıklandığı model veya modeller olacaktır. Bakış açısı bu olduğu için, panel regresyon modellerindeki bağımsız değişken tüm modeller için aynı ve bir tane olup, tanımı gereği temettü ödemelerindeki değişimin kendisidir. Bu bağımsız veya açıklayıcı değişken yapısal olarak gecikmeli (lag) nitelikte olup, bağımlı değişken pozisyonundaki karlılık rasyosu doğal olarak öncü (lead) değişken durumundadır.

itibariyle birleşen, devreden, 2007 senesinden sonra İMKB'ye kote edilmiş olan, hiç veya en fazla bir kez veya üst üste hiç temettü dağıtmamış olan firmalar da analize konu edilecek olan firma listesinden çıkartılmıştır.

Yukarıdaki süreçlerin tamamlanmasının ardından firmalar, İMKB'ye kote olma ve temettü dağıtmaları esas alınarak ikili bir ayrıma daha tabi tutulmuşlardır. Her iki ana ayırım sonrasında da veriler 2000/2008 ve 2005/2008 dönemleri için ayrı ayrı sınıflandırılarak analizler yapılmıştır. Başka bir deyişle çalışmamızda, 2000/2008 ve 2005/2008 dönemleri için kote edilme esasına ve temettü dağıtma esasına göre yapılmış analizler söz konusudur.

2000/2008 döneminin analiz dönemi olarak belirlenmesi, analizin yeteri kadar uzun bir zaman dilimine kavuşmasını sağlamıştır. Bunun yanında 2005 – 2008 döneminin de analiz edilmesi, 2000/2008 dönemi verilerinin kendi içinde ciddi ekonomik gelişmelerin yaşandığı ve etkilerini sürdürdüğü dönemleri barındırıyor olmasının yanında [Türkiye'deki Kasım 2000'de başlayan ve Şubat 2001'e kadar devam eden ciddi bir kriz ortaya çıkmıştır. Gayrisafi Yurtiçi Hasıla (GDP) %7,5 kadar küçülmüş, enflasyon (TÜFE) yıllık %68,5'e kadar yükselmiştir. Ekonomik büyüme izleyen yıllarda kendine gelmeye başlamış ve enflasyon 2004 yılından başlayarak %10'un altına düşmüştür.<sup>28</sup>], İMKB'den alınan ve analizlerimizde kullanılan firma bilgilerinin [Firmaların 2002 yılı ve öncesine ait mali tablolarında net karları/(zararları) enflasyona göre düzeltilmemişken (tarihi değerlere göre yapılmışken), 2003 yılı net karları/(zararları) ise enflasyona göre düzeltilmiş (veya enflasyona göre düzeltilmiş konsolide) net karları/(zararları)'dır.] her yıl için aynı tipteki verilerden oluşmamasından kaynaklanmaktadır<sup>29</sup>.

Son olarak analizlerimizde kullanılan STATA programı, ekonomik analizlerde sıklıkla kullanılan E-VIEWS'dan farklı olarak, panel regresyonun dengeli olmasa bile hem sabit hem de rassal etkiler bakımından yapılmasına izin vermektedir. Böylelikle verisetinde bulunmayan veya eksik veri nedeniyle hesaplanması mümkün

---

<sup>28</sup> Bkz. TÜİK (çevrimiçi) <http://www.turkstat.gov.tr>; Turkish Embassy - London <http://www.turkischeconomy.org.uk> (25.02.2010).

<sup>29</sup> Bkz. [http://www.imkb.gov.tr/Data/sermaye\\_temettu\\_aciklama.aspx](http://www.imkb.gov.tr/Data/sermaye_temettu_aciklama.aspx) (20 Ağustos 2009).

olmayan (örneğin bölüm sonucunda sonsuz sayısı olarak elde edilen) veriler arındırılarak, dengesiz olan panel değişkeninin (yatay kesit) çok güçlü bir şekilde dengeli versiyona transformasyonu mümkün hale gelmektedir<sup>30</sup>.

#### **4.4.1. Temettü Dağıtma Esasına Göre Yapılan Analizler**

Temettü dağıtma esasına göre yapılan analizler, kotasyon temeline göre yapılan analizlerden oldukça farklı olarak ele alınmıştır. Bu bölümde 3 ayrı analiz yapılmıştır. Bu analizlerde kullanılan veri setinin hazırlanmasında, firmaların İMKB'ye kote edilmiş olmaları gerekli, ancak yeterli olmayan bir ön şart olarak ele alınmıştır. Şöyle ki, analiz dönemi içinde temettü dağıtmaya başlayan firmaların temettü dağıtımına ara vermemesi başka bir şarttır. Analiz döneminin ara bir noktasında İMKB'ye kote edilmiş olan firmalar, eğer İMKB'ye girdikten sonra temettü ödemeye başlamışlarsa ve bunu seçilmiş olan dönemin sonuna kadar sürdürmüşlerse, analize dahil edilmişlerdir. Aksi halde analiz dışı bırakılmışlardır.

Genel durum bu şekilde ifade edilebilmekle birlikte, 2000/2008 döneminin farklı ekonomik gelişmeleride içinde bulunduruyor olması sebebi ile, 2000/2008 dönemini kapsayan diğer analizde, 2000 yılında İMKB'ye kote edilmiş olan ve 2008 yılına kadar sürekli olarak temettü dağıtmış olan firmalar (ara dönemde girenler hariç) için yapılmıştır.

Aşağıda 2005/2008 dönemini (48 adet firma), 2000/2008 dönemini (14 adet firma) ve 2000/2008 dönemini (6 adet firma) kapsayan temettü kaynaklı analizler yer almaktadır.

##### **4.4.1.1. 2005/2008 Dönemi (48 adet firma)**

2005/2008 dönemi için yapılan analize, bu dönem içinde İMKB'de işlem gören ve temettü dağıtımına bir kez başladıktan sonra ara vermeden devam eden firmalar

---

<sup>30</sup> Ölçek farklılığından mesela firma büyüklüğünden kaynaklanan ve verisetinin yapısını bozan (outlie eden) değişken sapmalarının, kabul edilebilir seviyelerde oluşmalarının sağlanmasını temin etmek bakımından, model değişkenlerindeki standart hatalar düzelterek analize sokulmuştur. Böylelikle yatay kesitler arasında homojenizasyon sağlanmış olmaktadır.

dahil edilmiştir. Analiz döneminin ara bir noktasında İMKB'ye kote edilmiş olan firmalar da temettü dağıtımına ara vermeden devam etmişlerse, analize dahil edilmişlerdir. Aksi halde analiz dışı bırakılmışlardır.

Bu şekilde elde edilen firma sayısı 48 adettir. Firmalar 2005 yılından önce İMKB'ye kote edilmiş olsalar bile, en fazla 2004 yılında dağıtmış oldukları temettüleri analize dahil edilmiştir. Çalışmamızın ilerleyen sayfalarından da görülebileceği gibi, şirketin dağıtmış olduğu nakit temettü tutarları ile şirketin bir dönem (yıl) sonraki karlılığı arasında güçlü bir ilişki bulunmuş, 2 veya daha uzun gecikmeli bir ilişki ise tespit edilememiştir.

Hem zaman hem de yatay kesit faktörlerinin eş zamanlı etkilerinin görülebilmesi için ampirik analiz, panel veri analizi eşliğinde icra edilmiş, sabit ve rassal modeller buna göre oluşturulmuştur. Panel veri bazında toplam gözlem sayısı 131 ve yatay kesit sayısı 48'dir. Kullanılan STATA programının verileri arındırıp, dengesiz olan panel değişkenini (yatay kesit) dengeli versiyona transfer edebilmesi nedeniyle, yatay kesit sayısı 45 olarak verilmektedir (**EK 1**).

**Tablo 6, 7** aktif karlılığındaki değişim (bağımlı değişken) ile temettü değişimi (bağımsız değişken) arasındaki ilişkiyi vermektedir.

Sabit etkiler tablosuna (**Tablo 6**) göre, temettü değişimi ile dönem net karına dayalı aktif karlılığı değişimi arasında % 10 güven aralığında istatistiksel olarak anlamlı ( $p < 0,1$ ) ve pozitif yönlü ( $t > 0$ ) bir ilişki sözkonusudur. Temettüde meydana gelen bir birimlik artış, karlılıkta yaklaşık 0,0587 birimlik bir artışa neden olmaktadır. Belirlilik katsayısı globalde % 2,41 olarak karşımıza çıkmaktadır. Buna göre bağımsız değişkendeki değişme, bağımlı değişkendeki değişimi % 2,41 oranında açıklamaktadır.

**Tablo 6: ROA1- TEMETTÜ İlişkisi: Sabit etkiler**

```
. xtreg roa1 temettu, fe vce(robust)
```

Fixed-effects (within) regression  
Group variable: **firms**

Number of obs = **131**  
Number of groups = **45**

R-sq: within = **0.0258**  
between = **0.0174**  
overall = **0.0241**

obs per group: min = **2**  
avg = **2.9**  
max = **4**

corr(u\_i, Xb) = **-0.0005**

F(1,44) = **2.89**  
Prob > F = **0.0961**

(Std. Err. adjusted for **45** clusters in firms)

roa1	Coef.	Robust Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]
temettu	<b>.0587068</b>	<b>.0345255</b>	<b>1.70</b>	<b>0.096</b>	<b>-.0108749 .1282885</b>
_cons	<b>-.0042872</b>	<b>.0210606</b>	<b>-0.20</b>	<b>0.840</b>	<b>-.046732 .0381577</b>
sigma_u	<b>.43721395</b>				
sigma_e	<b>.77935082</b>				
rho	<b>.2393808</b>	(fraction of variance due to u_i)			

Rassal etkiler tablosuna (**Tablo 7**) göre ise, temettü değişimi ile dönem net karına dayalı aktif karlılığı değişimi arasında % 5 güven aralığında, istatistiksel olarak anlamlı ( $p < 0,05$ )<sup>31</sup>, pozitif yönlü ( $t > 0$ ) ve güçlü ( $p \rightarrow 0$ ) bir ilişki bulunmaktadır. Temettüde meydana gelen bir birimlik artış, karlılıkta yaklaşık 0,0586 birimlik bir artışa neden olmaktadır. Belirlilik katsayısı ise globalde % 2,41 olarak karşımıza çıkmaktadır. Yani bağımsız değişkendeki değişme, bağımlı değişkendeki değişimi % 2,41 oranında açıklamaktadır. Buna göre, rassal etkilerdeki modelin tamamının bağımlı değişkeni açıklamadaki anlamlılığı (F olasılık değeri) sabit etkilerdekine nazaran çok daha yüksek olduğu için rassal etkilerin tercih edilmesi yerinde olacaktır. Diğer bir ifade ile, hem yatay kesit (firmasal) hem de zamansal etkiler rassaldır, yani hata terimi/bileşeni ile temettü değişimi arasında anlamlı bir korelasyon bulunmamaktadır.<sup>32</sup>

<sup>31</sup> P değerinin % 5'ten küçük olması ( $p < 0,05$ ), yani istatistiksel olarak % 5 güven aralığında anlamlı olması, aynı zamanda % 10'dan da küçük olması ( $p < 0,1$ ) veya istatistiksel olarak % 10 güven aralığında da anlamlı olması demektir. Benzer şekilde; p değerinin % 10'dan büyük olması ( $p > 0,1$ ), yani istatistiksel olarak % 10 güven aralığında anlamsız olması, kuşkusuz % 5'ten de büyük olması ( $p > 0,1$ ), yani istatistiksel olarak % 5 güven aralığında da anlamsız olması demektir.

<sup>32</sup> Bkz. Kök ve Şimşek.





Bununla birlikte rassal etkiler tablosu (**Tablo 9**) bize, temettü değişimi ile dönem net karına dayalı sermaye karlılığı değişimi arasında pozitif yönlü ( $t > 0$ ) ve istatistiksel olarak anlamlı bir ilişki olduğunu raporlamaktadır. Anlamlılık % 5 seviyesi için ( $p < 0,05$ ) sözkonusudur. Temettüde meydana gelen bir birimlik artış, karlılıkta yaklaşık 0,047 birimlik bir artışa neden olmaktadır. Belirlilik katsayısı globalde % 1,27 olarak karşımıza çıkmaktadır. Buna göre bağımsız değişkendeki değişme, bağımlı değişkendeki değişimi % 1,27 oranında açıklamaktadır. Kuşkusuz rassal etkiler modeli tercih edilmelidir.

**Tablo 9: ROC1- TEMETTÜ İlişkisi: Rassal etkiler**

```
. xtreg roc1 temettu, re vce(robust)
```

Random-effects GLS regression	Number of obs	=	<b>131</b>
Group variable: <b>firms</b>	Number of groups	=	<b>45</b>
R-sq: within = <b>0.0150</b>	Obs per group: min =		<b>2</b>
between = <b>0.0061</b>	avg =		<b>2.9</b>
overall = <b>0.0127</b>	max =		<b>4</b>
Random effects u_i ~ <b>Gaussian</b>	wald chi2(1)	=	<b>4.86</b>
corr(u_i, X) = <b>0</b> (assumed)	Prob > chi2	=	<b>0.0274</b>

(Std. Err. adjusted for clustering on firms)

roc1	Coef.	Robust Std. Err.	z	P> z	[95% Conf. Interval]	
temettu	<b>.0474525</b>	<b>.0215177</b>	<b>2.21</b>	<b>0.027</b>	<b>.0052786</b>	<b>.0896264</b>
_cons	<b>.0544861</b>	<b>.0832491</b>	<b>0.65</b>	<b>0.513</b>	<b>-.1086792</b>	<b>.2176514</b>
sigma_u	<b>0</b>					
sigma_e	<b>.87346446</b>					
rho	<b>0</b>	(fraction of variance due to u_i)				

**Tablo 10, 11** özkaynak karlılığındaki değişim (bağımlı değişken) ile temettü değişimi (bağımsız değişken) arasındaki ilişkiyi vermektedir.

Sabit etkiler tablosuna (**Tablo 10**) göre, temettü değişimi ile özkaynak karlılığı değişimi arasında % 10 güven aralığında istatistiksel olarak anlamlı ( $p < 0,1$ ) ve pozitif yönlü ( $t > 0$ ) bir ilişki sözkonusudur. Temettüde meydana gelen bir birimlik artış, karlılıkta yaklaşık 0,0597 birimlik bir artışa neden olmaktadır. Belirlilik katsayısı globalde % 2,72 olarak karşımıza çıkmaktadır. Buna göre bağımsız değişkendeki değişme, bağımlı değişkendeki değişimi % 2,72 oranında açıklamaktadır.

**Tablo 10: ROE- TEMETTU İlişkisi: Sabit etkiler**

```
. xtreg roe temettu, fe vce(robust)
Fixed-effects (within) regression      Number of obs   =   131
Group variable: firms                 Number of groups =    45
R-sq:  within = 0.0291                Obs per group:  min =    2
      between = 0.0201                  avg =          2.9
      overall = 0.0272                  max =          4
corr(u_i, Xb) = 0.0019                 F(1,44)         =    2.84
                                         Prob > F        =    0.0988
                                         (Std. Err. adjusted for 45 clusters in firms)
```

roe	Coef.	Robust Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]	
temettu	.0596971	.0353995	1.69	0.099	-.0116458	.13104
_cons	.0025873	.0215937	0.12	0.905	-.040932	.0461065
sigma_u	.42679869					
sigma_e	.74543273					
rho	.24688321	(fraction of variance due to u_i)				

Rassal etkiler tablosuna (Tablo 11) göre ise, temettü değişimi ile özkaynak karlılığı değişimi arasında % 5 güven aralığında istatistiksel olarak anlamlı ( $p < 0,05$ ), pozitif yönlü ( $t > 0$ ) ve güçlü ( $p \rightarrow 0$ ) bir ilişki bulunmaktadır. Temettüde meydana gelen bir birimlik artış, karlılıkta yaklaşık 0,06 birimlik bir artışa neden olmaktadır. Belirlilik katsayısı ise globalde % 2,72 olarak verilmektedir. Bağımsız değişkendeki değişme, bağımlı değişkendeki değişimi % 2,72 oranında açıklamaktadır.

**Tablo 11: ROE- TEMETTU İlişkisi: Rassal etkiler**

```
. xtreg roe temettu, re vce(robust)
Random-effects GLS regression      Number of obs   =   131
Group variable: firms                 Number of groups =    45
R-sq:  within = 0.0291                Obs per group:  min =    2
      between = 0.0201                  avg =          2.9
      overall = 0.0272                  max =          4
Random effects u_i ~ Gaussian        wald chi2(1)    =    6.14
corr(u_i, X) = 0 (assumed)           Prob > chi2     =    0.0132
                                         (Std. Err. adjusted for clustering on firms)
```

roe	Coef.	Robust Std. Err.	z	P> z	[95% Conf. Interval]	
temettu	.0600753	.0242367	2.48	0.013	.0125722	.1075784
_cons	.0023566	.0726905	0.03	0.974	-.1401142	.1448273
sigma_u	0					
sigma_e	.74543273					
rho	0	(fraction of variance due to u_i)				

Rassal etkilerdeki modelin tamamının bağımlı değişkeni açıklamadaki anlamlılığı (F olasılık değeri) sabit etkilerdekine nazaran çok daha yüksek olduğu için, rassal etkilerin tercih edilmesi yerinde olacaktır. Diğer bir ifade ile yatay kesit ve zamansal etkiler rassaldır. Dikkat edilecek olursa rassal etkiler modeli ROE-TEMETTU panel regresyonu, temettü değişiminin etkisinin en çok hissedildiği, kendisini en çok gösterdiği model olarak karşımıza çıkmaktadır. Zira temettü değişimi ile karlılık değişimi arasındaki ilişki en çok burada anlamlıdır.

#### **4.4.1.2. 2000/2008 Dönemi (6 adet firma)**

Yapılan bu analize 2000/2008 döneminin tamamında İMKB’de işlem görmüş ve sürekli olarak temettü dağıtmış olan firmalar dahil edilmiştir. Bu şekilde elde edilen firma sayısı 6 adettir. Firma 2000 yılından önce İMKB’ye kote edilmiş olsa bile, sadece 2000 yılı ve sonrasında ödemiş olduğu temettüler analize dahil edilmiştir. Diğer analizden (14 adet firmayı içerir) farklı olarak, 2000/2008 döneminin ara bir noktasında İMKB’ye kote edilmiş olan ve temettü dağıtımına ara vermeden devam etmiş olan firmalar, bu analize dahil edilmemişlerdir. Çalışmamızın ilerleyen sayfalarından da görülebileceği gibi, şirketin dağıtmış olduğu nakit temettü tutarları ile şirketin bir dönem (yıl) sonraki karlılığı arasında güçlü bir ilişki bulunmuş, 2 veya daha uzun bir dönem için ise böyle bir gecikmeli ilişki tespit edilememiştir. Yatay kesit sayımız burada 6 olup, örnekleme dönemimiz 9 yıla çıkmaktadır (**EK 2**).

**Tablo 12, 13 ve 14** aktif karlılığındaki değişim (bağımlı değişken) ile temettüde meydana gelen değişim (bağımsız değişken) arasındaki ilişkiyi raporlamaktadır.

Sabit etkiler tablosuna (**Tablo 12**) göre, temettü değişimi ile dönem net karına dayalı aktif karlılığı değişimi arasında % 5 güven aralığında istatistiksel olarak anlamlı ( $p < 0,05$ ), oldukça güçlü ( $p \rightarrow 0$ ) ve pozitif yönlü ( $t > 0$ ) bir ilişki sözkonusudur. Temettüde meydana gelen bir birimlik artış karlılıkta yaklaşık 0,10 birimlik bir artışa neden olmaktadır. Belirlilik katsayısı globalde % 2,01 olarak dökümente edilmektedir. Buna göre bağımsız değişkendeki değişim, bağımlı değişkendeki değişimi % 2,01 oranında açıklamaktadır.

**Tablo 12: ROA1- TEMETTU İlişkisi: Sabit etkiler**

```
. xtreg roa1 temettu, fe vce(robust)

Fixed-effects (within) regression      Number of obs   =    48
Group variable: firmalar              Number of groups =     6

R-sq:  within = 0.0247                obs per group: min =     8
      between = 0.0247                avg =           8.0
      overall  = 0.0201                max =           8

corr(u_i, Xb) = -0.1064                F(1, 5)         =    63.58
                                          Prob > F         =    0.0005

                                (Std. Err. adjusted for 6 clusters in firmalar)
```

roa1	Coef.	Robust Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]	
temettu	.1027514	.0128863	7.97	0.001	.069626	.1358768
_cons	.0247652	.0126333	1.96	0.107	-.0077098	.0572402
sigma_u	.39652126					
sigma_e	2.0833832					
rho	.03495755					

(fraction of variance due to u\_i)

Rassal etkiler tablosuna (**Tablo 13**) göre ise bulgular, benzer olmakla birlikte daha da güçlüdür. Buna göre temettü değişimi ile dönem net karına dayalı aktif karlılığı değişimi arasında, % 5 güven aralığında istatistiksel olarak anlamlı ( $p < 0,05$ ), son derece güçlü ( $p \rightarrow 0$ ) ve pozitif yönlü ( $t > 0$ ) bir ilişki vardır. Burdaki güçlülük sabit etkilerdekenden az da olsa daha fazladır. Burada temettüde meydana gelen bir birimlik artış, karlılıkta yaklaşık 0,09 birimlik bir artışa neden olmaktadır. Belirlilik katsayısı globalde % 2,01'dir. Yani bağımsız değişkendeki değişme, bağımlı değişkendeki değişimi % 2,01 oranında açıklamaktadır.



**Tablo 15 ve 16** aktif karlılığındaki değişim (bağımlı değişken) ile temettüde meydana gelen değişim (bağımsız değişken) arasındaki ilişkiyi sunmaktadır.

Sabit etkiler tablosuna (**Tablo 15**) göre, temettü değişimi ile faaliyet karına dayalı aktif karlılığı değişimi arasında % 5 güven aralığında istatistiksel olarak anlamlı ( $p < 0,05$ ), oldukça güçlü ( $p \rightarrow 0$ ) ve pozitif yönlü ( $t > 0$ ) bir ilişki bulunmaktadır. Temettüde meydana gelen bir birimlik artış, karlılıkta yaklaşık 0,068 birimlik bir artışa neden olmaktadır. Belirlilik katsayısı globalde % 2,8 olarak raporlanmaktadır. Buna göre bağımsız değişkendeki değişme, bağımlı değişkendeki değişimi % 2,8 oranında açıklamaktadır.

**Tablo 15: ROA2- TEMETTU İlişkisi: Sabit etkiler**

```

. xtreg roa2 temettu, fe vce(robust)

Fixed-effects (within) regression      Number of obs   =      48
Group variable: firmalar              Number of groups =       6

R-sq:  within = 0.0354                Obs per group:  avg =       8
      overall = 0.0280                  max =      8.0
corr(u_i, xb) = -0.0596                Prob > F        =    0.0243
                                       F(1,5)         =    10.17
                                       (Std. Err. adjusted for 6 clusters in firmalar)

```

roa2	Coef.	Robust Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]	
temettu	.0684728	.0214731	3.19	0.024	.0132744	.1236712
_cons	-.0560759	.0210515	-2.66	0.045	-.1101905	-.0019614
sigma_u	.39316836					
sigma_e	1.1551666 (fraction of variance due to u_i)					

Aşağıda yer alan rassal etkiler tablosuna (**Tablo 16**) göre ise, bulgular yukarıdakine benzer olmakla birlikte daha da güçlüdür. Buna göre temettü değişimi ile dönem net karına dayalı aktif karlılık rasyosu değişimi arasında % 5 güven aralığında istatistiksel olarak anlamlı ( $p < 0,05$ ), son derece güçlü ( $p \rightarrow 0$ ) ve pozitif yönlü ( $t > 0$ ) bir ilişki ortaya çıkmaktadır. Güçlülük sabit etkilerdekenden önemli oranda fazladır. Burada temettüde meydana gelen bir birimlik artış, karlılıkta yaklaşık 0,062 birimlik bir artışa neden olmaktadır. Belirlilik katsayısı globalde %

2,8'dir. Yani bağımsız değişkendeki değişme, bağımlı değişkendeki değişimi % 2,8 oranında açıklamaktadır.

**Tablo 16: ROA2- TEMETTÜ İlişkisi: Rassal etkiler**

```
. xtreg roa2 temettu, re vce(robust)
```

Random-effects GLS regression  
Group variable: **firmalar**

Number of obs = **48**  
Number of groups = **6**

R-sq: within = **0.0354**  
between = **0.0032**  
overall = **0.0280**

Obs per group: min = **8**  
avg = **8.0**  
max = **8**

Random effects u\_i ~ **Gaussian**  
corr(u\_i, X) = **0** (assumed)

wald chi2(2) = **18.87**  
Prob > chi2 = **0.0001**

(Std. Err. adjusted for clustering on firmalar)

roa2	Coef.	Robust Std. Err.	z	P> z	[95% Conf. Interval]	
temettu	<b>.0621791</b>	<b>.0191868</b>	<b>3.24</b>	<b>0.001</b>	<b>.0245736 .0997846</b>	
_cons	<b>-.0499058</b>	<b>.1864625</b>	<b>-0.27</b>	<b>0.789</b>	<b>-.4153655 .315554</b>	
sigma_u	<b>.13146465</b>					
sigma_e	<b>1.1551666</b>					
rho	<b>.01278615</b>	(fraction of variance due to u_i)				

**Tablo 17, 18 ve 19** sermaye karlılığındaki değişim (bağımlı değişken) ile temettü değişimi (bağımsız değişken) arasındaki ilişkiyi vermektedir.

Sabit etkiler tablosuna (**Tablo 17**) göre, temettü değişimi ile dönem net karına dayalı sermaye karlılığı değişimi arasında pozitif yönlü ( $t > 0$ ), % 5 güven aralığında istatistiksel olarak anlamlı ( $p < 0,05$ ) ve güçlü ( $p \rightarrow 0$ ) bir ilişki meydana gelmektedir. Temettüde meydana gelen bir birimlik artış karlılıkta yaklaşık 0,083 birimlik bir artışa neden olmaktadır. Belirlilik katsayısı globalde % 1,21'dir. Yani bağımsız değişkendeki değişme, bağımlı değişkendeki değişimi % 1,21 oranında açıklamaktadır.



**Tablo 17: ROC1- TEMETTU İlişkisi: Sabit etkiler**

```
. xtreg roc1 temettu, fe vce(robust)

Fixed-effects (within) regression      Number of obs   =    48
Group variable: firmalar              Number of groups =     6

R-sq:  within = 0.0162                Obs per group:  min =     8
      between = 0.0315                  avg =           8.0
      overall  = 0.0121                  max =           8

corr(u_i, Xb) = -0.0932                F(1,5)          =   19.71
                                          Prob > F         =   0.0068

                                (Std. Err. adjusted for 6 clusters in firmalar)
```

roc1	Coef.	Robust Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]	
temettu	.0836896	.0188494	4.44	0.007	.0352357	.1321435
_cons	.0973515	.0184793	5.27	0.003	.049849	.144854
sigma_u	.45858531					
sigma_e	2.1087391					
rho	.04515715	(fraction of variance due to u_i)				

Rassal etkiler tablosuna (**Tablo 18**) göre, temettü değişimi ile dönem net karına dayalı sermaye karlılığı değişimi arasında yine pozitif yönlü ( $t > 0$ ), % 5 güven aralığında istatistiksel olarak anlamlı ( $p < 0,05$ ) ve güçlü ( $p \rightarrow 0$ ) bir ilişki bulunmaktadır. Buradaki anlamlılık ve güçlülük sabit etkilerdekine nazaran daha fazladır. Temettüde meydana gelen bir birimlik artış, karlılıkta yaklaşık 0,071 birimlik bir artışa neden olmaktadır. Belirlilik katsayısı globalde % 1,21'dir. Yani bağımsız değişkendeki değişme, bağımlı değişkendeki değişimi % 1,21 oranında açıklamaktadır.

**Tablo 18: ROC1- TEMETTU İlişkisi: Rassal etkiler**

```
. xtreg roc1 temettu, re vce(robust)
```

Random-effects GLS regression                      Number of obs        =        **48**  
Group variable: **firmalar**                            Number of groups    =        **6**

R-sq: within = **0.0162**                                Obs per group: min =        **8**  
              between = **0.0315**                                avg =                    **8.0**  
              overall = **0.0121**                                max =                    **8**

Random effects u\_i ~ **Gaussian**                      Wald chi2(2)         =        **13.36**  
corr(u\_i, X)            = **0** (assumed)                      Prob > chi2         =        **0.0013**

(Std. Err. adjusted for clustering on firmalar)

roc1	Coef.	Robust Std. Err.	z	P> z	[95% Conf. Interval]	
temettu	<b>.0711212</b>	<b>.0226107</b>	<b>3.15</b>	<b>0.002</b>	<b>.026805</b>	<b>.1154374</b>
_cons	<b>.1096732</b>	<b>.302501</b>	<b>0.36</b>	<b>0.717</b>	<b>-.4832178</b>	<b>.7025642</b>
sigma_u	<b>0</b>					
sigma_e	<b>2.1087391</b>					
rho	<b>0</b>	(fraction of variance due to u_i)				

Hem p hem de F olasılık değerleri burada sabit etkilerdekenden fazla olduğu için, rassal etkiler modeli tercih edilmelidir. Zira yatay kesit ve zamansal etkilerin rassal olduklarını gözlemliyoruz.

Nitekim **Tablo 19**'daki Hausman test sonuçları, tespitimizin haklılığını ortaya koymaktadır. Burada  $p > 0,05$  olduğu için sıfır hipotezinin reddi veya alternatif hipotezin kabul edilmesi söz konusu olamamaktadır. Diğer bir ifadeyle sıfır hipotezi kabul edilmektedir.

**Tablo 19: ROC1- TEMETTU İlişkisi: Hausman Testi**

```
. hausman random fixed, force
```

	Coefficients		(b-B) Difference	sqrt(diag(V_b-V_B)) S.E.
	(b) random	(B) fixed		
temettu	<b>.0711212</b>	<b>.0836896</b>	<b>-.0125685</b>	<b>.0124878</b>

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

Test: Ho: difference in coefficients not systematic

$$\text{chi2}(1) = (b-B)'[(V_b-V_B)^{-1}](b-B)$$

= **1.01**  
Prob>chi2 = **0.3142**

**Tablo 20 ve 21** sermaye karlılığındaki değişim (bağımlı değişken) ile temettüde meydana gelen değişim (bağımsız değişken) arasındaki ilişkiyi dökümente etmektedir.

Sabit etkiler tablosuna (**Tablo 20**) göre, temettü değişimi ile faaliyet karına dayalı sermaye karlılığı değişimi arasında pozitif yönlü ( $t > 0$ ) ve % 5 güven aralığında istatistiksel olarak anlamlı ( $p < 0,05$ ) bir ilişki bulunmaktadır. Temettüde meydana gelen bir birimlik artış, karlılıkta yaklaşık 0,049 birimlik bir artışa neden olmaktadır. Belirlilik katsayısı globalde % 2,32'dir. Yani bağımsız değişkendeki değişme, bağımlı değişkendeki değişimi % 2,32 oranında açıklamaktadır.

**Tablo 20: ROC2- TEMETTU İlişkisi: Sabit etkiler**

```
. xtreg roc2 temettu, fe vce(robust)
```

Fixed-effects (within) regression  
Group variable: **firmalar**

Number of obs = **48**  
Number of groups = **6**  
Obs per group: min = **8**  
                  avg = **8.0**  
                  max = **8**

R-sq: within = **0.0254**  
      between = **0.0103**  
      overall = **0.0232**

corr(u\_i, Xb) = **-0.0024**

F(1, 5) = **9.05**  
Prob > F = **0.0298**

(Std. Err. adjusted for 6 clusters in firmalar)

roc2	Coef.	Robust Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]	
temettu	<b>.0497527</b>	<b>.016534</b>	<b>3.01</b>	<b>0.030</b>	<b>.0072509</b>	<b>.0922546</b>
_cons	<b>-.1371779</b>	<b>.0162093</b>	<b>-8.46</b>	<b>0.000</b>	<b>-.1788452</b>	<b>-.0955105</b>
sigma_u	<b>.41828335</b>					
sigma_e	<b>.99527967</b>					
rho	<b>.15011117</b>	(fraction of variance due to u_i)				

Rassal etkiler tablosuna (**Tablo 21**) göre ise, temettü değişimi ile faaliyet karına dayalı sermaye karlılığı değişimi arasında pozitif yönlü ( $t > 0$ ), % 5 güven aralığında istatistiksel olarak anlamlı ( $p < 0,05$ ) ve güçlü ( $p \rightarrow 0$ ) bir ilişki raporlanmaktadır. Buradaki anlamlılık ve güçlülük sabit etkilerdekine kıyasla daha fazladır. Temettüde meydana gelen bir birimlik artış, karlılıkta yaklaşık 0,049 birimlik bir artışa neden olmaktadır. Belirlilik katsayısı globalde % 2,32'dir. Yani bağımsız değişkendeki değişme, bağımlı değişkendeki değişimi % 2,32 oranında açıklamaktadır. Hem p hem de F olasılık değerleri burada sabit etkilerdekinden belirgin ölçüde fazla olduğu için rassal etkiler modeli tercih edilmelidir.

**Tablo 21: ROC2- TEMETTU İlişkisi: Rassal etkiler**

```
. xtreg roc2 temettu, re vce(robust)

Random-effects GLS regression           Number of obs   =    48
Group variable: firmalar                Number of groups =     6

R-sq:  within = 0.0254                   Obs per group:  min =     8
      between = 0.0103                   avg             =    8.0
      overall  = 0.0232                   max             =     8

Random effects u_i ~ Gaussian           Wald chi2(2)    =   14.12
corr(u_i, X) = 0 (assumed)              Prob > chi2     =   0.0009
```

(Std. Err. adjusted for clustering on firmalar)

roc2	Coef.	Robust Std. Err.	z	P> z	[95% Conf. Interval]	
temettu	.0495773	.0140908	3.52	0.000	.0219598	.0771948
_cons	-.1370059	.1956378	-0.70	0.484	-.5204489	.2464371
sigma_u	.30799551					
sigma_e	.99527967					
rho	.08739404	(fraction of variance due to u_i)				

**Tablo 22, 23 ve 24** özkaynak karlılığındaki değişim (bağımlı değişken) ile temettüde meydana gelen değişim (bağımsız değişken) arasındaki ilişkiyi raporlamaktadır.

Sabit etkiler tablosuna (**Tablo 22**) göre, temettü değişimi ile özkaynak karlılığı değişimi arasında % 5 güven aralığında istatistiksel olarak anlamlı ( $p < 0,05$ ), son derece güçlü ( $p \rightarrow 0$ ) ve pozitif yönlü ( $t > 0$ ) bir ilişki bulunmaktadır. Temettüde meydana gelen bir birimlik artış, karlılıkta yaklaşık 0,10 birimlik bir artışa neden olmaktadır. Belirlilik katsayısı globalde % 2,36 olarak karşımıza çıkmaktadır. Buna göre, bağımsız değişkendeki değişme bağımlı değişkendeki değişimi % 2,36 oranında açıklamaktadır.

**Tablo 22: ROE- TEMETTU İlişkisi: Sabit etkiler**

```
. xtreg roe temettu, fe vce(robust)
Fixed-effects (within) regression      Number of obs   =    48
Group variable: firmalar             Number of groups =    6
R-sq:  within = 0.0284                Obs per group:  min =    8
      between = 0.0178                  avg =    8.0
      overall  = 0.0236                max =    8
corr(u_i, Xb) = -0.1059                F(1,5)         =   101.44
                                          Prob > F        =    0.0002
                                          (Std. Err. adjusted for 6 clusters in firmalar)
```

roe	Coef.	Robust Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]	
temettu	<b>.1028604</b>	<b>.010213</b>	<b>10.07</b>	<b>0.000</b>	<b>.076607</b>	<b>.1291138</b>
_cons	<b>-.0010339</b>	<b>.0100125</b>	<b>-0.10</b>	<b>0.922</b>	<b>-.0267718</b>	<b>.024704</b>
sigma_u	<b>.36568374</b>					
sigma_e	<b>1.9445191</b>					
rho	<b>.03415804</b>	(fraction of variance due to u_i)				

Rassal etkiler (**Tablo 23**) tablosuna göre ise, temettü değişimi ile özkaynak karlılığı değişimi arasında, % 5 güven aralığında istatistiksel olarak anlamlı ( $p < 0,05$ ), pozitif yönlü ( $t > 0$ ) ve çok güçlü ( $p \rightarrow 0$ ) bir ilişki bulunmaktadır. Temettüde meydana gelen bir birimlik artış, karlılıkta yaklaşık 0,09 birimlik bir artışa neden olmaktadır. Belirlilik katsayısı globalde % 2,36 olarak karşımıza çıkmaktadır. Yani bağımsız değişkendeki değişme, bağımlı değişkendeki değişimi % 2,36 oranında açıklamaktadır.

**Tablo 23: ROE- TEMETTU İlişkisi: Rassal etkiler**

```
. xtreg roe temettu, re vce(robust)

Random-effects GLS regression           Number of obs   =       48
Group variable: firmalar              Number of groups =        6

R-sq:  within = 0.0284                 Obs per group:  min =        8
        between = 0.0178                 avg =       8.0
        overall = 0.0236                 max =        8

Random effects u_i ~ Gaussian          Wald chi2(2)    =       41.19
corr(u_i, X)      = 0 (assumed)        Prob > chi2     =       0.0000

(Std. Err. adjusted for clustering on firmalar)
```

roe	Coef.	Robust Std. Err.	z	P> z	[95% Conf. Interval]	
temettu	<b>.0914695</b>	<b>.0167498</b>	<b>5.46</b>	<b>0.000</b>	<b>.0586406</b>	<b>.1242984</b>
_cons	<b>.0101334</b>	<b>.2776388</b>	<b>0.04</b>	<b>0.971</b>	<b>-.5340287</b>	<b>.5542956</b>
sigma_u	<b>0</b>					
sigma_e	<b>1.9445191</b>					
rho	<b>0</b>	(fraction of variance due to u_i)				

Yukarıdaki her iki tabloda da P ve F olasılık değerleri birbirine çok yakın olduğu için, hangi modelin tercih edilmesi gerektiğine kesin olarak karar vermemize yardımcı olması açısından yapılan Hausman testi sonuçları, **Tablo 24**'de yer almaktadır. Buna göre  $p > 0,05$  olduğu için sıfır hipotezinin kabul edilmesi sözkonusu olduğu için, rassal etkiler modelinin tercih edilmesi gerekecektir. Diğer bir ifadeyle, hem firmasal hem de zamansal etkiler rassaldır, yani hata terimi ile bağımsız değişken durumunda olan temettü değişimi arasında istatistiksel olarak anlamlı bir korelasyondan bahsedilememektedir.

**Tablo 24: ROE- TEMETTU İlişkisi: Hausman Testi**

```
. hausman random fixed, force

----- Coefficients -----
      (b)          (B)          (b-B)          sqrt(diag(V_b-V_B))
      random      fixed      Difference          S.E.
-----+-----+-----+-----
temettu          .0914695  .1028604  -.0113909  .0132759

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

Test: Ho: difference in coefficients not systematic

      chi2(1) = (b-B)'[(V_b-V_B)^(-1)](b-B)
              = 0.74
      Prob>chi2 = 0.3909
```

#### 4.4.1.3. 2000/2008 Dönemi (14 adet firma)

2000/2008 dönemi için yapılan analize, bu dönem içinde İMKB’de işlem gören ve temettü ödemeye başladıktan sonra sürekli olarak temettü dağıtmış olan firmalar dahil edilmiştir. Analiz döneminin ara bir noktasında İMKB’ye kote edilmiş olan firmalar da ara vermeden temettü ödemeye devam etmişlerse, analize dahil edilmişlerdir. Bu şekilde elde edilen firma sayısı 14 adettir. Firma 2000 yılından önce İMKB’ye kote edilmiş olsa bile, en fazla 1999 yılında dağıtmış olduğu temettüler analize dahil edilmiştir. Çalışmamızın ilerleyen sayfalarından da görülebileceği gibi, şirketin dağıtmış olduğu nakit temettü tutarları ile şirketin bir dönem (yıl) sonraki karlılığı arasında güçlü bir ilişki bulunmuş, 2 veya daha uzun bir dönem için ise böyle bir gecikmeli ilişki tespit edilememiştir. Yatay kesit sayımız bu analizde 14’e çıkmaktadır (**EK 3**).

**Tablo 25, 26 ve 27** aktif karlılığındaki değişim (bağımlı değişken) ile temettü değişimi (bağımsız değişken) arasındaki ilişkiyi vermektedir.

Sabit etkiler tablosuna (**Tablo 25**) göre, temettü değişimi ile dönem net karına dayalı aktif karlılığı değişimi arasında % 5 güven aralığında istatistiksel olarak anlamlı ( $p < 0,05$ ), pozitif yönlü ( $t > 0$ ) ve çok güçlü ( $p \rightarrow 0$ ) bir ilişki sözkonusudur. Temettüde meydana gelen bir birimlik artış, karlılıkta yaklaşık 0,0986 birimlik bir artışa neden olmaktadır. Belirlilik katsayısı globalde % 2,67 olarak karşımıza çıkmaktadır. Buna göre, bağımsız değişkendeki değişme bağımlı değişkendeki değişimi % 2,67 oranında açıklamaktadır.

**Tablo 25: ROA1-TEMETTU İlişkisi: Sabit etkiler**

```
. xtreg roa1 temettu, fe vce(robust)
Fixed-effects (within) regression      Number of obs   =    80
Group variable: firmalar              Number of groups =    14
R-sq:  within = 0.0225                 obs per group: min =    2
      between = 0.2412                 avg =          5.7
      overall  = 0.0267                 max =          9
corr(u_i, Xb) = 0.0449                 F(1,13)        =   76.00
                                       Prob > F        =   0.0000
                                       (Std. Err. adjusted for 14 clusters in firmalar)
```

roa1	Coef.	Robust Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]	
temettu	.098643	.0113155	8.72	0.000	.0741974	.1230885
_cons	-.1033325	.0074918	-13.79	0.000	-.1195176	-.0871473
sigma_u	.3721597					
sigma_e	1.6920997					
rho	.0461414	(fraction of variance due to u_i)				

Rassal etkiler (**Tablo 26**) tablosuna göreyse, temettü değişimi ile dönem net karına dayalı aktif karlılığı değişimi arasında, % 5 güven aralığında istatistiksel olarak anlamlı ( $p < 0,05$ ), pozitif yönlü ( $t > 0$ ) ve çok güçlü ( $p \rightarrow 0$ ) bir ilişki bulunmaktadır. Temettüde meydana gelen bir birimlik artış, karlılıkta yaklaşık 0,104 birimlik bir artışa neden olmaktadır. Belirlilik katsayısı globalde % 2,67 olarak karşımıza çıkmaktadır. Yani bağımsız değişkendeki değişme, bağımlı değişkendeki değişimi % 2,67 oranında açıklamaktadır.



**Tablo 26: ROA1-TEMETTU İlişkisi: Rassal etkiler**

```
. xtreg roa1 temettu, re vce(robust)
```

Random-effects GLS regression                      Number of obs =       **80**  
Group variable: **firmalar**                            Number of groups =   **14**

R-sq: within = **0.0225**                            Obs per group: min =   **2**  
          between = **0.2412**                                avg =       **5.7**  
          overall = **0.0267**                                max =       **9**

Random effects u\_i ~ **Gaussian**                      Wald chi2(1) =       **23.69**  
corr(u\_i, X) = **0** (assumed)                            Prob > chi2 =       **0.0000**

(Std. Err. adjusted for clustering on firmalar)

roa1	Coef.	Robust Std. Err.	z	P> z	[95% Conf. Interval]	
temettu	<b>.1048794</b>	<b>.0215492</b>	<b>4.87</b>	<b>0.000</b>	<b>.0626438</b>	<b>.147115</b>
_cons	<b>-.1074616</b>	<b>.1773215</b>	<b>-0.61</b>	<b>0.544</b>	<b>-.4550053</b>	<b>.2400821</b>
sigma_u	<b>0</b>					
sigma_e	<b>1.6920997</b>					
rho	<b>0</b>	(fraction of variance due to u_i)				

Yukarıdaki tablolardan da görülebileceği gibi, her iki analizde de P ve F olasılık değerleri birbirlerine çok yakındır. Bunun için yapılan Hausman test sonuçları **Tablo 27**'de verilmektedir. Burada p değerinin % 5'ten büyük olduğunu ve bu nedenle rassal etkiler modelinin tercih edilmesi gerektiğini net olarak görüyoruz.

**Tablo 27: ROA1-TEMETTU İlişkisi: Hausman Testi**

```
. hausman RANDOM FIXED, force
```

	Coefficients		(b-B) Difference	sqrt(diag(V_b-V_B)) S.E.
	(b) RANDOM	(B) FIXED		
temettu	<b>.1048794</b>	<b>.098643</b>	<b>.0062365</b>	<b>.0183392</b>

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

Test: Ho: difference in coefficients not systematic

chi2(1) = (b-B)'[(V\_b-V\_B)^(-1)](b-B)  
          =       **0.12**  
Prob>chi2 =       **0.7338**

**Tablo 28 ve 29** aktif karlılığındaki değişim (bağımlı değişken) ile temettüde meydana gelen değişim (bağımsız değişken) arasındaki ilişkiyi vermektedir.

Sabit etkiler tablosuna (**Tablo 28**) göre, temettü değişimi ile faaliyet karına dayalı aktif karlılığı değişimi arasında % 5 güven aralığında istatistiksel olarak anlamlı ( $p < 0,05$ ), pozitif yönlü ( $t > 0$ ) ve güçlü ( $p \rightarrow 0$ ) bir ilişki bulunmaktadır. Temettüde meydana gelen bir birimlik artış, karlılıkta yaklaşık 0,0675 birimlik bir artışa neden olmaktadır. Belirlilik katsayısı globalde % 3,43 olarak raporlanmaktadır. Buna göre bağımsız değişkendeki değişme, bağımlı değişkendeki değişimi % 3,43 oranında açıklamaktadır.

**Tablo 28: ROA2- TEMETTÜ İlişkisi: Sabit etkiler**

Fixed-effects (within) regression	Number of obs	=	<b>80</b>
Group variable: <b>firmalar</b>	Number of groups	=	<b>14</b>
R-sq: within = <b>0.0297</b>	Obs per group: min =		<b>2</b>
between = <b>0.1201</b>	avg =		<b>5.7</b>
overall = <b>0.0343</b>	max =		<b>9</b>
corr(u_i, Xb) = <b>0.0455</b>	F(1,13)	=	<b>7.47</b>
	Prob > F	=	<b>0.0171</b>

(Std. Err. adjusted for 14 clusters in firmalar)

roa2	Coef.	Robust Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]	
temettu	.067542	.0247084	2.73	0.017	.0141628	.1209212
_cons	-.1139931	.0163592	-6.97	0.000	-.1493349	-.0786512
sigma_u	.34524501					
sigma_e	1.0047676					
rho	.10559814	(fraction of variance due to u_i)				

Aşağıda yer alan rassal etkiler tablosuna (**Tablo 29**) göre ise bulgular, yukarıdakine benzer olmakla birlikte daha da güçlüdür. Buna göre temettü değişimi ile faaliyet karına dayalı aktif karlılık rasyosu değişimi arasında, % 5 güven aralığında istatistiksel olarak anlamlı ( $p < 0,05$ ), son derece güçlü ( $p \rightarrow 0$ ) ve pozitif yönlü ( $t > 0$ ) bir ilişki ortaya çıkmaktadır. Güçlülük sabit etkilerdekinden belirgin bir şekilde fazladır. Burada temettüde meydana gelen bir birimlik artış, karlılıkta yaklaşık 0,0738 birimlik bir artışa neden olmaktadır. Belirlilik katsayısı globalde % 3,43'tür. Yani bağımsız değişkendeki değişme, bağımlı değişkendeki değişimi % 3,43 oranında açıklamaktadır. Anlamlılık rassal etkilerde sabit etkilerdekine nazaran daha fazla olduğundan, rassal etkiler modeli tercih edilmelidir.

**Tablo 29: ROA2- TEMETTU İlişkisi: Rassal etkiler**

```
. xtreg roa2 temettu, re vce(robust)

Random-effects GLS regression           Number of obs   =    80
Group variable: firmalar                Number of groups =    14

R-sq:  within = 0.0297                   Obs per group:  min =    2
      between = 0.1201                   avg   =    5.7
      overall  = 0.0343                   max   =    9

Random effects u_i ~ Gaussian           Wald chi2(1)    =   19.79
corr(u_i, x) = 0 (assumed)              Prob > chi2     =   0.0000

(Std. Err. adjusted for clustering on firmalar)
```

roa2	Coef.	Robust Std. Err.	z	P> z	[95% Conf. Interval]	
temettu	.0738352	.0165964	4.45	0.000	.0413069	.1063634
_cons	-.1181597	.1158363	-1.02	0.308	-.3451948	.1088753
sigma_u	0					
sigma_e	1.0047676					
rho	0					
					(fraction of variance due to u_i)	

**Tablo 30, 31 ve 32** sermaye karlılığındaki değişim (bağımlı değişken) ile temettü değişimi (bağımsız değişken) arasındaki ilişkiyi raporlamaktadır.

Sabit etkiler tablosuna (**Tablo 30**) göre, temettü değişimi ile dönem net karına dayalı sermaye karlılığı değişimi arasında, % 5 güven aralığında istatistiksel olarak anlamlı ( $p < 0,05$ ), pozitif yönlü ( $t > 0$ ) ve çok güçlü ( $p \rightarrow 0$ ) bir ilişki bulunduğunu görmekteyiz. Temettüde meydana gelen bir birimlik artış, karlılıkta yaklaşık 0,077 birimlik bir artışa neden olmaktadır. Belirlilik katsayısı globalde % 1,82'dir. Yani bağımsız değişkendeki değişme, bağımlı değişkendeki değişimi % 1,82 oranında açıklamaktadır.

**Tablo 30: ROC1- TEMETTU İlişkisi: Sabit etkiler**

```
. xtreg roc1 temettu, fe vce(robust)

Fixed-effects (within) regression       Number of obs   =    80
Group variable: firmalar                Number of groups =    14

R-sq:  within = 0.0135                   Obs per group:  min =    2
      between = 0.2338                   avg   =    5.7
      overall  = 0.0182                   max   =    9

corr(u_i, xb) = 0.0678                   F(1,13)        =   29.34
                                           Prob > F        =   0.0001

(Std. Err. adjusted for 14 clusters in firmalar)
```

roc1	Coef.	Robust Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]	
temettu	.0779615	.0143922	5.42	0.000	.0468691	.109054
_cons	-.0142798	.0095289	-1.50	0.158	-.0348658	.0063062
sigma_u	.4098475					
sigma_e	1.7339982					
rho	.05291009					
					(fraction of variance due to u_i)	

Aşağıdaki rassal etkiler tablosuna (**Tablo 31**) bakıldığında, temettü değişimi ile dönem net karına dayalı sermaye karlılığı değişimi arasında % 5 güven aralığında istatistiksel olarak anlamlı ( $p < 0,05$ ), yine son derece güçlü ( $p \rightarrow 0$ ) ve pozitif yönlü ( $t > 0$ ) bir ilişki raporlanmaktadır. Temettüde meydana gelen bir birimlik artış, karlılıkta yaklaşık 0,088 birimlik bir artışa neden olmaktadır. Belirlilik katsayısı globalde % 1,82 olarak karşımıza çıkmaktadır. Buna göre, bağımsız değişkendeki değişme bağımlı değişkendeki değişimi % 1,82 oranında açıklamaktadır.

**Tablo 31: ROC1- TEMETTU İlişkisi: Rassal etkiler**

```
. xtreg roc1 temettu, re vce(robust)
```

roc1	Coef.	Robust Std. Err.	z	P> z	[95% Conf. Interval]	
temettu	.0886609	.0298597	2.97	0.003	.0301369	.147185
_cons	-.0213637	.1828262	-0.12	0.907	-.3796965	.336969
sigma_u	0					
sigma_e	1.7339982					
rho	0	(fraction of variance due to u_i)				

Random-effects GLS regression  
Group variable: firmalar

Number of obs = 80  
Number of groups = 14  
Obs per group: min = 2  
                  avg = 5.7  
                  max = 9

R-sq: within = 0.0135  
      between = 0.2338  
      overall = 0.0182

Random effects u\_i ~ Gaussian  
corr(u\_i, X) = 0 (assumed)

Wald chi2(1) = 8.82  
Prob > chi2 = 0.0030

(Std. Err. adjusted for clustering on firmalar)

Anlamlılık değerleri birbirine çok yakın olduğu için yapılan Hausman testi sonuçları **Tablo 32**'de dökümente edilmektedir. P değeri % 5'in çok üzerinde olduğu için, rassal etkiler modelinin tercih edilmesi gerektiğini net olarak görüyoruz.

**Tablo 32: ROC1-TEMETTU İlişkisi: Hausman Testi**

```
. hausman random fixed, force
```

	Coefficients		(b-B)	sqrt(diag(V_b-v_B))
	(b)	(B)	Difference	S.E.
	random	fixed		
temettu	.0886609	.0779615	.0106994	.0261624

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

Test: Ho: difference in coefficients not systematic

chi2(1) = (b-B)'[(V\_b-V\_B)^(-1)](b-B)  
          = 0.17  
Prob>chi2 = 0.6826

**Tablo 33 ve 34** sermaye karlılığındaki değişim (bağımlı değişken) ile temettüde meydana gelen değişim (bağımsız değişken) arasındaki ilişkiyi dökümente etmektedir.

Sabit etkiler tablosuna (**Tablo 33**) göre, temettü değişimi ile faaliyet karına dayalı sermaye karlılığı değişimi arasında pozitif yönlü ( $t > 0$ ) ve % 10 güven aralığında istatistiksel olarak anlamlı bir ilişki vardır ( $p < 0,1$ ). Burada temettüde meydana gelen bir birimlik artış, karlılıkta yaklaşık 0,048 birimlik bir artışa neden olmaktadır. Belirlilik katsayısı globalde % 2,31 olarak karşımıza çıkmaktadır. Buna göre bağımsız değişkendeki değişme, bağımlı değişkendeki değişimi % 2,31 oranında açıklamaktadır.

**Tablo 33: ROC2- TEMETTU İlişkisi: Sabit etkiler**

```
. xtreg roc2 temettu, fe vce(robust)
```

Fixed-effects (within) regression		Number of obs	=	80	
Group variable: firmalar		Number of groups	=	14	
R-sq: within	= 0.0164	Obs per group: min	=	2	
between	= 0.1026	avg	=	5.7	
overall	= 0.0231	max	=	9	
corr(u_i, xb)	= 0.0735	F(1,13)	=	4.35	
		Prob > F	=	0.0572	
(Std. Err. adjusted for 14 clusters in firmalar)					
roc2	Coef.	Robust Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]
temettu	.0485649	.0232801	2.09	0.057	-.0017288 .0988586
_cons	-.1018846	.0154135	-6.61	0.000	-.1351835 -.0685857
sigma_u	.34850191				
sigma_e	.9796996				
rho	.11232546	(fraction of variance due to u_i)			

Rassal etkiler tablosuna (**Tablo 34**) göre ise, temettü değişimi ile faaliyet karına dayalı sermaye karlılığı değişimi arasında pozitif yönlü ( $t > 0$ ) ve % 5 güven aralığında istatistiksel olarak oldukça anlamlı ( $p < 0,05$ ) bir ilişki raporlanmaktadır. Temettüde meydana gelen bir birimlik artış, karlılıkta yaklaşık 0,059 birimlik bir artışa neden olmaktadır. Belirlilik katsayısı globalde % 2,31'dir. Yani bağımsız değişkendeki değişme, bağımlı değişkendeki değişimi % 2,31 oranında açıklamaktadır. Kuşkusuz rassal etkiler modelinin tercih edilmesi yerinde olacaktır.



**Tablo 35: ROE- TEMETTU İlişkisi: Sabit etkiler**

```
. xtreg roe temettu, fe vce(robust)
```

Fixed-effects (within) regression  
Group variable: firmalar

Number of obs = 80  
Number of groups = 14

R-sq: within = 0.0261  
between = 0.2428  
overall = 0.0304

Obs per group: min = 2  
avg = 5.7  
max = 9

corr(u\_i, xb) = 0.0405

F(1,13) = 89.71  
Prob > F = 0.0000

(Std. Err. adjusted for 14 clusters in firmalar)

roe	Coef.	Robust Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]	
temettu	.0997253	.0105289	9.47	0.000	.076979	.1224715
_cons	-.1024137	.0069711	-14.69	0.000	-.1174737	-.0873536
sigma_u	.34310436					
sigma_e	1.5860194					
rho	.04470666	(fraction of variance due to u_i)				

Rassal etkiler (Tablo 36) tablosuna göre ise, temettü değişimi ile özkaynak karlılığı değişimi arasında % 5 güven aralığında yine istatistiksel olarak anlamlı ( $p < 0,05$ ), pozitif yönlü ( $t > 0$ ) ve çok güçlü ( $p \rightarrow 0$ ) bir ilişki raporlanmaktadır. Burada temettüde meydana gelen bir birimlik artış, karlılıkta yaklaşık 0,104 birimlik bir artışa neden olmaktadır. Belirlilik katsayısı globalde % 3,04 olarak verilmektedir. Yani bağımsız değişkendeki değişme, bağımlı değişkendeki değişimi % 3,04 oranında açıklamaktadır.

**Tablo 36: ROE- TEMETTU İlişkisi: Rassal etkiler**

```
. xtreg roe temettu, re vce(robust)
```

Random-effects GLS regression  
Group variable: firmalar

Number of obs = 80  
Number of groups = 14

R-sq: within = 0.0261  
between = 0.2428  
overall = 0.0304

Obs per group: min = 2  
avg = 5.7  
max = 9

Random effects u\_i ~ Gaussian  
corr(u\_i, x) = 0 (assumed)

wald chi2(1) = 28.08  
Prob > chi2 = 0.0000

(Std. Err. adjusted for clustering on firmalar)

roe	Coef.	Robust Std. Err.	z	P> z	[95% Conf. Interval]	
temettu	.1048601	.019787	5.30	0.000	.0660783	.143642
_cons	-.1058134	.1661333	-0.64	0.524	-.4314286	.2198019
sigma_u	0					
sigma_e	1.5860194					
rho	0	(fraction of variance due to u_i)				

Değerler birbirine çok yakın olduğu için yapılan Hausman test sonuçları tablo **Tablo 37**'de verilmektedir. Bu sonuçlara göre ( $p>0,05$ ) sıfır hipotezinin kabulü gerekir. Bu da rassal etkiler modelinin tercih edilmesi anlamına gelecektir.

**Tablo 37: ROE-TEMETTU İlişkisi: Hausman Testi**

```
. hausman random fixed, force
```

	Coefficients		(b-B) Difference	sqrt(diag(V_b-v_B)) S.E.
	(b) random	(B) fixed		
temettu	.1048601	.0997253	.0051348	.0167532

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

Test: Ho: difference in coefficients not systematic

chi2(1) = (b-B)'[(V\_b-V\_B)^(-1)](b-B)  
= 0.09  
Prob>chi2 = 0.7592

**Tablo 38 ve 39** faaliyet karındaki değişim (bağımlı değişken) ile temettü değişimi (bağımsız değişken) arasındaki ilişkiyi ortaya koymaktadır.

Sabit etkiler tablosuna (**Tablo 38**) göre, temettü değişimi ile faaliyet karındaki değişim arasında % 5 güven aralığında istatistiksel olarak anlamlı ( $p<0,05$ ) ve pozitif yönlü ( $t>0$ ) bir ilişki sözkonusudur. Temettüde meydana gelen bir birimlik artış, karlılıkta yaklaşık 0,0487 birimlik bir artışa neden olmaktadır. Belirlilik katsayısı globalde % 1,63 olarak karşımıza çıkmaktadır. Buna göre bağımsız değişkendeki değişme, bağımlı değişkendeki değişimi % 1,63 oranında açıklamaktadır.



**Tablo 38: OP-TEMETTU İlişkisi: Sabit etkiler**

```
. xtset firmalar yllar
      panel variable:  firmalar (strongly balanced)
      time variable:  yllar, 2000 to 2008
      delta:          1 unit

. xtreg changeinop temettu, fe vce(robust)

Fixed-effects (within) regression              Number of obs   =    80
Group variable: firmalar                      Number of groups =    14

R-sq:  within = 0.0120                        Obs per group:  min =    2
      between = 0.1295                          avg   =    5.7
      overall  = 0.0163                          max   =    9

corr(u_i, Xb) = 0.0563                        F(1,13)         =    5.30
                                          Prob > F         =    0.0385

                               (Std. Err. adjusted for 14 clusters in firmalar)
```

changeinop	Coef.	Robust Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]
temettu	.0487867	.0211949	2.30	0.039	.0029978 .0945755
_cons	.0976918	.0140329	6.96	0.000	.0673755 .1280082
sigma_u	.37894777				
sigma_e	1.1512821				
rho	.09775109	(fraction of variance due to u_i)			

Rassal etkiler (Tablo 39) tablosuna göreyse, temettü değişimi ile faaliyet karındaki değişim arasında, % 5 güven aralığında istatistiksel olarak anlamlı ( $p < 0,05$ ), pozitif yönlü ( $t > 0$ ) ve güçlü ( $p \rightarrow 0$ ) bir ilişki bulunmaktadır. Temettüde meydana gelen bir birimlik artış, karlılıkta yaklaşık 0,0577 birimlik bir artışa neden olmaktadır. Belirlilik katsayısı globalde % 1,63 olarak karşımıza çıkmaktadır. Yani bağımsız değişkendeki değişme, bağımlı değişkendeki değişimi % 1,63 oranında açıklamaktadır.

**Tablo 39: OP-TEMETTU İlişkisi: Rassal etkiler**

```
. xtreg changeinop temettu, re vce(robust)

Random-effects GLS regression              Number of obs   =    80
Group variable: firmalar                      Number of groups =    14

R-sq:  within = 0.0120                        Obs per group:  min =    2
      between = 0.1295                          avg   =    5.7
      overall  = 0.0163                          max   =    9

Random effects u_i ~ Gaussian                wald chi2(1)    =    6.31
corr(u_i, X) = 0 (assumed)                  Prob > chi2     =    0.0120

                               (Std. Err. adjusted for clustering on firmalar)
```

changeinop	Coef.	Robust Std. Err.	z	P> z	[95% Conf. Interval]
temettu	.0577893	.0230015	2.51	0.012	.0127072 .1028714
_cons	.0917313	.1328684	0.69	0.490	-.168686 .3521486
sigma_u	0				
sigma_e	1.1512821				
rho	0	(fraction of variance due to u_i)			

Tablo 40, 41 ve 42 dönem net karındaki değişim (bağımlı değişken) ile temettü değişimi (bağımsız değişken) arasındaki ilişkiyi raporlamaktadır.

Sabit etkiler tablosuna (**Tablo 40**) bakıldığında, temettü değişimi ile dönem net karındaki değişim arasında % 5 güven aralığında istatistiksel olarak anlamlı ( $p < 0,05$ ), pozitif yönlü ( $t > 0$ ) ve çok güçlü ( $p \rightarrow 0$ ) bir ilişkinin olduğu görülmektedir. Temettüde meydana gelen bir birimlik artış, karlılıkta yaklaşık 0,0903 birimlik bir artışa neden olmaktadır. Belirlilik katsayısı globalde % 1,60 olarak karşımıza çıkmaktadır. Buna göre bağımsız değişkendeki değişme, bağımlı değişkendeki değişimi % 1,60 oranında açıklamaktadır.

**Tablo 40: NPAT-TEMETTÜ İlişkisi: Sabit etkiler**

```
. xtreg changeinnpat temettu, fe vce(robust)
```

Fixed-effects (within) regression  
Group variable: **firmalar**

Number of obs = **80**  
Number of groups = **14**  
obs per group: min = **2**  
                  avg = **5.7**  
                  max = **9**

R-sq: within = **0.0129**  
      between = **0.2208**  
      overall = **0.0160**

corr(u\_i, Xb) = **0.0460**

F(1,13) = **10.07**  
Prob > F = **0.0073**

(Std. Err. adjusted for **14** clusters in firmalar)

changeinnpat	Coef.	Robust Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]	
temettu	<b>.0903824</b>	<b>.0284849</b>	<b>3.17</b>	<b>0.007</b>	<b>.0288445</b>	<b>.1519203</b>
_cons	<b>.1393412</b>	<b>.0188596</b>	<b>7.39</b>	<b>0.000</b>	<b>.0985977</b>	<b>.1800848</b>
sigma_u	<b>.46447613</b>					
sigma_e	<b>2.0553683</b>					
rho	<b>.04858663</b>	(fraction of variance due to u_i)				

Rassal etkiler tablosuna (**Tablo 41**) göreyse, temettü değişimi ile dönem net karındaki değişim arasında, % 5 güven aralığında istatistiksel olarak anlamlı ( $p < 0,05$ ), pozitif yönlü ( $t > 0$ ) ve çok güçlü ( $p \rightarrow 0$ ) bir ilişki bulunmaktadır. Temettüde meydana gelen bir birimlik artış, karlılıkta yaklaşık 0,0982 birimlik bir artışa neden olmaktadır. Belirlilik katsayısı globalde % 1,60 olarak karşımıza çıkmaktadır. Yani bağımsız değişkendeki değişme, bağımlı değişkendeki değişimi % 1,60 oranında açıklamaktadır.

**Tablo 41: NPAT-TEMETTU İlişkisi: Rassal etkiler**

```
. xtreg changeinnpat temettu, re vce(robust)
```

Random-effects GLS regression	Number of obs	=	80
Group variable: <b>firmalar</b>	Number of groups	=	14
R-sq: within = <b>0.0129</b>	Obs per group: min =		2
between = <b>0.2208</b>	avg =		5.7
overall = <b>0.0160</b>	max =		9
Random effects u_i ~ <b>Gaussian</b>	wald chi2(1)	=	4.89
corr(u_i, X) = <b>0</b> (assumed)	Prob > chi2	=	0.0270

(Std. Err. adjusted for clustering on firmalar)

changeinnpat	Coef.	Robust Std. Err.	z	P> z	[95% Conf. Interval]
temettu	<b>.0982137</b>	<b>.0444143</b>	<b>2.21</b>	<b>0.027</b>	<b>.0111632</b> <b>.1852642</b>
_cons	<b>.1341562</b>	<b>.2159953</b>	<b>0.62</b>	<b>0.535</b>	<b>-.2891867</b> <b>.5574992</b>
sigma_u	<b>0</b>				
sigma_e	<b>2.0553683</b>				
rho	<b>0</b>	(fraction of variance due to u_i)			

Yapılan Hausman test sonuçları **Tablo 42**'de verilmektedir. Burada p değerinin % 5'ten çok dah büyük olduğu, yani sıfır hipotezinin kabul edilerek rassal etkiler modelinin tercih edilmesi gerektiği net olarak görülebilmektedir.

**Tablo 42: NPAT-TEMETTU İlişkisi: Hausman Testi**

```
. hausman random fixed, force
```

	Coefficients		(b-B)	sqrt(diag(V_b-V_B))
	(b)	(B)	Difference	S.E.
	random	fixed		
temettu	<b>.0982137</b>	<b>.0903824</b>	<b>.0078313</b>	<b>.034077</b>

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

Test: Ho: difference in coefficients not systematic

$$\text{chi2}(1) = (b-B)'[(V_b-V_B)^{-1}](b-B)$$

= **0.05**  
Prob>chi2 = **0.8182**

#### 4.4.2. Kotasyon Esasına Göre Yapılan Analizler

İMKB'ye kote edildiği halde 2000 senesinden sonra üst üste hiçbir zaman temettü dağıtmayan veya hiçbir zaman temettü dağıtmayan veya birleşen veya kapanan firmalar listeden çıkartıldıktan sonra, tespit edilen 102 adet firma ile 2000/2008 dönemi için bir analiz yapılmıştır. 1999 yılında dağıtılan temettü tutarları da bu analize dahil edilerek, 11 senelik bir zaman dilimi elde edilmiştir. Yukarıda

belirtilen şartları haiz olup da, ara bir dönemde İMKB'ye kote edilmiş olan firmalar da bu analize dahil edilmiştir.

Benzer bir analiz 2005/2008 dönemi için de yapılmıştır. 2004 senesinden sonra üst üste hiçbir zaman temettü dağıtmayan veya hiçbir zaman temettü dağıtmayan firmalar ile birleşen veya kapanan firmalar listeden çıkartıldıktan sonra, 2005/2008 dönemi için analize konu edilecek nitelikte 84 adet firma tespit edilmiştir. Yukarıda belirtilen şartları haiz olup da, ara bir dönemde İMKB'ye kote edilmiş olan firmalar da bu analize dahil edilmiştir.

2005/2008 döneminde analize konu edilen firma sayısının 84 olmasına rağmen, 2000/2008 dönemi analizine konu edilmiş olan firma sayısının neden 102 olduğu araştırıldığında ise şöyle bir sonuç ortaya çıkmaktadır: 2005/2008 dönemi içinde yer alan firmalar, 2000/2008 dönemi içinde yer alan firmalara göre (hiç veya en fazla bir veya üst üste hiç temettü dağıtmama konularında) daha az istikrarlı olmuşlardır. Başka bir deyişle firmalar, 2000/2004 döneminde 2005/2008 dönemine göre daha istikrarlı temettü dağıtım politikaları izlemişlerdir.

Ancak analizlerin yapıldığı her iki dönemde de (2005/2008 ve 2000/2008) firmaların dağıtmış oldukları temettüler ile sonraki dönemlerdeki karlılık oranları arasında (bir veya iki dönem gecikmeli) anlamlı bir istatistiki ilişkiye rastlanamamıştır. Başka bir deyişle kotasyon esasına göre yapılmış olan her iki analizde de, analize konu edilmiş olan firmaların yöneticilerinin, temettü dağıtarak şirketlerinin gelecek karlılığı üzerine bir mesaj vermeleri söz konusu değildir. Çünkü temettü artış oranları ile şirketin gelecekteki karlılığı arasında bir ilişki bulunmamaktadır.

#### **4.4.3. Genel Olarak Analiz Sonuçları**

İMKB verilerine dayanılarak yapılan ampirik analizlerdeki temel amaç, şirketlerin  $t$  zamanında dağıtmış oldukları nakit temettüler ile  $t+$  zamanındaki şirket karlılığı arasında bir ilişkinin olup olmadığının tespit edilmesidir. Bütün analizlerde kullanılan 'temettü' kelimesi, şirketlerin dağıtmış oldukları "brüt nakit temettüyü"

ifade etmektedir. Sinyalizasyon Teorisinin test edilebilmesi için, şirket temettüleri ile gelecek dönemlere ait şirket kazançları arasındaki ilişkiden yararlanılmıştır.

Analizlerde genel kabul görmüş 7 (yedi) farklı karlılık rasyosu tanımlanmıştır. Farklı rasyolar kullanılarak ilişkinin sağlıklı olarak ortaya konması ve böylelikle istatistiki güçlülüğün sağlanması arzulanmıştır.

İMKB’de bulunan şirketlerin temettüleri ile bu şirketlerin daha sonraki dönemlerdeki karlılıkları arasındaki ilişkinin tespit edilebilmesi için veriler, birkaç aşamalı olarak ayıklamaya tabi tutulmuşlardır. Ayıklanmış veriler de firmaların (*a*) İMKB’ye kote olmalarına göre (kotasyon esas) ve (*b*) sürekli nakit temettü ödemesi yapıp yapmadıklarına göre (temettü esas) 2000 – 2008 ve 2005 – 2008 dönemleri için ayrı ayrı sınıflandırılarak analiz edilmişlerdir. Kotasyon esasına göre yapılan analizler anlamlı sonuçlar vermemiş, ancak temettü esasına göre yapılan analizler anlamlı sonuçlar vermiştir. Şöyle ki, 2005/2008 dönemini (48 adet firma), 2000/2008 dönemini (6 adet firma) ve 2000/2008 dönemini (14 adet firma) kapsayan temettü kaynaklı analizlerde [öncü] bağımlı değişken olan Y sırasıyla ROA1, ROA2, ROC1, ROC2, ROE, OP ve NPAT anlamlarına, öte yandan bağımsız veya açıklayıcı [gecikmeli] değişken olan X ise TEMETTÜ anlamına gelmektedir. Veriseti STATA 10.1 programı kullanılarak analiz edilmiştir.

2005 – 2008 (48 adet firma için) temettü-karlılık ilişkisini tespit edebilmek için yapılan ampirik analizlerde kullanılan 7 adet değişkenden ROA1, ROC1 ve ROE anlamlı sonuçlar verirken, diğerleri ROA2, ROC2, OP ve NPAT anlamlı sonuçlar vermemiştir. Belirlilik katsayıları sırasıyla ROE: 2,72, ROA1: 2,41 ve ROC1: 1,27 olarak tespit edilmiştir.

**Tablo 43: 2005/2008 Dönemi Özet Tablosu (48 adet firma için)**

Analiz	Karlılık	R <sup>2</sup>	Coef.	Anlamlı/Anlamsız	Güven Aralığı
SABİT	ROA 1	2,41%	0,0587	Anlamlı	90%
RASSAL	ROA 1	2,41%	0,0586	Anlamlı	95%
SABİT	ROC 1	1,27%	0,0498	Anlamsız	90%-95%
RASSAL	ROC 1	1,27%	0,0474	Anlamlı	95%

SABİT	ROE	2,72%	0,0596	Anlamlı	90%
RASSAL	ROE	2,72%	0,0600	Anlamlı	95%

2000 – 2008 (6 adet firma için) temettü-karlılık ilişkisini tespit edebilmek için yapılan ampirik analizlerde kullanılan 7 adet değişkenden ROA1, ROA2, ROC1, ROC2, ROE anlamlı sonuçlar verirken, diğerleri OP ve NPAT anlamlı sonuçlar vermemiştir. Belirlilik katsayıları sırasıyla ROA2: 2,80, ROE: 2,36, ROC2: 2,32, ROA1: 2,01 ve ROC1:1,21 olarak tespit edilmiştir.

**Tablo 44: 2000/2008 Dönemi Özet Tablosu (6 adet firma için)**

Analiz	Karlılık	R <sup>2</sup>	Coef.	Anlamlı/Anlamsız	Güven Aralığı
SABİT	ROA 1	2,01%	0,1027	Anlamlı	95%
RASSAL	ROA 1	2,01%	0,0903	Anlamlı	95%
SABİT	ROA 2	2,80%	0,0684	Anlamlı	95%
RASSAL	ROA 2	2,80%	0,6217	Anlamlı	95%
SABİT	ROC1	1,21%	0,0836	Anlamlı	95%
RASSAL	ROC 1	1,21%	0,0711	Anlamlı	95%
SABİT	ROC 2	2,32%	0,0497	Anlamlı	95%
RASSAL	ROC 2	2,32%	0,0495	Anlamlı	95%
SABİT	ROE	2,36%	0,1028	Anlamlı	95%
RASSAL	ROE	2,36%	0,0914	Anlamlı	95%

2000 – 2008 (14 adet firma için) temettü-karlılık ilişkisini tespit edebilmek için yapılan ampirik analizlerde kullanılan 7 adet değişkenin tamamı anlamlı sonuçlar vermiştir. Belirlilik katsayıları sırasıyla ROA2: 3,43, ROE: 3,04, ROA1: 2,67, ROC2: 2,31, ROC1: 1,82, OP: 1,63 ve NPAT: 1,60 olarak tespit edilmiştir.

**Tablo 45: 2000/2008 Dönemi Özet Tablosu (14 adet firma için)**

Analiz	Karlılık	R <sup>2</sup>	Coef.	Anlamlı/ Anlamsız	Güven Aralığı
SABİT	ROA 1	2,67%	0,0986	Anlamlı	95%
RASSAL	ROA 1	2,67%	0,1048	Anlamlı	95%
SABİT	ROA 2	3,43%	0,0675	Anlamlı	95%
RASSAL	ROA 2	3,43%	0,0738	Anlamlı	95%
SABİT	ROC1	1,82%	0,0779	Anlamlı	95%

Analiz	Karlılık	R <sup>2</sup>	Coef.	Anlamlı/ Anlamsız	Güven Aralığı
RASSAL	ROC1	1,82%	0,0886	Anlamlı	95%
SABİT	ROC 2	2,31%	0,0485	Anlamlı	90%
RASSAL	ROC 2	2,31%	0,0596	Anlamlı	95%
SABİT	ROE	3,04%	0,0997	Anlamlı	95%
RASSAL	ROE	3,04%	0,1048	Anlamlı	95%
SABİT	OP	1,63%	0,0487	Anlamlı	95%
RASSAL	OP	1,63%	0,0577	Anlamlı	95%
SABİT	NPAT	1,60%	0,0903	Anlamlı	95%
RASSAL	NPAT	1,60%	0,0982	Anlamlı	95%

Genel olarak hem 2005-2008 hem de 2000-2008 dönemlerinde sistematik olarak temettü ödeyen kote edilmiş firmalar için, rassal etkiler tabanlı ROA-TEMETTU ile ROE-TEMETTU panel regresyonları, temettü-karlılık ilişkisinin en çok anlamlı olduğu modeller olarak karşımıza çıkmaktadır. Zira temettü değişimi en çok dönem net karına veya vergi sonrası kara dayalı aktif ile özkaynak karlılıklarındaki değişimleri açıklamaktadır.<sup>34</sup> Ayrıca istatistiksel anlamlılığı fazla olduğu için ister 2005-2008 isterse 2000-2008 dönemleri olsun, rassal etkiler sabit etkilere genel olarak tercih edilmektedir.

Netice itibariyle ampirik kanıtlar, firmaların önceki dönemlerde yaptıkları temettü ödemeleriyle, takip eden dönemlerdeki karlılıklarının doğrudan ilişkili olduğunu öngören hipotezimizi net bir şekilde belgelendirmektedir. Kanıtlar, temettü ödemesi ile karlılık arasındaki ilişkinin sadece anlamlı değil, aynı zamanda pozitif yönlü olduğunu da sistematik olarak ortaya koymaktadır. Böylelikle, temettü ödemelerinde bir artış meydana geldiğinde gelecekteki karlılığın da artacağını ifade eden görüşün, Türkiye ayağında da geçerliliğini korumakta olduğunu görmekteyiz.

Sürekli olarak temettü ödeyen firmaların temettü ödeme trendlerine bakarak, daha sonraki dönemlerde ortaya çıkabilecek firma karlılığındaki değişikliklerin öngörülebilmesi, Türkiye’de faaliyet gösteren veya göstermek isteyen yatırımcıların yatırımlarını yaparken dikkate almaları gereken bir husus olarak karşılırlarına çıkmaktadır.

<sup>34</sup> Tüm yorumlarımız için genel olarak bkz. Yaffee ve özellikle Kök ve Şimşek.

## SONUÇ

Hisse senedi piyasalarının etkinliği araştırılırken piyasaların temettülere, temettü anonslarına ve temettü değişikliklerine nasıl tepki verdiği konuları da test edilmiştir. Bu bağlamda, asimetrik bilgi kavramı, piyasaları etkinlikten uzaklaştıran unsurlardan birisi olarak ele alınmıştır.

Asimetrik bilgi kavramı, Akerlof'un 1970 yılında yayınladığı "The Market for Lemons: Quality, Uncertainty and Market Mechanism" başlıklı makalesi ile literatüre girmiştir. Akerlof ve ardından üretilen piyasa analizleri ve asimetrik bilgi konusundaki öncül çalışmalar (Spence ve Stiglitz), modern makro iktisat teorisinin temellerini oluşturmuştur. Onların modelleri, asimetrik bilginin negatif etkilerine karşı ortaya çıkan çok sayıdaki sosyal kurumun açıklanmasında da kullanılmıştır. Asimetrik bilgiden korunabilmek için geliştirilen yöntemlerin, teoride ve pratikte kısmen yeterli oldukları kabul edilmektedir.

Temettüleri açıklamaya çalışan ve temettü politikası literatürünün başlamasına yol açan çalışma, Lintner'in 1956'da yaptığı klasik çalışmasıdır.

Lintner bu çalışmasında, firmaların uzun vadeli hedef temettü oranlarına sahip oldukları, yöneticilerin belirli oranlarda temettü dağıtmaktan ziyade temettü değişikliklerine odaklandıkları, temettü değişikliklerinin uzun vadeli sürdürülebilir kazançlardaki değişiklikleri takip ettiği (başka bir deyişle, geçici kazançların kısa vadede temettü ödemeyi etkilemediği), yöneticilerin temettülerde tersine bir değişiklik yapma (azaltma) konusunda isteksiz oldukları ve temettü artışlarını iptal etme konusunda kaygılı oldukları, temettülerdeki herhangi bir değişiklikte en önemli belirleyici unsurun kazançlar olduğu, yöneticilerin hissedarlara hareketlerinin gerekçelerini açıklamak ve açıklamalarını da basit ve gözlemlenebilen indikatörlere dayandırmak ihtiyacı içinde oldukları, yönetimin temettü politikasını daha önce belirlediği ve diğer politikaların da temettü politikası dikkate alındıktan sonra belirlendiği sonuçlarına ulaşmıştır.



Lintner'in modelinde dağıtılan temettüler nakittir ve yatırımın tüm faydalı ömrü boyunca nasıl bir kazanç sağlayacağı yatırımcı tarafından bilinemediği için temettünün, sermaye kazancına göre daha az riskli olduğu kabul edilir.

Lintner'in elde ettiği sonuçlar incelendiğinde, temettülerdeki değişikliklerin zımni olarak gelecek hakkında bilgi taşıdığı anlaşılmaktadır. Şöyle ki, şirketler ancak uzun vadeli sürdürülebilir kazançları olduğunda temettü artışına gitmektedirler.

Şirket temettü politikalarına farklı bir bakış açısı sağlayan çalışma Modigliani Miller'a (MM) (1961) aittir. Bu çalışmadan önceki genel kanı, bir firmanın ne kadar çok temettü öderse o kadar çok değerli olacağı yönündedir. Çünkü firma değeri, firmanın ödeyeceği temettülerin bugüne indirgenmiş değerlerinin toplamı olarak algılanmaktadır.

MM (1961) Lintner ve Gordon'un temettü politikası bakışının eksik olduğunu belirttikten sonra, temettü politikasını analiz etmek için güçlü bir çatı geliştirmiştir. Böylelikle firmaların yatırım politikalarını belirlerken gerçekten neleri dikkate aldıkları gösterilmiştir. MM modeli kendisinden sonra gelen temettü ve temettü ödemesi çalışmalarının da başlangıcı olmuştur.

MM teorik çalışmasında, yönetimin temettü politikasını belirlerken dikkate alması gereken beş olası kusuru ele alırken, bunlardan birisinin de asimetrik bilgi olduğuna değinmiştir.

MM modelinde, mükemmel sermaye piyasalarının olduğu, yatırımların ve karların bilindiği, firmaların mali politikasının firmaların kazanç kalıpları hakkında yeni bir bilgi taşımadığı, başka bir deyişle firmaların yatırımcılara sinyal göndermediği varsayımları altında, firmaların piyasa değerlerinin onların temettü politikasından bağımsız olduğu sonucuna ulaşmıştır. Yani MM'ye göre (1961) temettü ödemeleri, ne firma hisselerinin cari değerini ne de hissedarların elde ettiği toplam getirileri etkilememektedir.

Ancak yukarıda belirtildiği gibi, mükemmel olmayan sermaye piyasalarında firma temettü değişikliklerinin, şirket gelecek kazançları hakkında bilgi taşıması ve

sonuç olarak da temettü politikalarındaki değişikliklerin Şirket değerini etkilemesi söz konusu olabilecektir.

Temettülerin bilgi taşıması ile ilgili ilk geliştirilen modeller Bhattacharya (1979), MR (1985) ve JW (1985) modelleridir. Bu modeller varsayım ve yaklaşımlarındaki detaylardan dolayı farklılıklar sergilese bile, aynı genel sonuca erişirler: Firmalar yatırımcılara bilgi taşıyın diye temettü öderler.

Temettü politikalarını konu alan sinyalizasyon literatüründe, iyi firmaların kendilerini kötü firmalardan ayırt etmek için temettü ya da geri satın alma işlemlerini kullandıkları konu edilmiştir. Temettü artışları yatırımcılara gelecek hakkında iyi mesajlar verirken, azalışları yatırımcılara kötü mesajlar vermekte, hiçbir değişiklik olmaması durumunda da gelecekte önemli bir değişiklik olmasının beklenmediği anlamı çıkartılmaktadır. Sinyalizasyon teorisinde, temettü ödemeye başlama ve ödemeyi kesme önemli olarak kabul edilir. Bir firma temettü ödemeye başladığında, yatırımcıların sonraki performansı net olarak ölçmelerini sağlayacak bir gösterge de ortaya konmuş olmaktadır.

Sinyalizasyon teorisinin en güçlü tahmini, beklenmeyen cari temettü değişiklikleri ile yöneticilerin gelecek kazançlar hakkında sahip olduğu bilgileri arasındaki monoton ilişkidir. Kaldı ki yöneticiler, firmalarının hisse senetlerinin cari piyasa değerinin, olması gereken / içsel değerinden daha düşük olduğuna inanıyorlarsa, sahip oldukları özel bilgileri yatırımcılara gönderme / sinyal verme konusunda bir teşviğe de sahip olurlar.

Literatürde sinyalizasyon modelleri ampirik olarak iki şekilde test edile gelmiştir. İlki vaka çalışmalarıdır ve bir değişken sinyaldeki değişiklikleri inceleyip piyasadaki reaksiyonu gözlemlemeye dayanır. İkinci tür ampirik çalışmalar seti, değişken sinyal ile kazançlar ya da nakit akışı arasındaki dinamik bağlantıyı zaman serileri kullanarak araştırmaya dayanır.

Çalışmamızda yer alan ampirik çalışma, ikinci tür ampirik çalışma şeklindedir. Başka bir deyişle sinyalizasyon teorisinin test edilmesi için, şirket temettüleri ile gelecek dönemlere ait şirket kazançları arasındaki ilişkiden yararlanılmıştır.

Türkiye pratiğinde İMKB'ye kote edilmiş olan şirketler, genel kurullarının alacağı karara bağlı olarak temettüyü 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 konularında serbesttirler.

Yapılan tüm analizlerde kullanılan temettü kelimesi, şirketlerin dağıtmış olduğu “brüt nakit” temettüyü ifade etmektedir.

Temettüler ve şirket karlılığı arasındaki ilişkiyi ıspatlayabilmek için, literatürde farklı karlılık rasyolarının kullanılabildiği de görülebilmektedir. Analiz sonuçlarını genelleştirebilmek için, genel kabul görmüş 7 (yedi) farklı karlılık rasyosu tanımlanarak analizlerde kullanılmıştır.

İMKB'de bulunan şirketlerin temettüleri ile bu şirketlerin daha sonraki dönemlerdeki karlılıkları arasındaki ilişkinin tespit edilebilmesi için veriler öncelikle bir ayıklamaya tabi tutulmuştur. Bu ayıklamada öncelikle bankalar, sigorta kurumları, aracı kuruluşlar, holding şirketleri, faktoring şirketleri, gayrimenkul yatırım ortaklıkları, katılım bankaları gibi firmalar analize konu edilecek olan firmalardan ayrılmıştır. Neden bu tür firmaların ayıklandığı ise, bu kurumların bir kısmının kamunun yakın menfaatini ilgilendirmesi sebebi ile devletin sıkı gözetimi ve denetimi altında olmaları, kullandıkları hesap planının diğer firmaların kullandığı hesap planlarından çok ciddi farklılıklar taşımaları veya hesaplarının kullanımında hesaplara yüklenen anlamların diğer şirketler ile paralellik arz etmemeleri ile ilgilidir. Özellikle olmaları sebebi ile analize konu edilmeyen firmaların, analiz edilecek firma listesinden çıkartılmasından sonra, verilerin elde edilmiş olduğu 01.08.2009 tarihi itibariyle birleşen, devreden, 2007 senesinden sonra İMKB'ye kote edilmiş olan, hiç veya en fazla bir kez veya üst üste hiç temettü dağıtmamış olan firmalar da analize konu edilecek olan firma listesinden çıkartılmıştır.

Yukarıdaki süreçlerin tamamlanmasının ardından analize dahil edilecek firmalar, İMKB'ye kote olma ve temettü dağıtımları esas alınarak ikili bir ayrıma daha tabi tutulmuşlardır. Her iki ana ayırım sonrasında da veriler 2000/2008 ve 2005/2008 dönemleri için ayrı ayrı sınıflandırılarak analizler yapılmıştır. Başka bir deyişle çalışmada, 2000/2008 ve 2005/2008 dönemleri için kote edilme esasına ve temettü dağıtma esasına göre yapılmış analizler bulunmaktadır.

Kotasyon esasına göre yapılan analizler anlamlı sonuçlar vermemiş, ancak temettü esasına göre yapılan analizler anlamlı sonuçlar vermiştir.

2005 – 2008 (48 adet firma için) temettü-karlılık ilişkisini tespit edebilmek için yapılan ampirik analizlerde kullanılan 7 adet değişkenden 3 adedi anlamlı sonuçlar verirken, 2000 – 2008 (6 adet firma için) yapılan analizde 7 adet değişkenden 5 adedi, 2000 – 2008 (14 adet firma için) yapılan analizde 7 adet değişkenin de tamamı anlamlı sonuçlar vermiştir.

Genel olarak hem 2005-2008 hem de 2000-2008 dönemlerinde sistematik olarak temettü ödeyen kote edilmiş firmalar için, rassal etkiler tabanlı ROA (aktif karlılığı) - TEMETTU ile ROE (özkaynak karlılığı) - TEMETTU panel regresyonları, temettü-karlılık ilişkisinin en çok anlamlı olduğu modeller olarak karşımıza çıkmaktadır. Ayrıca istatistiksel anlamlılığı fazla olduğu için ister 2005-2008 isterse 2000-2008 dönemleri olsun, rassal etkiler sabit etkilere genel olarak tercih edilmektedir.

Netice itibariyle ampirik kanıtlar, firmaların önceki dönemlerde yaptıkları temettü ödemeleriyle, takip eden dönemlerdeki karlılıklarının doğrudan ilişkili olduğunu öngören hipotezimizi doğrulamaktadır. Ayrıca, temettü ödemesi ile karlılık arasındaki ilişkinin sadece anlamlı değil, aynı zamanda pozitif yönlü olduğunu da sistematik olarak ortaya konmuş olmaktadır.

Özetle belirtmek gerekirse, temettü ödeme oranlarında bir artış meydana geldiğinde, gelecekteki karlılığın da artacağını ifade eden görüşün, Türkiye ayağında da geçerliliğini korumakta olduğunu görmekteyiz.

## KAYNAKÇA

### KİTAPLAR

- AKGÜÇ, Öztin : **Finansal Yönetim**, 7. Baskı, Avcıol Basım, İstanbul 1998.
- AKGÜÇ, Öztin : **Mali Tablolar Analizi**, 13. Baskı, Avcıol Basım, İstanbul 2008.
- BEBCZUK, Ricardo N. : **Asymmetric Information in Financial Markets Introduction and Applications**, Cambridge University Press, UK 2003.
- BERK, Niyazi : **Finansal Yönetim**, 9. Baskı, Türkmen Kitapevi, İstanbul 2007.
- BREALEY, Richard A., Stewart C. Myers : **Principles of Corporate Finance**, 6. Edisyon, McGrawHill, 2000.
- BÜKER, Semih, Rıza AŞIKOĞLU : **İşletmelerde Finansal Yönetim**, Anadolu Üniversitesi, Eskişehir 1993.
- FRANKFURTER, M. George, Bob G WOOD : **Dividend Policy Theory and Practice**, Academic Pres, 2003, ABD.
- GLENN, Hubbard R. : **Asymmetric Information, Corporate Finance, and Investment**, Ocak 1990, University of Chicago Press, 1990.
- KARABULUT, Gökhan : **Gelişmekte Olan Ülkelerde Finansal Krizlerin Nedenleri**, Der Yayınları 2002.
- KIYILAR, Murat : **Etkin Pazar Kuramı ve Etkin Pazar Kuramı'nın İMKB'de İrdelenmesi – Test Edilmesi**, SPK yayınları, Ankara 1997.
- MACHOVEC, Frank M. : **Perfect Competition and the Transformation of Economics**, USA 2003.
- MAS-COLELL, Andreu, Whinston M.D., Gren J.R. : **Microeconomic Theory**, OUP, Oxford 1995.
- MISHKIN, S. Frederic : **The Economics of Money, Banking, and Financial Markets**, Pearson Addison Wesley, 7. edisyon, ABD 2004.
- PAYA, Merih : **Para Teorisi ve Para Politikası**, Filiz Kitapevi, 2. baskı, İstanbul 1998.

- ÜNSAL, Erdal M. : **Mikro İktisat**, İmaj Yayıncılık, Ankara 2001
- WESTON, J.F., E.F. BRIGHAM : “J.F. WESTON, E.F. BRIGHAM, **Essentials of Managerial Finance**, Printed in Japan, 1982.” Niyazi BERK, Finansal Yönetim, 9. Baskı, Türkmen Kitapevi, İstanbul 2007.

## ELEKTRONİK KAYNAKLAR

- ADAOĞLU, Cahit : “Instability in the Dividend Policy of the İstanbul Stock Exchange (ISE) Corporation: Evidence from an Emerging Market”, Temmuz 2000, ss. 3 - 7 (Çevrimiçi) [http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=248488](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=248488) (06.03.2009).
- ADAOĞLU, Cahit : “Yasal Düzenlemelerin İstanbul Menkul Kıymetler Borsası (İMKB) Şirketlerinin Temettü Politikalarına Etkisi”, **İMKB Dergisi**, Cilt: 3 Sayı: 11 Temmuz – Ağustos – Eylül 1999, ss. 2 – 8, (çevrimiçi) [http://www.imkb.gov.tr/Libraries/imkbdergi/İMKB\\_Dergisi\\_Turkce11.sflb.ashx](http://www.imkb.gov.tr/Libraries/imkbdergi/İMKB_Dergisi_Turkce11.sflb.ashx) (17.12.2009).
- AKALIN, Gülsüm, Serkan DİLEK : “Belirsizlik Altında Tüketicilerin Kararları”, **ZKÜ Sosyal Bilimler Dergisi**, C. 3, S. 6, 2007, ss. 40 – 45, (çevrimiçi) <http://iibf.karaelmas.edu.tr/sbd/makaleler/1303-9245/200703006033048.pdf> (26.02.2010).
- AKERLOF, George A. : “The Market for "Lemons": Quality Uncertainty and the Market Mechanism”, **The Quarterly Journal of Economics**, Vol. 84, No. 3., Ağustos 1970, s. 490, (çevrimiçi) <http://www.econ.ox.ac.uk/members/christopher.bowdler/akerlof.pdf> (12.02.2010).
- AKINTOYE, Ishola Rufus : “Efficient Market Hypothesis and Behavioural Finance: A Review of Literature”, **European Journal of Social Sciences**, Volume 7, Number 2, 2008, s. 11, (çevrimiçi) [http://www.eurojournals.com/ejss\\_7\\_2\\_01.pdf](http://www.eurojournals.com/ejss_7_2_01.pdf) (02.01.2010).
- ALBUQUERQUE, Rui, Gregory H. BAUER, SCHNEIDER, Martin : “Characterizing Asymmetric Information in International Equity Markets”, Aralık 2003, s. 1, (çevrimiçi) <http://129.3.20.41/eps/if/papers/0405/0405005.pdf> (14.02.2010).
- ALLEN, Franklin, Antonio E. BERNARDO, and Ivo WELCH : “A theory of dividends based on tax clienteles”, **Journal of Finance**, V. 55, N. 6, Aralık 2000, ss. 2499 – 2536, (çevrimiçi) <http://www.jstor.org/stable/222392> (07.04.2009).

- ALLEN, Franklin, Roni MICHAELY : “Payout Policy”, Nisan 2002, ss. 3 – 57, (çevrimiçi) [http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=309589](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=309589) (21.03.2009).
- ALMAZAN, Andres vd. : “Why constrain your mutual fund manager?”, Sauder School of Business Working Paper, ss. 1 – 48, (çevrimiçi) [http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=280999](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=280999) (12.03.2010).
- ANBAR, Adem : “Hisse Senetleri İMKB’de İşlem Gören İşletmelerde Kar Payı Dağıtım Politikası”, **Mali Çözüm**, 2006, S. 75, ss. 217 – 224, (çevrimiçi) <http://archive.ismmmo.org.tr/docs/malicozum/75MaliCozum/18%20adem%20anbar.pdf> (18.12.2009).
- ARAS, Güler, Alövsat MÜSLÜMOV : “Kredi Piyasalarında Asimetrik Bilgi ve Bankacılık Sistemi Üzerindeki Etkileri”, s. 2, (çevrimiçi) <http://www3.dogus.edu.tr/amuslumov/research/Article/Muslumov%20-%20Asimmetry%20-%20IF%20-%202004.pdf> (24.12.2009).
- ARAUJO, Aloisio, Humberto MOREIRA, Marcos TSUCHIDA : “Do dividends signal more earnings?”, Nisan 2006, s. 1, (çevrimiçi) <http://w3.impa.br/~aloisio/pdf/153.pdf> (07.01.2010).
- ARSLAN, Özgür : “Firma Yöneticilerinin Temettü Dağıtımlarına Dair Algıları”, **H.Ü. İİBF Dergisi**, Cilt 26 Sayı 1, 2008, ss. 86 – 89, (çevrimiçi) [http://uvt.ulakbim.gov.tr/uvt/index.php?cwid=9&vtadi=TPRJ%2CTTAR%2CTIP%2CTMUH%2CTSOS&ano=86003\\_3aca9b3ef51694d1affdf5593ce07357](http://uvt.ulakbim.gov.tr/uvt/index.php?cwid=9&vtadi=TPRJ%2CTTAR%2CTIP%2CTMUH%2CTSOS&ano=86003_3aca9b3ef51694d1affdf5593ce07357) (18.12.2009).
- BACHMANN, Ralph, Anjan V. THAKOR : “Payout Policy Design”, 27 Mayıs 2003, ss. 1 - 2, (çevrimiçi) [http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=411880](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=411880), (07.01.2009).
- BAGLONI, Mark, Susan G. WATTS : “Information acquisition, information release and trading Dynamics”, **Journal of Financial Markets**, 1998, ss. 221 – 252, (çevrimiçi) <http://ideas.repec.org> (06.04.2010).
- BAILEY, R. E. : “Corporate Finance: The Modigliani-Miller Theorems”, 2008, ss. 1 - 8, (çevrimiçi) <http://courses.essex.ac.uk/EC/EC372/ec372mm.pdf> (06.02.2009).
- BANERJEE, Abhijit V. : “A Simple Model of Herd Behavior”, **The Quarterly Journal of Economics**, V. 107, N: 3, Ağustos 1992, ss. 797 – 817, (çevrimiçi) <http://www.jstor.org/stable/2118364> (25.08.2009).

- BARBER, Brad M.,  
Terrance ODEAN : “Trading Is Hazardous to Your Wealth: The Common Stock Investment Performance of Individual Investors”, **The Journal of Finance**, Vol. LV, NO. 2, Nisan 2000, ss. 773 – 786, (çevrimiçi) [http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=219228](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=219228) (07.08.2009).
- BARBER, Brad M.,  
Terrance ODEAN : “Boys Will be Boys: Gender, Overconfidence, and Common Stock Investment”, **The Quarterly Journal of Economics**, Şubat 2001, ss. 261 – 289, (çevrimiçi) <http://faculty.gsm.ucdavis.edu/~bmbarber/Paper%20Folder/QJE%20BoysWillBeBoys.pdf> (14.04.2009).
- BARBERIS, Nicholas,  
Ming HUANG, Tano  
SANTOS : “Prospect Theory and Asset Prices”, The Center for Research in Security Prices Working Paper No. 494, Haziran 1999, ss. 1 – 34, (çevrimiçi) [http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=169790](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=169790) (04.03.2010)
- BARZUZA, Michal : “Lemon Signaling in Cross - Listing”, 1 Ekim 2007, ss. 1 – 3, (çevrimiçi) [http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=1022282](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1022282) (03.02.2009).
- BERKOVITCH, Elazar,  
Ronen ISRAEL, Yossef  
SPIEGEL : “Managerial Compensation and Capital Structure”, Ekim 1998, ss. 4 – 5, (çevrimiçi) [http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=142951](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=142951) (02.11.2008).
- BHATTACHARYA,  
Sudipto : “Imperfect Information, Dividend Policy, and "The Bird in the Hand" Fallacy”, **The Bell Journal of Economics**, Vol. 10, No. 1. (Spring, 1979), ss. 259 – 270, (çevrimiçi) [http://82.179.218.37:8100/images/pubs/2007/10/25/0000314521/Bhattacharya\\_-\\_assymetry\\_1979.pdf](http://82.179.218.37:8100/images/pubs/2007/10/25/0000314521/Bhattacharya_-_assymetry_1979.pdf) (24.12.2009).
- BHATTACHARYA, Utpal,  
Amy DITTMAR : “Costless Versus Costly Signaling: Theory and Evidence”, Mayıs 2004, s. 1, (çevrimiçi) [http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=250049](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=250049) (08.08.2008).
- BHATTACHARYA, Utpal,  
Murugappa KRISHNAN : “To Believe or Not to Believe”, Şubat 1998, (çevrimiçi) [http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=2288](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2288) (12.02.2009).
- BHATTACHARYYA,  
Nalinaksha, Amin  
MAWANI, Cameron  
MORRILL : “Dividend Payout and Executive Compensation: Theory and Evidence”, Mayıs 2003, s. 1, (çevrimiçi) [http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=326801](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=326801) (30.08.2008).



- BIKHCHANDANI, Sushil, David HIRSHLEIFER ve Ivo WELCH : “A Theory of Fads, Fashion, Custom, and Cultural Changes as Information Cascades”, **Journal of Political Economy**, V. 100, N: 5, Ekim 1992, ss. 1 – 26, (çevrimiçi) [http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=1286306](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1286306) (26.08.2009).
- BLANCHARD, Olivier J., Mark WATSON : “Bubbles, Rational Expectations, and Financial Markets”, **NBER Working Paper Series**, Working Paper no 945, Temmuz 1982, ss. 1 – 26, (çevrimiçi) <http://www.nber.org/papers/w0945> (12.04.2009).
- BRAV, Alon, J. B. HEATON : “Did ERISA’s [The Employee Retirement Income Security Act of 1974] prudent man rule change the pricing of dividend omitting firms?”, Mayıs 1998, ss. 1 - 6, (çevrimiçi) <http://papers.ssrn.com/sol3/Delivery.cfm/98060303.pdf?Abstractid=98568&mirid=1>, (06.04.2009).
- BRAV, Alon, John R. GRAHAM, Campell R. HARVEY, Roni MICHAELY : “Payout Policy in the 21. Century”, 7 Eylül 2004, (çevrimiçi) [http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=571046](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=571046) (01.02.2009).
- BUITER, Willem H. : “James Tobin an appreciation of his contribution to economics”, 04.07.2003, (çevrimiçi) <http://eprints.lse.ac.uk/847/1/tobin.pdf> (25.02.2010).
- BULAN, Laarni, Narayanan SUBRAMANIAN, Lloyd TANLU : “On the Timing of Dividend Initiations”, Ekim 2006, s. 5, (çevrimiçi) [http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=962109](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=962109) (03.02.2009).
- Businessdictionary : Businessdictionary.com (çevrimiçi) <http://www.businessdictionary.com/definition/fundamental-risk.html> (10.05.2009).
- BUSSE, Jeffrey A., T. Clifton GREEN : “Market Efficiency in Real-Time”, Mayıs 2001, s. 1, (çevrimiçi) [http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=270958](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=270958) (03.02.2009).
- CEYHAN, Murat : “Kar Dağıtımı ve Muhasebesi”, (çevrimiçi) [http://www.alomaliye.com/eylul\\_06/murat\\_veyhan\\_kar\\_dagitimi.htm](http://www.alomaliye.com/eylul_06/murat_veyhan_kar_dagitimi.htm) (27.11.2009).
- CHANG, Amy Chun-Chia, Praveen KUMAR, Shiva SIVARAMAKRISHNAN : “Dividend Changes and Signaling of Future Cash Flows”, 09 Mart 2006, (çevrimiçi) [http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=881511](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=881511)(07.09.2009)

- COOTNER, P. A. : “Refinement and Empirical Testing: Introduction” P. A. COOTNER ed., *The Random Character of Stock Market Prices*, MIT Press, 1967, s. 25”, Christian WALTER, “The Efficient Market Hypothesis, the Gaussian Assumption, and the Investment Management Industry”, Kasım 2000, s. 24, [http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?-abstract\\_id=267443](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?-abstract_id=267443) (02.11.2008)
- ÇEVİK, Emrah İsmail, Sedat ERDOĞAN : “Bankacılık sektörü hisse senedi piyasasının etkinliği: Yapısal kırılma ve güçlü hafıza”, **Doğuş Üniversitesi Dergisi**, 10 (1) 2009, s. 28, (çevrimiçi) <http://journal.dogus.edu.tr/13026739/2009/cilt10/sayi1/M00208.pdf> (22.03.2010).
- D’ECAMPS, Jean-Paul, Thomas MARIOTTI, Jean-Charles ROCHET, St’ephane VILLENEUVE : “Free Cash-Flow, Issuance Costs and Stock Price Volatility”, Eylül 2008, ss. 2 -4, (çevrimiçi) <http://www.enseignement.polytechnique.fr/economie/chaire-business-economics/Leverage8.pdf> (05.03.2009).
- De LONG, J. Bradford, Andrei SHLEIFER, Lawrence H. SUMMERS, Robert J. WALDMANN : “The Survival of Noise Traders in Financial Markets”, **The Journal of Business**, V. 64, N. 1, Ocak 1991, ss. 1 – 19, (çevrimiçi) <http://www.jstor.org/stable/2353070> (07.04.2009).
- DeANGELO, Harry, Linda De ANGELO, Douglas J. SKINNER : “Reversal of fortune: Dividend signaling and the disappearance of sustained earnings growth”, **Journal of Financial Economics**, V: 40, 1996, ss. 341 – 371, (çevrimiçi) <http://marshallinside.usc.edu/ldangel/Publications/reversal.pdf> (12.01.2010).
- DeANGELO, Harry, Linda DeANGELO : “Payout Policy Pedagogy: What Matters and Why”, Ağustos 2006, (çevrimiçi) [http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=890616](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=890616) (19.02.2009).
- DeANGELO, Harry, Linda DeANGELO : “The irrelevance of the MM dividend irrelevance theorem”, Mart 2005, ss. 1 – 23, (çevrimiçi) [http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=680855](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=680855) (06.09.2009).
- DeANGELO, Harry, Linda DeANGELO, Douglas J. SKINNER : “Are dividends disappearing? Dividend concentration and the consolidation of earnings”, **Journal of Financial Economics**, Temmuz 2002, ss. 1 – 2, (çevrimiçi) [http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=318562](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=318562) (10.12.2008).
- DeANGELO, Harry, Linda DeANGELO, Douglas J. SKINNER : “Special Dividends and the Evolution of Dividend Signaling”, Kasım 1999, (çevrimiçi) [http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=198448](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=198448) (03.09.2008).

- DeLONG, J. Bradford, Andrei SHLEIFER, Lawrence H. SUMMERS, Robert J. WALDMANN : “Noise Traders in Financial Markets”, **The Journal of Political Economy**, V. 98, N. 4, Ağustos 1990, ss. 703 – 738, (çevrimiçi) <http://www.jstor.org/stable/2937765> (07.04.2009).
- DEMİRHAN, Dilek : “Sermaye Yapısını Etkileyen Firmaya Özgü Faktörlerin Analizi: İMKB Hizmet Firmaları Üzerine Bir Uygulama”, **Ege Akademik Bakış**, S. 9 (2), 2009, ss. 678 – 680, (çevrimiçi) [http://eab.ege.edu.tr/pdf/9\\_2/C9-S2-M15.pdf](http://eab.ege.edu.tr/pdf/9_2/C9-S2-M15.pdf) (26.02.2010).
- DENIS, David J., Diana K. DENIS, Atulya SARIN : “The Information Content of Cash Flow Signaling, Overinvestment, and Dividend Clientele”, **Journal of Financial and Quantitative Analysis**, Vol. 29, No. 4, Aralık 1994, s. 568, (çevrimiçi) <http://business.scu.edu/asarin/PublishedPapers/Dividends.pdf> (22.12.2009).
- DESAI, Mihir A., C. Fritz FOLEY, James R. HINES : “Dividend Policy Inside the Multinational Firm”, Nisan 2006, ss. 1 – 2, (çevrimiçi) [http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=317040](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=317040) (30.01.2009).
- DESHMUKH, Sanjay, Anand M. GOEL, Keith M. : “CEO Overconfidence and Dividend Policy: Theory and Evidence”, Mart 2008, s. 2, (çevrimiçi) [http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=1107542](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1107542) (30.01.2009).
- DHILLION, Upinder S., Kartik RAMAN, Gabriel G. RAMIREZ : “Analysts’ Dividend Forecasts and Dividend Signaling”, Haziran 2003, ss. 2 – 3, (çevrimiçi) [http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=420782](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=420782) (02.01.2010).
- DUNBAR, Fredric C., Dana HELLER : “Fraud on the Market Meets Behavioral Finance”, 1 Aralık 2003, ss. 455 – 532, (çevrimiçi) [http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=824884](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=824884) (07.01.2009)
- EINAV, Liran, Amy FINKELSTEIN, Paul SCHRIMPF : 14 Mayıs 2007, “The Welfare Cost of Asymmetric Information: Evidence from the U.K. Annuity Market”, s. 4, (çevrimiçi) [http://economics.uchicago.edu/Finkelstein\\_052107.pdf](http://economics.uchicago.edu/Finkelstein_052107.pdf) (26.02.2010)
- ERDOĞAN, Meltem : “Bankacılık Sektöründe Asimetrik Bilgi: Sorunlar ve Çözüm Önerileri”, **Dumlupınar Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi**, S. 20, Nisan 2008, ss. 3 – 13, (çevrimiçi) <http://sbe.dpu.edu.tr/20/1-20.pdf> (17.02.2010).
- ERGÜNGÖR, Emre : “Dividends”, 01.04.2004, ss. 2 – 3, (çevrimiçi) <http://www.clevelandfed.org/Research/Commentary-/2004/04-01.pdf> (12.01.2010).

- FAMA, E.F. : “Efficient Capital Market: A review of Theory and Empirical Work”, **Journal of Finance**, Vol: 25, No: 2, Mayıs 1970, ss. 383 – 388, (çevrimiçi) [http://stuwwww.uvt.nl/fat/files/library/Fama,%20Eugene%20F.%20-%20Efficient%20Capital%20Markets,%20A%20Review%20of%20Theory%20and%20Empirical%20Work%20\(1970\).pdf](http://stuwwww.uvt.nl/fat/files/library/Fama,%20Eugene%20F.%20-%20Efficient%20Capital%20Markets,%20A%20Review%20of%20Theory%20and%20Empirical%20Work%20(1970).pdf). (26.12.2008).
- FAMA, Eugene F. : “The Adjustment Of Stock Prices To New Information”, **International Economic Review**, Vol. 10, Şubat 1969, (çevrimiçi) [http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=321524](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=321524) (24.02.2010).
- FAMA, Eugene F. : “The Behavior of Stock-Market Prices”, **The Journal of Business**, Vol. 38, No. 1., Ocak 1965, s. 37, (çevrimiçi) [http://stevereads.com/papers\\_to\\_read/the\\_behavior\\_of\\_stock\\_market\\_prices.pdf](http://stevereads.com/papers_to_read/the_behavior_of_stock_market_prices.pdf), (29.12.2008).
- FAMA, Eugene F., Kenneth R. FRENCH : “Disappearing Dividends: Changing Firm Characteristics or Lower Propensity to Pay?”, The Center for Research in Security Prices Working Paper No. 509, Temmuz 2000, (çevrimiçi) [http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=203092](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=203092) (10.10.2008).
- FARSIO, Farzad, Amanda GEARY, Justin MOSER : “The Relationship Between Dividends and Earnings”, **Journal of Economic Educators**, V. 4, N. 4, 2004, (çevrimiçi) <http://www.mtsu.edu/~jee/pdf/farsio.pdf> (07.09.2009).
- FAULKENDER, Michael, Todd MILBOURN, Anjan THAKOR : “Does Corporate Performance Determine Capital Structure and Dividend Policy?”, 09.03.2006, s. 3, (çevrimiçi) [http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=686865](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=686865) (09.08.2008).
- FULLER, Kathleen, Anjan THAKOR : “Signaling, Free Cash Flow, and “Nonmonotonic” Dividends”, 14.06.2002, ss. 1 – 2, (çevrimiçi) [http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=343980](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=343980) (12.07.2009).
- FULLER, Kathleen, Anjan V. THAKOR : “Flexibility and Dividend”, Şubat 2003, ss. 6 - 7, (çevrimiçi) [http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=472183](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=472183) (05.04.2009).
- FULLER, Kathleen, Michael GOLDSTEIN : “Dividend Policy and Market Movements”, 21 Ağustos 2003, ss. 1 – 4, (çevrimiçi) [http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=437700](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=437700) (20.11.2008).
- GELB, David : “Payout Composition and Investor’s Reaction to Dividend and Stock Repurchase Announcements”, Ocak 2000, s. 5, (çevrimiçi) [http://papers.ssrn.com/paper.taf?abstract\\_id=235103](http://papers.ssrn.com/paper.taf?abstract_id=235103) (05.03.2009).

- GILSON, Ronald J.,  
Raineer KRAAKMAN : “Mechanisms of Market Efficiency Twenty Years Later: The Hindsight Bias”, Columbia Law School, The Center for Law and Economic Studies Working Paper No:240, Ekim 2003, ss. 1 – 47, (çevrimiçi) [http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=462786](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=462786) (12.02.2010).
- GRINSTEIN, Yaniv, Roni  
MICHAELY : “Institutional Holdings and Payout Policy”, Eylül 2003, ss. 1 – 28, (çevrimiçi) [http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=308870](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=308870) (27.02.2010).
- GROSSMAN, S.J. : “Dynamic Asset Allocation and Informational Efficiency of Markets”, **Journal of Finance**, Vol: 50, No: 3, Temmuz 1995, s. 773, (çevrimiçi) <http://www.jstor.org/pss/2329287>, (26.12.2008).
- GRULLON, Gustavo, Roni  
MICHAELY, Bhaskaran  
SWAMINATHAN : “Are Dividend Changes a Sign of Firm Maturity?”, 2002, **Journal of Business**, vol. 75, no. 3, s. 390, (çevrimiçi) <http://www.journals.uchicago.edu/doi/pdf/10.1086/339889?cookieSet=1> (05.03.2009).
- GRUNDY, Bruce D.,  
Maureen McNICHOLAS : “Trade and the Revelation of Information through Prices and Direct Disclosure”, V: 2, N: 4, 1989, ss. 495 – 526, (çevrimiçi) <http://www.jstor.org/stable/2962066> (08.04.2009).
- HALOV, Nikolay : “Dynamics of Asymmetric Information and Capital Structure”, Kasım 2006, ss. 3 – 4, (çevrimiçi) [http://www.business.uconn.edu/redirect/finance/seminars/papers/Halov\\_job\\_market\\_paper\\_Nov06.pdf](http://www.business.uconn.edu/redirect/finance/seminars/papers/Halov_job_market_paper_Nov06.pdf) (15.01.2010).
- HARMON, Joseph, Tom  
GRIFFIN : “Dividend Relevance Theory”, 28 Ağustos 2006, ss. 2 – 3, (çevrimiçi) [www.joeharmon.net/Papers%20and%20Pictures/Showcase%20Papers/Dividend%20Relevance%20Theory.doc](http://www.joeharmon.net/Papers%20and%20Pictures/Showcase%20Papers/Dividend%20Relevance%20Theory.doc) (07.02.2009).
- HARRISON, Michael J.,  
David M. KREPS : “Speculative Investor Behavior in a Stock Market with Heterogenous Expectations”, **The Quarterly Journal of Economics**, V. 92, N: 2, Mayıs 1978, ss. 323 – 336, (çevrimiçi) <http://www.jstor.org/stable/1884166> (07.04.2009).
- HASSAN, M. Kabir, Joseph  
FARHAT, Bashir Al-ZU’BI : “Dividend Signaling Hypothesis and Short-term Asset Concentration of Islamic Interest- Free Banking”, **Islamic Economic Studies**, Vol. 11, No: 1, Eylül 2003, (çevrimiçi) <http://www.docstoc.com/docs/19628247/Vol-11-1Kabir-HassanDividend-Signalling-Hypothesis> (28.01.2010).

- HAYEK, Friedrich : “The use of knowledge in society”, **American Economic Review**, Vol: 35, 1945, ss. 519 – 530, (çevrimiçi) [http://files.libertyfund.org/files/92/Hayek\\_0766\\_EBk\\_v4.pdf](http://files.libertyfund.org/files/92/Hayek_0766_EBk_v4.pdf) (26.12.2008).
- HISA, Yuko : “Turnover and Ownership Structure in Turkey”, 2007, s. 1, (çevrimiçi) [http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=965435](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=965435) (21.08.2008).
- HOBBS, Jeffrey C. : “Dividend Signaling And Sustainability”, 15 Eylül, 2006, s. 2, (çevrimiçi) <http://scholar.lib.vt.edu/theses/available/etd-11072006-102402/unrestricted/Dissertation.pdf> (25.01.2010).
- HOW, Janice CY, Caro X  
Huang, Peter  
VERHOEVEN : “Information Asymmetry Surrounding Earnings and Dividend Announcements: An Intra-day Analysis”, s. 2, (çevrimiçi) [http://www.mssanz.org.au/MODSIM03/Volume\\_03/B17/04\\_How.pdf](http://www.mssanz.org.au/MODSIM03/Volume_03/B17/04_How.pdf) (31.01.2010).
- INVESTOPEDIA : Cross listing, (çevrimiçi) <http://www.investopedia.com/terms/c/cross-listing.asp> (28.02.2010).
- INVESTOPEDIA : Special dividends, (çevrimiçi) <http://www.investopedia.com/terms/s/specialdividend.asp> (01.02.2010).
- İMKB : İstanbul Menkul Kıymetler Borsası (çevrimiçi) [http://www.imkb.gov.tr/Data/sermaye\\_temettu\\_aciklama.aspx](http://www.imkb.gov.tr/Data/sermaye_temettu_aciklama.aspx) (20.08.2010).
- İMKB Kotasyon Yönetmeliği : İstanbul Menkul Kıymetler Borsası (çevrimiçi) <http://www.imkb.gov.tr/Regulations/Bylaws.aspx> (23.03.2010).
- JAGANNATHAN, Murali,  
Clifford P. STEPHENS,  
Michael S. WEISBACH : “Financial flexibility and the choice between dividends and stock repurchases”, **Journal of Financial Economics**, 2000, s. 22, (çevrimiçi) <http://fm.whut.edu.cn/lunwen/teacher%20fang/030.pdf> (04.03.2009).
- JENSEN, Michael C.,  
William H. MECKLING : “Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure”, 1976, s. 47, (çevrimiçi) [http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=94043](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=94043) (26.02.2009).
- KAHRAMAN, Derya,  
Mehmet ERKAN : “İstanbul Menkul Kıymetler Borsası’nda Tesadüfi Yürüyüş Testi”, **Yönetim ve Ekonomi**, 2005, C: 12, S: 1, Celal Bayar Üniversitesi İİBF, ss. 12 – 13, (çevrimiçi) <http://www.bayar.edu.tr/~iibf/dergi/pdf/C12S12005/DKME.pdf> (11.01.2010).

- KALAY, Avner : “Signaling, Information Content, and the Reluctance to Cut Dividends”, **The Journal of Financial and Quantitative Analysis**, Vol. 15, No. 4, Haziran 1980, ss. 855 – 869, (çevrimiçi) [http://www.mirrossii.ru/images/pubs/2007/10/25/0000314521/kalay\\_-\\_signaling\\_1980.pdf](http://www.mirrossii.ru/images/pubs/2007/10/25/0000314521/kalay_-_signaling_1980.pdf) (05.05.2009).
- KHANG, Kenneth, Tao-Hsien Dolly KING : “Is Dividend Policy related to Information Asymmetry? Evidence from Insider Trading Gains”, Kasım 2002, ss. 1 - 2, (çevrimiçi) [http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=342621&rec=1&srcabs=440380](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=342621&rec=1&srcabs=440380) (29.01.09).
- KIM, Han E. : “A Mean – Variance Theory of Optimal Capital Structure and Corporate Debt Capacity”, **Journal of Finance**, Mart 1978, Vol: 33, No: 1, ss. 45 – 63, (çevrimiçi) <http://www.jstor.org/> (06.04.2010).
- KINKKI, Seppo : “Dividend Puzzle – A Review of Dividend Theories”, ss. 58 – 97, (çevrimiçi) [http://lta.hse.fi/2001/1/lta\\_2001\\_01\\_a3.pdf](http://lta.hse.fi/2001/1/lta_2001_01_a3.pdf) (03.01.2010).
- KOCH, Paul D., Catherine SHENOY : “The Information Content of Dividend and Capital Structure Policies”, **Financial Management**, Vol. 28, No. 4, Kış 1999, ss. 17 – 18, (çevrimiçi) <http://www2.business.ku.edu/pkoch/documents/Div-Lev.pdf> (15.01.2010).
- KOSKI, Jennifer Lynch, Roni MICHAELY : “Prices, Liquidity, and the Information Content of Trades”, **The Review of Financial Studies**, Vol. 13, No. 3, Sonbahar 2000, ss. 659 – 694, (çevrimiçi) <http://forum.johnson.cornell.edu/faculty/michaely/Prices%20Liquidity%20and%20the%20Information%20Content%20of%20Trades.pdf> (30.12.2008).
- KOUFOPOULOS, Kostas : “Managerial Compensation and Capital Structure Under Asymmetric Information”, Ekim 2006, s. 2, (çevrimiçi) <http://www.econ.uoa.gr/UA/files/169546915.pdf> (01.11.2008).
- KÖK, Recep, Nevzat ŞİMŞEK : “Panel Veri Analizi”, t.y., (çevrimiçi) <http://www.deu.edu.tr/userweb/recep.kok/dosyalar/panel2.pdf> (11.10.2009).
- KRINSKY, Itzhak, Jason LEE : “Earning Announcement and The Components of the Bid – Ask Spread”, 1996, (çevrimiçi) <http://www.acsu.buffalo.edu/~keechung/MGF743/Readings/Earnings%20announcements%20and%20the%20components%20of%20the%20bid-ask%20spreads.pdf> (30.12.2008).

- La PORTA, Rafael vd. : “Agency Problems and Dividend Policies Around The World”, **National Bureau of Economic Research**, Haziran 1998, ss. 3 – 7, (çevrimiçi) <http://papers.nber.org/papers/w6594.pdf> (28.12.2009).
- LAMBERT, Richard A., Christian LEUZ, Robert E. VERRECCHIA1-2, : “Information Asymmetry, Information Precision, and the Cost of Capital”, Nisan 2009, (çevrimiçi) [http://www.nber.org/papers/w14881.pdf?new\\_window=1](http://www.nber.org/papers/w14881.pdf?new_window=1) (02.02.2010).
- LEE, Charles M.C. : “Earnings news and small traders an intraday analysis”, **Journal of Accounting and Economics**, Mart 1992, ss. 265 – 301, (çevrimiçi) <http://deepblue.lib.umich.edu/bitstream/2027.42/30006/1/0000374.pdf>.
- LINTNER, John : “Distribution of Incomes of Corporations Among Dividends, Retained Earnings, and Taxes”, **The American Economic Review**, Vol.46, No: 2, Mayıs 1956, ss. 101 – 109, (çevrimiçi) [http://www.ecsocman.edu.ru/images/pubs/2007/10/25/0000314521/lintner\\_1956.pdf](http://www.ecsocman.edu.ru/images/pubs/2007/10/25/0000314521/lintner_1956.pdf) (12.02.2009)
- LO, Andrew W. : “Efficient Markets Hypothesis”, ss. 1 – 2, (çevrimiçi) [http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=991509&rec=1&srcabs=634210](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=991509&rec=1&srcabs=634210) (05.01.2010).
- LOFGREN, Karl-Gustaf, Torsten PERSSON, Jörgen W. WEIBULL : “Markets with Asymmetric Information”, **Scand. J. Of Economics**, 10 Ekim 2001, ss. 2 – 11, (çevrimiçi) [http://www.cerge.cuni.cz/pdf/news/Nobel\\_paper.pdf](http://www.cerge.cuni.cz/pdf/news/Nobel_paper.pdf) (01.02.2010).
- MALKIEL, Burton G. : “The Efficient Market Hypothesis and Its Critics”, **The Journal of Economic Perspectives**, V. 17, N: 1, 2003, ss. 59 – 82, (çevrimiçi) <http://www.jstor.org/stable/3216840> (07.04.2009).
- MARSHALL, Ben R. : “How Quickly is Temporary Market Inefficiency Removed?”, ss. 3 – 5, (çevrimiçi) [http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=699901](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=699901) (16.12.2008).
- MARTINS, Nuno C : “Asymmetry of Information in Emerging Markets: Should a Firm Issue its Securities Locally or Abroad?”, 1 Mart 2002, s. 2, (çevrimiçi) [http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=302828](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=302828) (02.02.2009).



- McGOWAN, Carl B. : “A Study Of The Relationship Between Stock Market Development and Economic Growth and Development from 1994 to 2003”, **International Business & Economics Research Journal**, Mayıs 2008, V. 7, No: 5, (çevrimiçi) <http://www.cluteinstitute-onlinejournals.com/PDFs/848.pdf> (17.02.2010).
- MELVIN, Michael, Magali VALERO – TONONE : “The Effects of International Cross-listing on Rival Firms”, Kasım 2003, s. 1, (çevrimiçi) [http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=472723](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=472723) (03.02.2009).
- MICHAELY, Roni, Michael R. ROBERTS : “Corporate Dividend Policies: Lessons from Private Firms”, 22 Şubat 2007, ss. 2 – 3, (çevrimiçi) [http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=927802](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=927802) (03.02.2009).
- MILLER, Metron : “Leverage”, **The Journal of Finance**, V. 46, N. 2, Haziran 1991, ss. 479 – 488, (çevrimiçi) <http://www.jstor.org/stable/2328832> (07.04.2009).
- MILLER, Merton H., Kevin ROCK : “Dividend Policy under Asymmetric Information”, **The Journal of Finance**, V. 40, No. 4., Eylül 1985, ss. 1031 – 1051, (çevrimiçi) [http://89.249.21.76/data/806/126/1231/miller\\_rock\\_-\\_asymmetry\\_1985.pdf](http://89.249.21.76/data/806/126/1231/miller_rock_-_asymmetry_1985.pdf) (18.01.2010).
- MILLER, Metron H., Charles W. UPTON : “Leasing, Buying and the Cost of Capital Services”, Vol. 31, S. 3, Haziran 1976, **The Journal of Finance**, ss. 761 – 785, (çevrimiçi) <http://www.jstor.org/stable/2326424> (07.04.2009).
- MILLER, Metron, Franco MODIGLIANI : “Dividend Policy, Growth, and the Valuation of Shares”, **The Journal of Business**, V. 34, N. 4, Ekim 1961, s. 414, (çevrimiçi) <http://www.jstor.org/stable/2351143> (07.04.2009).
- MISHKIN, Frederic S. : “Asymmetric Information and Financial Crises: A Historical Perspective”, Working Paper No. 3400, **National Bureau of Economic Research**, Temmuz 1990, ss. 1 – 8, (çevrimiçi) [http://www.nber.org/papers/w3400.pdf?new\\_window=1](http://www.nber.org/papers/w3400.pdf?new_window=1) (16.03.2010).
- MISHKIN, Frederic S. : “Financial Policies and the Prevention of Financial Crises in Emerging Market Economies”, **National Bureau of Economic Research**, Aralık 2000, ss. 3 – 8, (çevrimiçi) [http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=632751](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=632751) (01.03.2010).

- MISHKIN, Frederic S. : “Preventing Financial Crises: An International Perspective”, **National Bureau of Economic Research**, Working Paper No. 4636, Şubat 1994, (çevrimiçi) <http://www.nber.org/papers/w4636.pdf> (25.03.2010).
- MISHKIN, Frederic S. : “Understanding Financial Crises: A developing Country Perspective”, **National Bureau of Economic Research**, Mayıs 1996, ss. 5 – 6, (çevrimiçi) <http://www.nber.org/papers/w5600.pdf> (17.03.2010).
- MISHKIN, Frediric S. : “International Capital Movements: Financial Volatility and Financial Instability”, **National Bureau of Economic Research**, Ocak 1998, ss. 28 – 29, (çevrimiçi) <http://www.nber.org/papers/w6390.pdf> (05.02.2010).
- MITTON, Todd : “Corporate Governance and Dividend Policy in Emerging Markets”, Mayıs 2004, (çevrimiçi) [http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=809404](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=809404) (24.08.2008).
- MODIGLIANI, Franco, Merton H. MILLER : “The Cost of Capital, Corporation Finance and The Theory of Investment”, Vol. 48, S. 3, Haziran 1958, **The American Economic Review**, ss. 268 – 269, (çevrimiçi)<http://links.jstor.org/sici?sici=00028282%28195806%2948%3A3%3C261%3ATCOCCF%3E2.0.CO%3B2-3> (10.04.2009).
- MULLAINATHAN, Sendhil, Richard H. THALER : “Behavioral Economics”, Working Paper 00-27, Eylül 2000, ss. 6 – 9, (çevrimiçi) [http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=245828](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=245828) (13.03.2010).
- MYERS, Stewart C. : “The Capital Structure Puzzle”, **The Journal of Finance**, Vol. 39, No. 3, 28 – 30 Aralık 1983. (Temmuz 1984), s. 581, (çevrimiçi) [http://ecsocman.edu.ru/images/pubs/2007/10/25/0000314524/myers\\_-\\_cs\\_puzzle\\_1983.pdf](http://ecsocman.edu.ru/images/pubs/2007/10/25/0000314524/myers_-_cs_puzzle_1983.pdf) (12.12.2009).
- MYERS, Stewart C., Nicholas S. MAJLUF : “Corporate Financing and Investment Decisions When Firms Have Information That Investors Do Not Have”, s. 15, Aralık 1983, s. 15, (çevrimiçi) <http://dspace.mit.edu/bitstream/handle/1721.1/2068/SWP-1523-15376412.pdf;jsessionid=A3BB72027D99F73166F7B4F6F49A5B26?sequence=1> (05.04.2010)
- ODEAN, Terrance : “Are investors reluctant to realize their losses ?”, Aralık 1993, ss. 1 – 21, (çevrimiçi) <http://www.haas.berkeley.edu/groups/finance/WP/rpf269.pdf> (10.04.2009).

- ODEAN, Terrance, Brad M. BARBER : “Online Investors Do the Slow Die First”, **The Review of Financial Studies**, V. 15, S. 2, 2002, ss. 455 – 482, (çevrimiçi) <http://www.jstor.org/stable/2696785> (07.04.2009).
- ODED, Jacob : “Payout Policy, Financial Flexibility, and Agency Costs of Free Cash Flow”, 13 Mart 2008, ss. 2 – 5, (çevrimiçi) [http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=1096146](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1096146) (30.01.2009).
- PEKKAYA, Mehmet : “Kar payı dağıtımının şirket değeri üzerine etkisi: İMKB 30 endeks hisselerine bir analiz”, **ZKÜ Sosyal Bilimler Dergisi**, Cilt 2, Sayı 4, 2006, s. 191, (çevrimiçi) <http://iibf.karaelmas.edu.tr/sbd/makaleler/1303-9245/200602004183209.pdf> (19.12.2009).
- PURMESSUR, Rajshree Deeptee, Roshan BOODHOO : “Signalling Power of Dividend on Firms’ Future Profits A Literature Review”, **EvergreenEnergy – International Interdisciplinary Journal**, New York, Mart 2009, s. 5, (çevrimiçi) [http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=1359495](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1359495) (22.12.2009).
- RAMASASTRY, Ambarish, John KOSE, Joseph WILLIAMS : “Efficient Signaling with Dividends and Investments”, **Journal of Finance**, VOL. XLII, No. 2, Haziran 1987, ss. 321 – 343, (çevrimiçi) <http://www.jstor.org/> (06.04.2010).
- RUBINSTEIN, Mark : “Rational Markets, Yes or No ? The Affirmative Case”, Haziran 2000, ss. 1 – 24, (çevrimiçi) <http://haas.berkeley.edu/finance/WP/rpflist.html> (10.04.2009).
- SAMUEL, Cherian : “Internal finance and Investment: Another Look”, 30 Kasım 1999, World Bank Policy Research Working Paper No. 1663 , ss. 2 – 7, (çevrimiçi) [http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=620672](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=620672) (29.01.09).
- SANKARAGURUSWAMY, Srinivasan, Jianfeng SHEN, Takeshi YAMADA : “The relationship between the Frequency of News Releases and the Adverse Selection Cost of Trading: The Role of Informed Trading and Uninformed Trading”, s. 2, (çevrimiçi) [http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=1100763](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1100763) (30.12.2008).
- SANT, Rajiv, Arnold R. COWAN : “Do Dividends Signal Earnings? The Case Of Omitted Dividends”, **Journal of Banking and Finance**, 1994, s. 2, (çevrimiçi) <http://www.bus.iastate.edu/arnie/OmittedDividendsPaper.pdf> (31.12.2009).

- Sermaye Piyasası Kanunu : 28.07.1981 tarih ve 2499 sayılı, (çevrimiçi) <http://www.mevzuat.adalet.gov.tr/html/551.html> (27.11.2009).
- SEWELL, Martin : Prospect Theory, (çevrimiçi) <http://prospect-theory.behavioural-finance.net/> (14.03.2010).
- SHLEIFER, Andrei, Robert W. VISHNY : “The Limits of Arbitrage”, Working Paper 5167, **National Bureau of Economic Research**, Temmuz 1995, ss. 1 – 25, (çevrimiçi) <http://www.nber.org/papers/w5167.pdf> (10.12.2009).
- SINHA, Meenakshi, Jayanthi SUNDER, Bhaskaran SWAMINATHAN : “Payout Policy and Cost of Capital”, Nisan 2006, s. 3, (çevrimiçi) [http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=620382](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=620382) (07.08.2008).
- SPK TEBLİĞİ : Sermaye Piyasası Kanunu’na Tabi Olan Halka Açık Anonim Ortaklıkların Temettü ve Temettü Avansı Dağıtımında Uyacakları Esaslar Hakkında Tebliğ (Seri: IV, No: 27), m. 5, (çevrimiçi) [http://www.spk.gov.tr/mevzuat/pdf/Bolum\\_3/3\\_1\\_11\\_SeriIV\\_No\\_27.pdf](http://www.spk.gov.tr/mevzuat/pdf/Bolum_3/3_1_11_SeriIV_No_27.pdf) (27.11.2009).
- STACESCU, Bogdan : “Payout and Investment Decisions under Managerial Discretion”, 27.02.2007, s. 5, (çevrimiçi) [http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=966011](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=966011) (19.10.2008).
- STIGLITZ, Joseph E. : “A Re-Examination of the Modigliani-Miller Theorem”, **Review of Economics and Statistics**, S. 59, 1969, ss. 784 – 793, (çevrimiçi) <http://cowles.econ.yale.edu/P/cp/p03a/p0314.pdf> (27.02.2009).
- STREBULAEV, Ilya A., Baozhong YANG : “The Mystery of Zero-Leverage Firms”, Ağustos 2006, ss. 1 – 2, (çevrimiçi) [http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=890719](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=890719) (18.10.2008).
- STULZ, Rene M. : “Merton Miller”, Nisan 2006, ss. 3 – 5, (çevrimiçi) [http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=902350](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=902350) (05.02.2009).
- ŞEN, Ali : “Asimetrik Bilgi Finansal Kriz İlişkisi”, ss. 7 – 8, (çevrimiçi) <http://sbe.dpu.edu.tr/14/1.pdf> (05.01.2010).
- ŞİMŞEK, Salih, Adem KARAKAŞ : “Asimetrik Bilgi – İktidar ve Kurumsal Düzenleme Üzerine”, **TÜHİS İş Hukuku ve İktisat Dergisi**, C: 20, S: 4 – 5, Kasım 2006 / Şubat 2007, s. 22, (çevrimiçi) [http://www.tuhis.org.tr/dergi/cilt20\\_sayi4-5/cilt20\\_sayi4-5\\_bolum2.pdf](http://www.tuhis.org.tr/dergi/cilt20_sayi4-5/cilt20_sayi4-5_bolum2.pdf) (27.01.2010).

- TERİM, Burak, Cevdet Alptekin KAYALI : “Sermaye Yapısını Belirleyici Etmenler: Türkiye’de İmalat Sanayi Örneği”, **Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi**, 2009, C:7, S: 1, ss. 126 – 128, (çevrimiçi) <http://www.bayar.edu.tr/~sosyal/dergi5/Terim-Kayali.pdf> (18.02.2010).
- THALER, Richard H., Eric J. JOHNSON : “Gambling with the House Money and Trying to Break Even: The Effects of Prior Outcomes on Risky Choices”, **Management Science**, V. 36, S. 6, Haziran 1990, ss. 643 – 660, (çevrimiçi) [http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=1424076](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1424076) (03.04.2009).
- TUMAY, Meltem : “Asymmetric Information and Adverse Selection in Insurance Markets: The Problem of Moral Hazard”, **Yönetim ve Ekonomi Dergisi**, 2009, C.:16, S.1, ss. 107 – 108, (çevrimiçi) [http://www.bayar.edu.tr/~iibf/dergi/pdf/C16S12009/107\\_114.pdf](http://www.bayar.edu.tr/~iibf/dergi/pdf/C16S12009/107_114.pdf) (14.02.2010).
- TURKISH EMBASSY : TURKISH EMBASSY – London, (çevrimiçi) <http://www.turkischeconomy.org.uk> (25.02.2010).
- TÜİK : Türkiye İstatistik Kurumu, (çevrimiçi) <http://www.turkstat.gov.tr> (25.02.2010)
- Türk Ticaret Kanunu : 29.06.1956 tarih ve 6762 sayılı, (çevrimiçi) <http://www.vergiturk.com/ttk1b.htm> (27.11.2009).
- VALIPOR, Hashem, Vahab ROSTAMI, Mahdi SALEHI : “Asymmetric Information and Dividend Policy in Emerging Markets: Empirical Evidences from Iran”, **Journal of Economics and Finance**, Vol. 1, No: 1, Şubat 2009, ss. 203 – 204, (çevrimiçi) <http://ccsenet.org/journal/index.php/ijef/article/view/224/211> (18.01.2010).
- VERDUGO, Arturo Ramirez : “Dividend Signaling and Unions”, 4 Ekim 2006, ss. 2 – 3, (çevrimiçi) [http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=934950](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=934950) (17.01.2010).
- VERNIMMEN : Corporate Finance, (çevrimiçi) <http://www.vernimmen.com> (12.01.2010).
- VILLAMIL, Anne P. 1, : “The Modigliani-Miller Theorems”, (çevrimiçi) [http://www.econ.uiuc.edu/~avillami/PalgraveRev\\_ModiglianiMiller\\_Villamil.pdf](http://www.econ.uiuc.edu/~avillami/PalgraveRev_ModiglianiMiller_Villamil.pdf) , (09.02.2009).

- WALTER, Christian : “The Efficient Market Hypothesis, the Gaussian Assumption, and the Investment Management Industry”, Kasım 2000, ss. 5 – 7, (çevrimiçi) [http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=267443](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=267443), 02.11.2008.
- WANG, Hao : “Managerial Entrenchment, Dividend Policy and Capital Structure”, ss. 1 – 3, (çevrimiçi) [http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=891295](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=891295) (02.02.2009).
- WANN, Christi, D. Michael : “Do liquidity induced changes in aggregate dividends signal aggregate future earnings growth?”, **J. Econ Finan**, 29.11.2008, s. 2, (çevrimiçi) <http://www.springerlink.com/content/1243q8r422505038/fulltext.pdf> (30.12.2009).
- LONG  
YAFFEE, Robert : “A primer for panel data analysis”, 2005, (çevrimiçi) [http://www.nyu.edu/its/pubs/connect/fall03/yaffee\\_primer.html](http://www.nyu.edu/its/pubs/connect/fall03/yaffee_primer.html) (11.10. 2009).
- YILMAZ, Mustafa Kemal : “Hisse Senetleri İMKB’de İşlem Gören Şirketlerin Temettü Politikaları Üzerine Bir Analiz”, **İMKB Dergisi**, Cilt: 7, Sayı: 25 – 26, Ocak – Haziran 2003, ss. 25 – 26, (çevrimiçi) [http://www.imkb.gov.tr/Libraries/imkbdergi/IMKB\\_Dergisi\\_Turkce25\\_26.sflb.ashx](http://www.imkb.gov.tr/Libraries/imkbdergi/IMKB_Dergisi_Turkce25_26.sflb.ashx) (28. 12.2009).

## EKLER

## EK 1

Kod	Hisse Senedi	İlk İşlem Tarihi	2004	2005	2006	2007	2008
ADANA	ADANA ÇİMENTO SANAYİİ T.A.Ş. (A)	21.02.1991	25.929.926	63.106.503	100.508.229	120.491.797	79.761.000
ADEL	ADEL KALEMLİK TİCARET VE SANAYİ A.Ş.	17.06.1996	1.378.125	1.732.500	3.780.000	3.937.500	4.567.500
AEEFS	ANADOLU EFES BİFACILIK VE MAL T SANAYİİ A.Ş.	24.07.2000	95.945.296	95.945.296	95.945.296	113.850.000	116.100.000
AFYON	AFYON ÇİMENTO SANAYİİ T.A.Ş.	27.03.1991	0	2.520.000	2.640.000	2.306.400	744.000
AKGNS	AKÇANSA ÇİMENTO SANAYİ VE TİCARET A.Ş.	01.10.1996	52.273.374	89.730.409	128.382.152	124.676.646	70.002.057
ALCAR	ALARCO CARRIER SANAYİ VE TİCARET A.Ş.	27.01.1992	2.376.000	5.508.000	3.996.000	4.860.000	4.644.000
ALKIM	ALKİM ALKALİ KİMYA A.Ş.	02.03.2000	10.206.087	9.613.421	11.898.402	11.276.191	8.659.238
ANELT	ANEL TELEKOMÜNİKASYON ELEKTRONİK SİSTEMLERİ SANAYİ VE TİCARET A.Ş.	13.09.2005	0	2.200.000	2.200.000	4.782.685	936.660
ASELS	ASELSAN ELEKTRONİK SANAYİ VE TİCARET A.Ş.	01.08.1990	20.582.100	26.462.700	23.522.400	27.932.850	5.880.600
ASLAN	LAFARGE ASLAN ÇİMENTO A.Ş.	25.02.1986	1.886.266	16.138.734	35.508.711	32.378.265	2.239.133
BAGFS	BAGFAŞ BANDIRMA GÜBRE FABRİKALARI A.Ş.	03.01.1986	2.100.000	5.250.000	3.750.000	12.492.000	30.211.500
BİMAS	BİM BİRLEŞİK MAĞAZALAR A.Ş.	15.07.2005	0	25.300.000	55.660.000	48.070.000	60.720.000
BOLUÇ	BOLU ÇİMENTO SANAYİİ A.Ş.	30.01.1986	20.076.268	32.217.149	58.610.834	40.462.012	32.654.307
BOSSA	BOSSA TİCARET VE SANAYİ İŞLETMELERİ T.A.Ş.	21.08.1995	21.600.000	5.400.000	10.800.000	17.280.000	9.000.000
BRISA	BRISA BRIDGESTONE SABANCI LASTİK SANAYİ VE TİCARET A.Ş.	07.01.1986	38.697.750	45.395.438	35.348.906	47.628.000	26.790.750
BRYAT	BORUSAN YATIRIM VE PAZARLAMA A.Ş.	11.11.1996	2.295.090	2.404.750	1.470.942	3.099.052	1.100.000
BSHEV	BŞH EV ALETLERİ SANAYİ VE TİCARET A.Ş.	02.02.1990	26.055.906	39.309.760	50.400.000	40.069.687	35.730.746
BUCİM	BURSA ÇİMENTO FABRİKASI A.Ş.	28.03.1988	13.717.256	19.595.520	24.690.355	41.496.395	15.872.371
ÇİMSA	ÇİMSA ÇİMENTO SANAYİ VE TİCARET A.Ş.	09.01.1986	47.309.184	44.883.072	105.535.872	149.943.731	58.005.259
ÇLEBİ	ÇELEBİ HAVA SERVİSİ A.Ş.	18.11.1996	0	12.201.929	18.400.635	25.389.453	38.135.801
EGGUB	EGE GÜBRE SANAYİİ A.Ş.	06.01.1986	2.511.000	2.008.800	1.205.280	3.544.941	1.004.400
ENKAI	ENKA İNŞAAT VE SANAYİ A.Ş.	22.07.2002	30.000.000	30.000.000	45.000.000	54.000.000	108.000.000
FENER	FENERBAHÇE SPOR TİLE HİZMETLER SANAYİ VE TİCARET A.Ş.	20.02.2004	45.350.288	44.671.715	45.799.409	52.396.527	58.148.000
FMZP	FEDERAL-MOĞUL İZMİT PİSTON VE PİM ÜRETİM TESİSLERİ A.Ş.	20.06.1990	5.410.697	2.193.246	6.248.662	3.053.992	13.453.048
FROTO	FORD OTOMOTİV SANAYİİ A.Ş.	13.01.1986	445.655.700	450.903.116	401.791.950	438.637.500	91.236.600
GÖLTS	GÖLTAŞ GÖLLER BÖLGESİ ÇİMENTO SANAYİ VE TİCARET A.Ş.	06.03.1995	8.000.000	14.400.000	15.840.000	7.200.000	7.200.000
IZOCM	İZOCAM TİCARET VE SANAYİ A.Ş.	03.01.1986	7.350.000	11.040.365	45.000.000	57.000.000	39.000.000
KARTN	KARTONSAN KARTON SANAYİ VE TİCARET A.Ş.	06.01.1986	5.771.244	4.050.000	88.764.679	13.983.955	3.404.417
KENT	KENT GIDA MADDELERİ SANAYİİ VE TİCARET A.Ş.	05.11.1990	1.225.457	6.089.723	1.779.138	3.057.796	4.231.755
KONYA	KONYA ÇİMENTO SANAYİİ A.Ş.	26.10.1990	6.627.878	13.645.632	16.082.352	12.183.600	7.131.305
MROİN	MARDİN ÇİMENTO SANAYİİ VE TİCARET A.Ş.	17.07.1987	24.224.306	50.112.582	73.577.170	77.206.209	56.699.696
MRSHL	MARSHALL BOYA VE VERNİK SANAYİİ A.Ş.	07.11.1990	0	8.009.760	9.611.712	13.400.000	8.351.000
NETAS	NORTEL NETWORKS NETAŞ TELEKOMÜNİKASYON A.Ş.	15.03.1993	2.823.938	5.549.898	1.945.944	1.945.944	2.529.727

Kod	Hisse Senedi	İlk İşlem Tarihi	2004	2005	2006	2007	2008
NHCHM	NUH ÇİMENTO SANAYİ A.Ş.	24.02.2000	19.527.768	48.068.352	60.085.440	90.128.160	52.574.760
	OLMUKSA INTERNATIONAL PAPER-SABANCI AMBALAJ SANAYİ VE TİCARET A.Ş.	03.01.1996	3.716.695	4.298.325	8.802.675	8.860.000	1.825.740
OTKAR	OTOKAR OTOBÜS KAROSERİ SANAYİ A.Ş.	24.04.1995	14.400.000	9.600.000	30.000.000	30.000.000	7.200.000
PETUN	PINAR ENTEGRE ET VE UN SANAYİ A.Ş.	11.08.2000	6.500.250	10.833.750	14.300.550	18.200.700	6.187.200
PNSUT	PINAR SÜT MAMULLERİ SANAYİ A.Ş.	03.02.1996	4.045.595	15.732.868	19.778.463	31.016.225	6.712.729
TCELL	TURKCELL İLETİŞİM HİZMETLERİ A.Ş.	11.07.2000	250.127.565	509.075.181	567.039.784	648.713.951	1.098.193.226
TOAŞO	TOFAŞ TÜRK OTOMOBİL FABRİKASI A.Ş.	01.07.1991	30.000.000	50.000.000	60.000.000	90.000.000	36.000.000
TRCAS	TURÇAS PETROL A.Ş.	04.11.1999	0	40.425.000	31.374.000	31.185.000	27.300.000
TRRAK	TÜRK TRAKTÖR VE ZİRAAT MAKİNELERİ A.Ş.	11.06.2004	47.000.000	94.000.000	107.000.200	94.000.000	17.078.080
TUPRS	TÜPRAŞ TÜRKİYE PETROL RAFİNERİLERİ A.Ş.	30.05.1991	532.024.358	484.888.221	659.729.382	1.048.004.352	579.470.029
ULKER	ULKER BİSKÜVİ SANAYİ A.Ş.	23.02.2004	20.000.000	21.000.000	24.150.000	24.341.241	3.012.377
UNVEC	UNYE ÇİMENTO SANAYİ VE TİCARET A.Ş.	07.12.1990	0	23.488.909	77.472.647	75.004.354	53.759.279
CCOLA	COCA COLA İÇECEK	12.05.2006	0	0	22.500.000	32.500.000	16.000.000
SELEC	SELÇUK ECZA DEPOSU	26.04.2006	0	0	0	62.100.000	36.225.000
VESBE	VESTEL BEYAZ EŞYA	21.04.2008	0	0	30.736.268	51.500.861	5.798.470

2005/2008 Dönemi (48 adet firma) - NAKİT TEMETTÜ TUTARI



Kod	Hisse Senedi	İlk İşlem Tarihi	2005	2006	2007	2008
ADANA	ADANA ÇİMENTO SANAYİİ T.A.Ş. (A)	21.02.1991	534.287.134	589.527.775	669.944.798	560.406.787
ADEL	ADEL KALEMÇİLİK TİCARET VE SANAYİ A.Ş.	17.06.1996	43.423.819	49.465.230	53.413.234	60.753.402
AEFES	ANADOLU EFES BİRACILIK VE MAL T SANAYİİ A.Ş.	24.07.2000	2.761.034.390	3.961.147.000	3.894.467.000	5.123.529.000
AFYON	AFYON ÇİMENTO SANAYİİ T.A.Ş.	27.03.1991	45.981.293	53.691.493	64.545.139	64.905.036
AKÇNS	AKÇANSA ÇİMENTO SANAYİ VE TİCARET A.Ş.	01.10.1996	856.253.477	928.437.848	1.169.707.063	1.133.787.654
ALCAR	ALARCO CARRIER SANAYİ VE TİCARET A.Ş.	27.01.1992	210.361.462	227.561.157	255.692.250	263.437.192
ALKİM	ALKİM ALKALİ KİMYA A.Ş.	02.03.2000	157.998.516	162.453.044	163.471.603	175.196.124
ANELT A.Ş.	ANEL TELEKOMÜNİKASYON ELEKTRONİK SİSTEMLERİ SANAYİ VE TİCARET A.Ş.	13.09.2005	63.135.528	68.198.700	95.741.066	190.998.691
ASELS	ASELSAN ELEKTRONİK SANAYİ VE TİCARET A.Ş.	01.08.1990	1.274.615.341	1.357.324.462	1.393.331.242	1.712.604.000
ASLAN	LAFARGE ASLAN ÇİMENTO A.Ş.	25.02.1986	214.098.961	256.226.448	249.301.217	294.331.388
BAGFS	BAGFAŞ BANDIRMA GÜBRE FABRİKALARI A.Ş.	03.01.1986	164.319.550	161.884.307	182.794.886	308.282.052
BİMAS	BİM BİRLEŞİK MAĞAZALAR A.Ş.	15.07.2005	323.139.000	472.255.000	636.441.000	838.950.000
BOLUC	BOLU ÇİMENTO SANAYİİ A.Ş.	30.01.1986	191.267.202	233.292.371	220.964.930	223.850.887
BOSSA	BOSSA TİCARET VE SANAYİ İŞLETMELERİ T.A.Ş.	21.08.1995	355.567.381	390.459.532	394.081.471	357.597.446
BRİSA	BRİSA BRİDGESTONE SABANCI LASTİK SANAYİ VE TİCARET A.Ş.	07.01.1986	492.508.452	541.433.524	604.904.752	728.488.545
BRYAT	BORUSAN YATIRIM VE PAZARLAMA A.Ş.	11.11.1996	64.835.459	96.078.564	92.988.608	122.682.243
BSHEV	BSH EV ALETLERİ SANAYİ VE TİCARET A.Ş.	02.02.1990	858.493.253	1.050.534.372	1.232.581.654	1.345.486.156
BUCİM	BURSA ÇİMENTO FABRİKASI A.Ş.	28.03.1988	248.953.510	297.127.984	376.176.335	376.161.643
ÇİMSA	ÇİMSA ÇİMENTO SANAYİ VE TİCARET A.Ş.	09.01.1986	892.093.533	975.393.015	1.131.674.275	1.085.020.922
ÇİEBİ	ÇELEBİ HAVA SERVİSİ A.Ş.	18.11.1996	227.881.865	298.487.251	250.408.795	288.104.101
EGGUB	EGE GÜBRE SANAYİİ A.Ş.	06.01.1986	139.560.630	134.143.099	191.961.549	254.166.143
ENKAI	ENKA İNŞAAT VE SANAYİ A.Ş.	22.07.2002	6.273.443.158	7.782.635.243	9.161.433.000	11.746.868.000
FENER	FENERBAHÇE SPOR TİF HİZMETLER SANAYİ VE TİCARET A.Ş.	20.02.2004	100.077.352	104.226.942	117.906.426	132.194.604
FMIZP	FEDERAL-MOĞUL İZMİT PİSTON VE PİM ÜRETİM TESİSLERİ A.Ş.	20.08.1990	18.849.994	24.017.568	21.719.310	32.653.473
FROTO	FORD OTOMOTİV SANAYİ A.Ş.	13.01.1986	2.635.550.015	2.824.297.300	3.037.876.731	2.707.145.762
GÖL TS	GÖLTAŞ GÖLLER BÖLGESİ ÇİMENTO SANAYİ VE TİCARET A.Ş.	06.03.1995	346.076.513	353.980.901	333.745.652	340.588.979
İZOCM	İZOCAM TİCARET VE SANAYİ A.Ş.	03.01.1986	174.630.194	211.446.929	196.220.238	182.682.868
KARTN	KARTONSAN KARTON SANAYİ VE TİCARET A.Ş.	06.01.1986	197.027.728	212.015.636	175.180.398	172.348.457
KENT	KENT GIDA MADDELERİ SANAYİİ VE TİCARET A.Ş.	05.11.1990	264.610.498	286.890.947	332.829.632	456.571.819
KONYA	KONYA ÇİMENTO SANAYİİ A.Ş.	26.10.1990	276.918.556	311.568.048	344.986.015	383.672.453
MRDİN	MARDİN ÇİMENTO SANAYİİ VE TİCARET A.Ş.	17.07.1987	209.349.521	244.212.870	253.303.945	247.008.241
MRSHL	MARSHALL BOYA VE VERNİK SANAYİİ A.Ş.	07.11.1990	123.570.494	148.829.257	144.407.465	147.223.988
NETAS	NORTEL NETWORKS NETAŞ TELEKOMÜNİKASYON A.Ş.	15.03.1993	211.140.896	244.426.336	249.601.952	373.112.745
NUHÇM	NUH ÇİMENTO SANAYİ A.Ş.	24.02.2000	739.852.771	849.254.111	904.006.902	995.528.465
OLMKS A.Ş.	OLMUKSA INTERNATIONAL PAPER-SABANCI AMBALAJ SANAYİ VE TİCARET A.Ş.	03.01.1986	161.612.345	177.559.534	203.181.343	199.506.973
OTKAR	OTOKAR OTOBÜS KAROSERİ SANAYİ A.Ş.	24.04.1995	208.335.556	257.051.241	292.201.541	507.856.412

Kod	Hisse Senedi	İlk İşlem				
		Tarifi	2005	2006	2007	2008
PETUN	PINAR ENTEGRE ET VE UN SANAYİ A.Ş.	11.08.2000	282.983.600	239.935.532	264.945.842	310.155.419
PNSÜT	PINAR SÜT MAMULLERİ SANAYİ A.Ş.	03.02.1986	358.220.714	349.532.125	408.772.717	424.252.281
TOCELL	TURKCELL İLETİŞİM HİZMETLERİ A.Ş.	11.07.2000	6.832.157.000	8.432.206.000	9.770.052.000	12.127.182.000
TOASO	TOFAŞ TÜRK OTOMOBİL FABRİKASI A.Ş.	01.07.1981	1.932.985.000	2.418.837.000	3.178.256.000	3.570.642.000
TRCAS	TURCAS PETROL A.Ş.	04.11.1999	296.519.227	445.577.177	523.045.617	520.981.770
TTRAK	TÜRK TRAKTÖR VE ZİRAAT MAKİNELERİ A.Ş.	11.06.2004	362.934.572	374.295.203	606.906.304	963.145.103
TUPRS	TÜPRAŞ-TÜRKİYE PETROL PAZİNİLERİ A.Ş.	30.05.1991	5.665.872.000	6.993.699.000	9.081.879.000	8.636.798.000
ULKER	ÜLKER BİSKÜVİ SANAYİ A.Ş.	23.02.2004	1.259.065.780	1.013.350.305	1.387.814.139	2.051.771.407
UNYEC	ÜNYE ÇİMENTO SANAYİ VE TİCARET A.Ş.	07.12.1990	247.604.026	332.666.878	330.150.247	308.308.465
COOLA	COCA COLA İÇECEK	12.09.2006	0	1.458.215.000	1.677.055.000	2.447.347.000
SELEC	SELÇUK ECZA DEPOSU	26.04.2006	0	1.695.854.812	1.869.287.227	2.129.776.123
VESBE	VESTEL BEYAZ EŞYA	21.04.2006	0	836.322.461	817.761.853	845.395.082

2005/2008 Dönemi (48 adet firma) - AKTİF BÜYÜKLÜĞÜ TUTARI

Kod	Hisse Senedi	İlk İşlem Tarihi	2005				2006				2007				2008			
ADANA	ADANA ÇİMENTO SANAYİİ T.A.Ş. (A)	21.02.1991	503.357.552	555.770.857	631.482.883	517.793.485												
ADEL	ADEL KALEMLİK TİCARET VE SANAYİ A.Ş.	17.06.1996	29.622.721	36.243.952	39.916.723	49.407.278												
AEFES	ANADOLU EFES BIRACILIK VE MAL T SANAYİ A.Ş.	24.07.2000	1.384.934.000	1.673.698.000	1.821.553.000	2.154.146.000												
AFYON	AFYON ÇİMENTO SANAYİİ T.A.Ş.	27.03.1991	34.557.888	44.756.833	53.638.156	54.989.899												
AKÇANS	AKÇANS ÇİMENTO SANAYİ VE TİCARET A.Ş.	21.10.1996	738.476.239	789.724.806	853.911.791	764.576.170												
ALCAR	ALARKO CARRIER SANAYİ VE TİCARET A.Ş.	27.01.1992	156.654.761	170.790.907	185.897.422	203.661.209												
ALKİM	ALKİM ALKALİ KİMYA A.Ş.	02.03.2000	107.200.401	108.563.378	132.532.784	145.125.762												
ANELT	ANEL TELEKOMÜNİKASYON ELEKTRONİK SİSTEMLERİ SANAYİ VE TİCARET A.Ş.	13.09.2005	54.557.618	52.384.791	64.239.682	70.950.294												
ASELS	ASELSAN ELEKTRONİK SANAYİ VE TİCARET A.Ş.	01.08.1990	371.776.726	422.119.393	504.412.986	484.477.895												
ASLAN	LAFARGE ASLAN ÇİMENTO A.Ş.	25.02.1996	148.358.879	171.796.442	178.001.091	154.205.120												
BAGFS	BAGFAŞ BANDIRMA GÜBRE FABRİKALARI A.Ş.	03.01.1996	87.206.254	88.787.559	115.422.178	182.593.243												
BİMAS	BİM BİRLEŞİK MAĞAZALAR A.Ş.	15.07.2005	92.720.000	147.181.000	199.993.000	266.103.000												
BOLUC	BOLU ÇİMENTO SANAYİİ A.Ş.	30.01.1986	178.431.457	217.342.394	207.086.887	205.906.039												
BOSSA	BOSSA TİCARET VE SANAYİ İŞLETMELERİ T.A.Ş.	21.08.1995	266.053.858	292.728.565	299.818.210	291.182.041												
BRISA	BRİSA BRİDGESTONE SABANCI LASTİK SANAYİ VE TİCARET A.Ş.	07.01.1996	419.418.492	412.655.139	437.133.304	417.309.537												
BRYAT	BORUSAN YATIRIM VE PAZARLAMA A.Ş.	11.11.1996	84.429.109	95.603.354	92.430.923	122.338.593												
BSHEV	BŞH EV ALETLERİ SANAYİ VE TİCARET A.Ş.	02.02.1990	384.175.730	467.744.639	502.815.989	534.207.773												
BUCİM	BURSA ÇİMENTO FABRİKASI A.Ş.	28.03.1988	184.108.594	194.161.263	293.318.320	305.603.960												
ÇİMSA	ÇİMSA ÇİMENTO SANAYİ VE TİCARET A.Ş.	09.01.1986	616.285.929	702.697.758	926.572.046	758.908.440												
CLEBİ	ÇELEBİ HAVA SERVİSİ A.Ş.	18.11.1986	101.830.978	112.602.992	123.093.144	130.331.380												
EGGUB	EGE GÜBRE SANAYİİ A.Ş.	06.01.1986	97.965.206	99.220.461	107.735.777	108.093.102												
ENKAI	ENKA İNŞAAT VE SANAYİ A.Ş.	22.07.2002	2.302.533.261	3.015.359.035	3.748.463.000	5.328.730.000												
FENER	FENERBAHÇE SPOR TİFİZ HİZMETLER SANAYİ VE TİCARET A.Ş.	20.02.2004	94.394.957	100.472.585	112.184.356	123.625.828												
FMI2P	FEDERAL MOGUL İZMİT PİSTON VE PİM ÜRETİM TESİSLERİ A.Ş.	20.08.1990	17.768.899	22.374.052	19.147.210	31.610.694												
FROTO	FORD OTOMOTİV SANAYİİ A.Ş.	13.01.1986	1.804.508.394	1.631.412.856	1.715.817.604	1.711.760.462												
GOLTS	GÖL TAŞ GÖLLER BÖLGESEL ÇİMENTO SANAYİ VE TİCARET A.Ş.	06.03.1985	248.426.897	273.301.497	277.877.055	283.931.090												
IZOCM	İZOCAM TİCARET VE SANAYİİ A.Ş.	03.01.1986	128.516.249	159.090.878	165.782.038	153.047.704												
KARTN	KARTONSAN KARTON SANAYİ VE TİCARET A.Ş.	06.01.1986	174.981.425	189.684.161	153.578.765	152.709.492												
KENT	KENT GIDA MADDELERİ SANAYİİ VE TİCARET A.Ş.	05.11.1980	184.076.220	187.769.665	201.908.348	220.131.668												
KONYA	KONYA ÇİMENTO SANAYİİ A.Ş.	26.10.1990	228.795.998	270.909.628	301.716.697	324.953.611												
MRDİN	MARDİN ÇİMENTO SANAYİİ VE TİCARET A.Ş.	17.07.1987	184.234.956	219.463.135	229.349.351	220.542.961												
MRSHL	MARŞHAL BOYA VE VERNİK SANAYİİ A.Ş.	07.11.1980	94.856.265	106.775.061	112.138.728	107.594.219												
NETAS	NORTEK NETWORKS NETAŞ TELEKOMÜNİKASYON A.Ş.	15.03.1993	154.430.369	170.117.684	171.731.896	235.000.486												
NUHCM	NUH ÇİMENTO SANAYİİ A.Ş.	24.02.2000	530.803.340	608.029.094	699.983.741	756.486.956												
OLMKKS	OLMUKSA INTERNATIONAL PAPER-SABANCI AMBALAJ SANAYİ VE TİCARET A.Ş.	03.01.1986	136.631.389	151.503.702	171.240.794	166.326.038												



Kod	Hisse Senedi	İlk İşlem Tarihi	2005	2006	2007	2008
ADANA	ADANA ÇİMENTO SANAYİİ T.A.Ş. (A)	21.02.1991	83.705.239	133.234.965	184.444.209	107.227.141
ADEL	ADEL KALEMÇİLİK TİCARET VE SANAYİ A.Ş.	17.06.1996	5.450.406	8.503.937	7.726.990	13.716.499
AEFES	ANADOLU EFES BIRACILIK VE MALT SANAYİİ A.Ş.	24.07.2000	290.590.163	269.020.000	374.482.000	309.878.000
AFYON	AFYON ÇİMENTO SANAYİİ T.A.Ş.	27.03.1991	10.304.629	12.717.945	50.863.952	40.298.477
AKONS	AKÇANSA ÇİMENTO SANAYİ VE TİCARET A.Ş.	01.10.1996	113.565.095	146.465.575	187.177.224	104.515.992
ALCAR	ALARCO CARRIER SANAYİ VE TİCARET A.Ş.	27.01.1992	19.728.707	19.894.354	19.083.147	22.836.450
ALKİM	ALKİM ALKALİ KİMYA A.Ş.	02.03.2000	7.930.893	11.170.067	18.230.111	22.360.616
ANEL T.A.Ş.	ANEL TELEKOMÜNİKASYON ELEKTRONİK SİSTEMLERİ SANAYİ VE TİCARET A.Ş.	13.09.2005	-388.210	3.409.704	5.310.954	5.914.557
ASELS	ASELSAN ELEKTRONİK SANAYİ VE TİCARET A.Ş.	01.08.1990	90.722.439	76.805.366	101.398.893	8.179.759
ASLAN	LAFARGE ASLAN ÇİMENTO A.Ş.	25.02.1986	18.435.506	39.897.861	35.161.225	6.477.601
BAGFAŞ	BAGFAŞ BANDIRMA GÜBRE FABRİKALARI A.Ş.	03.01.1986	14.387.264	8.592.764	31.228.896	82.770.956
BİMAS	BİM BİRLEŞİK MAĞAZALAR A.Ş.	15.07.2005	30.197.000	71.972.000	108.472.000	114.180.000
BOLUC	BOLU ÇİMENTO SANAYİİ A.Ş.	30.01.1986	38.004.617	71.128.086	48.355.328	39.281.163
BOSSA	BOSSA TİCARET VE SANAYİ İŞLETMELERİ T.A.Ş.	21.08.1995	6.453.688	32.074.707	20.926.796	26.143.831
BRISA	BRISA BRIDGESTONE SABANCI LASTİK SANAYİ VE TİCARET A.Ş.	07.01.1986	53.535.179	41.874.759	62.508.387	31.795.956
BRYAT	BORUSAN YATIRIM VE PAZARLAMA A.Ş.	11.11.1996	8.283.727	7.193.677	15.442.055	6.308.805
BSHEV	BSH EV ALETLERİ SANAYİ VE TİCARET A.Ş.	02.02.1990	92.120.698	122.878.670	89.779.740	71.461.491
BUCİM	BURSA ÇİMENTO FABRİKASI A.Ş.	28.03.1988	37.559.089	57.410.506	80.419.967	56.063.376
ÇİMSA	ÇİMSA ÇİMENTO SANAYİ VE TİCARET A.Ş.	09.01.1986	96.835.306	136.096.434	290.274.845	76.154.807
ÇELEBİ	ÇELEBİ HAVA SERVİSİ A.Ş.	18.11.1996	31.156.786	22.204.955	23.181.116	29.761.568
EGGUB	EGE GÜBRE SANAYİİ A.Ş.	06.01.1986	4.841.429	3.329.798	9.720.597	3.082.265
ENKAL	ENKA İNŞAAT VE SANAYİ A.Ş.	22.07.2002	409.498.160	687.775.575	803.774.000	859.122.000
FENER	FENERBAHÇE SPOR TİF HİZMETLER SANAYİ VE TİCARET A.Ş.	20.02.2004	52.101.421	50.749.343	57.511.180	63.837.998
FMZP	FEDERAL-MOĞUL İZMİT PİSTON VE PİM ÜRETİM TESİSLERİ A.Ş.	20.08.1990	2.553.212	6.798.398	3.021.841	15.517.475
FROTO	FORD OTOMOTİV SANAYİİ A.Ş.	13.01.1986	398.410.813	500.850.350	484.242.121	436.204.278
GOLTS	GÖLTAŞ GÖLLER BÖLGESİ ÇİMENTO SANAYİ VE TİCARET A.Ş.	06.03.1995	41.025.519	42.724.310	-4.526.599	12.915.696
IZOCM	IZOCAM TİCARET VE SANAYİİ A.Ş.	03.01.1986	202.825.500	60.986.703	51.691.160	44.265.666
KARTN	KARTONSAN KARTON SANAYİİ VE TİCARET A.Ş.	06.01.1986	15.298.894	17.242.877	37.960.864	14.848.388
KENT	KENT GIDA MADDELERİ SANAYİİ VE TİCARET A.Ş.	05.11.1990	12.820.470	9.783.169	15.917.821	21.158.163
KONYA	KONYA ÇİMENTO SANAYİİ A.Ş.	26.10.1990	46.053.335	61.646.587	46.626.034	35.242.969
MARDİN	MARDİN ÇİMENTO SANAYİİ VE TİCARET A.Ş.	17.07.1987	65.124.410	89.067.160	94.023.734	68.401.818
MARSHL	MARSHALL BOYA VE VERNİK SANAYİİ A.Ş.	07.11.1990	11.577.074	16.413.712	14.975.379	8.855.491
NETAS	NORTEL NETWORKS NETAŞ TELEKOMÜNİKASYON A.Ş.	15.03.1993	16.607.531	9.712.614	8.856.988	12.289.168
NUHÇM	NUH ÇİMENTO SANAYİİ A.Ş.	24.02.2000	122.211.303	146.537.562	230.808.195	149.596.995
OLMKS A.Ş.	OLMUKSA INTERNATIONAL PAPER-SABANCI AMBALAJ SANAYİ VE TİCARET A.Ş.	03.01.1986	9.489.077	19.110.637	28.539.767	3.745.244
OTKAR	OTOKAR OTOBÜS KAROSERİ SANAYİİ A.Ş.	24.04.1995	9.355.484	41.412.509	37.572.934	34.855.400

Kod	Hisse Senedi	İlk İşlem Tarihi	Dönem Net Karı/Zararı			
			2005	2006	2007	2008
PETUN	PINAR ENTEGRE ET VE UN SANAYİ A.Ş.	11.08.2000	16.291.754	21.233.776	30.408.191	31.729.940
PNSUT	PINAR SÜT MAMULLERİ SANAYİ A.Ş.	03.02.1986	22.189.787	28.585.922	38.680.157	34.185.418
TCCELL	TURKCELL İLETİŞİM HİZMETLERİ A.Ş.	11.07.2000	1.080.661.000	1.270.352.000	1.777.792.000	2.191.609.000
TOVASO	TOFAŞ TÜRK OTOMOBİL FABRİKASI A.Ş.	01.07.1991	141.545.000	81.875.000	175.810.000	175.754.000
TRCAS	TURCAŞ PETROL A.Ş.	04.11.1999	46.517.870	257.592.787	107.552.272	45.163.437
TTRAK	TÜRK TRAKTÖR VE ZIRAVIT MAKİNELERİ A.Ş.	11.08.2004	93.663.165	113.772.906	92.726.763	66.791.566
TUPRS	TÜPRAŞ-TÜRKİYE PETROL Rafinerileri A.Ş.	30.06.1991	690.609.000	822.430.000	1.304.476.000	439.350.000
ULKER	ÜLKER BİSKÜVİ SANAYİ A.Ş.	23.02.2004	66.226.253	88.830.435	116.073.842	15.685.234
UNYFC	ÜNYE ÇİMENTO SANAYİ VE TİCARET A.Ş.	07.12.1990	67.237.063	80.109.174	87.889.025	66.481.981
OOOLA	OOĞA ÇOLA İÇECEK	12.05.2006	0	86.707.000	156.862.000	87.507.000
SELEC	SELÇUK ECZA DEPOSU	28.04.2006	0	87.286.103	164.412.894	180.672.010
VESBE	VESTEL BEYAZ EŞYA	21.04.2006	0	64.291.271	73.668.030	30.816.495

2005/2008 Dönemi (48 adet firma) – DÖNEM NET KARIZARARI

Kod	Hisse Senedi	İlk İşlem Tarihi	Dönem Net Karı/Zararı			
			2005	2006	2007	2008
ADANA	ADANA ÇİMENTO SANAYİ T.A.Ş. (A)	21.02.1991	108.324.882	158.108.302	156.863.443	68.866.710
ADEL	ADEL KALEMÇİLİK TİCARET VE SANAYİ A.Ş.	17.06.1998	7.266.289	9.287.670	15.066.372	20.780.514
AEEFS	ANADOLU EFEF BİRAÇILIK VE MALT SANAYİ A.Ş.	24.07.2000	392.288.072	341.320.000	515.756.000	627.516.000
AFYON	AFYON ÇİMENTO SANAYİ T.A.Ş.	27.03.1991	14.183.284	14.627.972	14.398.587	792.871
AKONS	AKÇANSA ÇİMENTO SANAYİ VE TİCARET A.Ş.	01.10.1996	143.480.653	173.502.107	182.848.963	175.166.006
ALCAR	ALARCO CARBİER SANAYİ VE TİCARET A.Ş.	27.01.1992	25.004.255	24.567.873	13.568.914	18.019.621
ALKIM	ALKİM ALKALİ KİMYA A.Ş.	02.03.2000	9.574.072	14.136.075	24.864.647	27.088.136
ANELT	ANEL TELEKOMÜNİKASYON ELEKTRONİK SİSTEMLERİ SANAYİ VE TİCARET A.Ş.	13.09.2005	-78.052	5.088.339	1.469.409	3.456.970
ASELS	ASELSAN ELEKTRONİK SANAYİ VE TİCARET A.Ş.	01.08.1990	125.638.349	94.836.030	104.026.376	81.762.276
ASLAN	LAFARGE ASLAN ÇİMENTO A.Ş.	25.02.1986	29.339.623	45.316.671	47.381.397	19.760.123
BAGFS	BAGFAŞ BANDIRMA GÜBRE FABRİKALARI A.Ş.	03.01.1986	20.149.435	11.815.438	42.112.529	102.632.936
BIMAS	BİM BİRLEŞİK MAĞAZALAR A.Ş.	15.07.2005	50.761.000	79.028.000	137.140.000	149.984.000
BOLLUC	BOLU ÇİMENTO SANAYİ A.Ş.	30.01.1986	50.019.117	88.940.378	45.540.577	49.027.408
BOSSA	BOSSA TİCARET VE SANAYİ İŞLETMELERİ T.A.Ş.	21.08.1995	2.075.431	34.081.852	19.570.895	18.998.524
DRISA	DRISA BRIDGESTONE SABANCI LASTİK SANAYİ VE TİCARET A.Ş.	07.07.1986	59.453.489	50.926.303	65.949.873	48.709.571
BRYAT	BORUSAN YATIRIM VE Pazarlama A.Ş.	11.11.1998	8.404.467	7.545.379	12.232.778	5.706.881
BSHEV	BSH EV ALETLERİ SANAYİ VE TİCARET A.Ş.	02.02.1990	118.833.951	153.778.091	150.970.025	149.041.378

Kod	Hisse Senedi	İlk İşlem Tarihi	2005	2006	2007	2008
BUÇİM	BURSA ÇİMENTO FABRİKASI A.Ş.	28.03.1988	59.088.007	82.600.353	86.274.453	53.392.278
ÇİMSA	ÇİMSA ÇİMENTO SANAYİ VE TİCARET A.Ş.	09.01.1986	125.033.050	163.351.728	170.393.335	121.592.617
ÇELEBİ	ÇELEBİ HAVA SERVİSİ A.Ş.	18.11.1998	28.564.845	25.955.344	36.597.640	46.565.558
EGGÜB	EGE GÜBRE SANAYİ A.Ş.	06.01.1996	6.206.150	4.915.000	15.779.114	20.027.419
ENKAİ	ENKA İNŞAAT VE SANAYİ A.Ş.	22.07.2002	566.519.566	785.929.842	901.021.000	1.290.835.000
FENER	FENERBAHÇE SPORİF HİZMETLER SANAYİ VE TİCARET A.Ş.	20.02.2004	52.101.421	50.749.343	50.858.563	48.316.012
FİMİZP	FEDERAL-MOGUL İZMIT PİSTON VE PİM ÜRETİM TESİSLERİ A.Ş.	20.08.1990	3.673.699	8.541.101	4.075.522	17.018.069
FROTO	FORD OTOMOTİV SANAYİ A.Ş.	13.01.1986	526.461.570	621.206.799	690.050.199	612.542.858
GÖLTS	GÖLTAŞ GÖLLER BÖLGESİ ÇİMENTO SANAYİ VE TİCARET A.Ş.	06.03.1995	53.141.324	55.320.282	4.000.907	10.963.804
İZOCM	İZOCAM TİCARET VE SANAYİ A.Ş.	03.01.1996	28.050.160	69.017.782	60.269.131	46.294.998
KARTN	KARTONSAN KARTON SANAYİ VE TİCARET A.Ş.	06.01.1986	21.451.076	19.686.269	38.449.049	8.968.240
KENT	KENT GIDA MADDELERİ SANAYİ VE TİCARET A.Ş.	05.11.1990	18.406.999	13.345.660	28.115.419	47.382.916
KONYA	KONYA ÇİMENTO SANAYİ A.Ş.	26.10.1990	61.782.561	66.331.515	54.143.267	28.624.919
MRDİN	MARDİN ÇİMENTO SANAYİ VE TİCARET A.Ş.	17.07.1987	72.820.000	93.882.816	83.119.663	74.573.394
MRSHL	MARSHALL BOYA VE VERNİK SANAYİ A.Ş.	07.11.1990	16.942.913	21.813.197	22.849.486	12.494.256
NETAS	NORTEL NETWORKS NETAŞ TELEKOMÜNİKASYON A.Ş.	15.03.1993	21.971.353	9.093.150	1.088.099	16.277.988
NUHÇM	NUH ÇİMENTO SANAYİ A.Ş.	24.02.2000	130.490.002	172.943.664	224.612.937	169.429.647
OLMKS	OLMUKSA INTERNATIONAL PAPER-SABANCI AMBALAJ SANAYİ VE TİCARET A.Ş.	03.01.1986	11.161.613	21.921.236	32.166.533	647.244
OTKAR	OTOKAR OTOBUS KAROSERİ SANAYİ A.Ş.	24.04.1995	12.289.570	51.284.114	44.056.184	55.122.049
PETUN	PINAR ENTEGRE ET VE UN SANAYİ A.Ş.	11.08.2000	25.216.175	27.145.870	34.527.858	33.709.303
PNSÜT	PINAR SÜT MAMULLERİ SANAYİ A.Ş.	03.02.1986	32.137.106	25.285.505	47.034.377	40.800.503
TCCELL	TURKCELL İLETİŞİM HİZMETLERİ A.Ş.	11.07.2000	1.388.518.000	1.831.431.000	2.381.420.000	2.414.072.000
TOASO	TOFAŞ TÜRK OTOMOBİL FABRİKASI A.Ş.	01.07.1991	163.904.000	178.606.000	166.788.000	246.994.000
TRCAS	TURCAS PETROL A.Ş.	04.11.1999	48.517.870	270.752.625	-2.936.104	-9.177.521
TRRAK	TÜRK TRAKTÖR VE ZİRAAT MAKİNELERİ A.Ş.	11.06.2004	132.916.952	143.066.793	91.153.175	64.697.571
TUPRS	TÜPRAS-TÜRKİYE PETROL RAFİNERİLERİ A.Ş.	30.05.1991	916.182.000	1.013.284.000	1.284.781.000	1.283.502.000
UNYEC	ÜLKER BİSKÜVİ SANAYİ A.Ş.	23.02.2004	113.274.092	89.327.593	99.500.588	112.489.893
UNYEC	ÜNİYE ÇİMENTO SANAYİ VE TİCARET A.Ş.	07.12.1990	60.949.034	112.372.767	96.850.411	70.070.427
CCOLA	COCA COLA İÇECEK	12.05.2006	0	102.767.000	229.655.000	259.594.000
SELEC	SELÇUK ECZA DEPOSU	26.04.2006	0	125.518.086	178.729.723	167.349.547
VESBE	VESTEL BEYAZ EŞYA	21.04.2006	0	73.069.491	30.830.121	76.974.773

2005/2008 Dönemi (48 adet firma) – FAALİYET KARI / ZARARI



Kod	Hisse Senedi	İlk İşlem Tarihi	2005	2006	2007	2008
ADANA	ADANA ÇİMENTO SANAYİİ T.A.Ş. (A)	21.02.1991	227.694.489	250.893.156	307.491.966	300.990.251
ADEL	ADEL KALEMLİK TİCARET VE SANAYİ A.Ş.	17.06.1996	48.073.293	57.703.378	67.402.000	78.235.414
AEEFS	ANADOLU EFES BİRACILIK VE MAL T SANAYİİ A.Ş.	24.07.2000	1.619.419.872	2.594.045.000	3.030.359.000	3.668.917.000
AFYON	AFYON ÇİMENTO SANAYİİ T.A.Ş.	27.03.1991	43.914.970	42.866.963	50.863.952	40.288.477
AKCNS	AKÇANSA ÇİMENTO SANAYİ VE TİCARET A.Ş.	01.10.1996	415.049.192	577.499.491	696.490.327	804.425.303
ALCAR	ALARKO CARRIER SANAYİ VE TİCARET A.Ş.	27.01.1992	225.274.434	247.321.519	270.182.724	276.729.067
ALKIM	ALKİM ALKALİ KİMYA A.Ş.	02.03.2000	100.728.457	119.244.537	142.463.444	147.851.194
ANEL T	ANEL TELEKOMÜNİKASYON ELEKTRONİK SİSTEMLERİ SANAYİ VE TİCARET A.Ş.	13.09.2005	17.238.483	43.456.303	64.888.607	88.930.620
ASELS	ASELSAN ELEKTRONİK SANAYİ VE TİCARET A.Ş.	01.08.1990	451.048.077	513.117.591	668.539.720	705.896.964
ASLAN	LAFARGE ASLAN ÇİMENTO A.Ş.	25.02.1986	151.027.714	234.451.911	244.283.317	226.894.098
BAGS	BAGFAŞ BANDIRMA GÜBRE FABRİKALARI A.Ş.	03.01.1986	14.387.264	8.592.764	246.244.494	390.251.723
BIMAS	BİM BİRLEŞİK MAĞAZALAR A.Ş.	15.07.2005	1.673.077.000	2.221.616.000	2.978.394.000	4.242.412.000
BOLUÇ	BOLU ÇİMENTO SANAYİİ A.Ş.	30.01.1986	124.617.434	157.785.960	154.129.252	167.601.191
BOSSA	BOSSA TİCARET VE SANAYİ İŞLETMELERİ T.A.Ş.	21.08.1995	220.817.750	293.033.402	328.775.284	271.063.293
BRISA	BRİSA BRIDGESTONE SABANCI LASTİK SANAYİ VE TİCARET A.Ş.	07.01.1986	582.334.134	690.487.048	750.702.323	772.203.901
BRYAT	BORUSAN YATIRIM VE PAZARLAMA A.Ş.	11.11.1996	9.519.577	9.603.342	7.245.848	9.970.895
BSHEV	BSH EV ALETLERİ SANAYİ VE TİCARET A.Ş.	02.02.1990	1.443.858.698	1.723.530.222	1.814.929.232	2.007.015.807
BUCİM	BURSA ÇİMENTO FABRİKASI A.Ş.	28.03.1988	316.228.378	368.941.148	446.159.956	432.241.359
ÇİMSA	ÇİMSA ÇİMENTO SANAYİ VE TİCARET A.Ş.	09.01.1986	358.132.894	506.859.062	574.985.695	610.473.254
ÇELEBİ	ÇELEBİ HAVA SERVİSİ A.Ş.	18.11.1996	189.498.273	231.774.015	276.308.641	301.974.245
EGGUB	EGE GÜBRE SANAYİİ A.Ş.	06.01.1986	126.959.247	134.571.390	128.761.140	204.962.429
ENKAI	ENKA İNŞAAT VE SANAYİ A.Ş.	22.07.2002	4.024.835.353	5.761.185.728	6.869.342.000	9.022.938.000
FENER	FENERBAHÇE SPOR TİF HİZMETLER SANAYİ VE TİCARET A.Ş.	20.02.2004	49.707.301	50.484.139	57.179.420	56.333.038
FMIZP	FEDERAL-MOĞUL İZMIT PİSTON VE PİM ÜRETİM TESİSLERİ A.Ş.	20.08.1990	39.496.515	33.144.183	38.854.591	28.820.370
PROTO	FORD OTOMOTİV SANAYİİ A.Ş.	13.01.1986	6.059.155.275	6.521.299.345	7.230.630.088	7.006.867.647
GOLTS	GÖL TAŞ GÖLLER BÖLGE Sİ ÇİMENTO SANAYİ VE TİCARET A.Ş.	06.03.1995	151.715.820	162.061.763	192.825.833	170.154.426
IZOCAM	İZOCAM TİCARET VE SANAYİİ A.Ş.	03.01.1986	192.263.165	229.935.706	253.080.630	247.589.198
KARTIN	KARTONSAN KARTON SANAYİ VE TİCARET A.Ş.	06.01.1986	112.453.174	128.602.999	127.237.384	134.602.107
KENT	KENT GIDA MADDELERİ SANAYİİ VE TİCARET A.Ş.	05.11.1990	268.630.008	353.633.898	377.361.829	503.528.316
KONYA	KONYA ÇİMENTO SANAYİİ A.Ş.	26.10.1990	163.822.421	195.761.862	196.644.949	187.970.920
MRDİN	MARDİN ÇİMENTO SANAYİİ VE TİCARET A.Ş.	17.07.1987	119.283.073	143.907.977	179.290.205	208.168.569
MRSHL	MARSHALL BOYA VE VERNİK SANAYİİ A.Ş.	07.11.1990	172.802.115	260.169.047	195.499.220	195.247.660
NETAŞ	NORTEL NETWORKS NETAŞ TELEKOMÜNİKASYON A.Ş.	15.03.1993	141.861.603	113.712.952	154.255.796	182.789.083
NUHÇİM	NUH ÇİMENTO SANAYİİ A.Ş.	24.02.2000	396.820.888	574.083.461	727.085.409	851.367.537
OLMKS	OLMUKSA INTERNATIONAL PAPER-SABANCI AMBALAJ SANAYİ VE TİCARET A.Ş.	03.01.1986	185.414.638	217.493.984	230.259.295	221.661.773
OTKAR	OTOKAR OTOBÜS KİROSERİ SANAYİİ A.Ş.	24.04.1995	284.012.522	337.615.450	427.610.628	479.114.855



Kod	Hisse Senedi	İlk İşlem Tarihi	2005					2006					2007					2008				
PETUN	PINAR ENTEGRE ET VE UN SANAYİ A.Ş.	11.08.2000	218.921.981	247.226.676	280.950.742	306.122.267																
PNSUT	PINAR SÜT MAMULLERİ SANAYİ A.Ş.	03.02.1986	321.133.887	367.121.388	451.620.647	482.793.646																
TCELL	TURKCELL İLETİŞİM HİZMETLERİ A.Ş.	11.07.2000	6.002.073.000	6.727.703.000	8.186.949.000	8.844.643.000																
TOASO	TOFAŞ TÜRK OTOMOBİL FABRİKASI A.Ş.	01.07.1991	2.543.292.000	3.054.160.000	3.658.941.000	4.798.026.000																
TRCAS	TURCAS PETROL A.Ş.	04.11.1999	1.853.821.465	902.237.105	3.383.068	57.293.427																
TTRAK	TÜRK TRAKTÖR VE ZİRAAT MAKİNELERİ A.Ş.	11.06.2004	482.389.375	493.071.018	640.899.127	787.491.026																
TUPRS	TÜPRAŞ-TÜRKİYE PETROL RAFİNERİLERİ A.Ş.	30.05.1991	14.844.803.951	20.103.086.000	22.520.083.000	30.404.009.000																
ULKER	ÜLKER BİSKÜVİ SANAYİ A.Ş.	23.02.2004	1.358.889.410	1.789.230.007	1.408.886.707	1.412.160.407																
UNYEC	ÜNYE ÇİMENTO SANAYİ VE TİCARET A.Ş.	07.12.1990	138.818.240	184.941.467	200.131.789	197.410.067																
CCOLA	COCA COLA İÇECEK	12.05.2006	0	1.667.171.000	1.925.906.000	2.258.096.000																
SELEC	SELÇUK ECZA DEPOSU	26.04.2006	0	3.150.807.039	3.628.365.791	4.046.511.480																
VESBE	VESTEL BEYAZ EŞYA	21.04.2006	0	1.119.126.589	1.178.536.079	1.289.402.224																

**2006/2008 Dönemi (48 adet firma) – NET SATIŞ TUTARI**

Kod	Hisse Senedi	İlk İşlem Tarihi	2005	2006	2007	2008
ADANA	ADANA ÇİMENTO SANAYİİ T.A.Ş. (A)	21.02.1991	181.693.005	250.727.584	250.727.584	258.125.000
ADEL	ADEL KALEMÇİLİK TİCARET VE SANAYİ A.Ş.	17.06.1986	7.875.000	7.875.000	7.875.000	7.875.000
AEEES	ANADOLU EFES BIRACILIK VE MAL T SANAYİİ A.Ş.	24.07.2000	112.876.818	112.876.818	450.000.000	450.000.000
AFYON	AFYON ÇİMENTO SANAYİİ T.A.Ş.	27.03.1991	120.000	120.000	120.000	120.000
AKONS	AKÇANSA ÇİMENTO SANAYİ VE TİCARET A.Ş.	01.10.1986	166.475.712	191.447.068	191.447.068	191.447.068
ALCAR	ALARCO CARRIER SANAYİ VE TİCARET A.Ş.	27.01.1992	10.800.000	10.800.000	10.800.000	10.800.000
ALKIM	ALKİM ALKALİ KİMYA A.Ş.	02.03.2000	24.725.000	24.725.000	24.725.000	24.725.000
ANELT	ANEL TELEKOMÜNİKASYON ELEKTRONİK SİSTEMLERİ SANAYİ VE TİCARET A.Ş.	13.09.2005	22.000.000	44.000.000	44.000.000	44.000.000
ASELS	ASELSAN ELEKTRONİK SANAYİ VE TİCARET A.Ş.	01.08.1990	29.403.000	29.403.000	29.403.000	117.612.000
ASLAN	LAFARGE ASLAN ÇİMENTO A.Ş.	25.02.1986	6.425.678	6.425.678	6.425.678	6.425.678
BAGFS	BAGFAŞ BANDIRMA GÜBRE FABRİKALARI A.Ş.	03.01.1986	3.000.000	3.000.000	3.000.000	3.000.000
BIMAS	BİM BİRLEŞİK MAĞAZALAR A.Ş.	15.07.2005	25.300.000	25.300.000	25.300.000	75.900.000
BOLUÇ	BOLU ÇİMENTO SANAYİİ A.Ş.	30.01.1986	128.564.800	128.564.800	128.564.800	128.564.800
BOSSA	BOSSA TİCARET VE SANAYİ İŞLETMELERİ T.A.Ş.	21.08.1995	108.000.000	108.000.000	108.000.000	108.000.000
BRISA	BRISA BRIDGESTONE SABANCI LASTİK SANAYİ VE TİCARET A.Ş.	07.01.1986	7.441.875	7.441.875	7.441.875	7.441.875
BRYAT	BORUSAN YATIRIM VE PAZARLAMA A.Ş.	11.11.1996	28.125.000	28.125.000	28.125.000	28.125.000
BSHEV	BSH EV ALETLERİ SANAYİ VE TİCARET A.Ş.	02.02.1990	42.000.000	42.000.000	42.000.000	42.000.000
BUÇİM	BURSA ÇİMENTO FABRİKASI A.Ş.	28.03.1988	35.271.936	70.543.872	70.543.872	105.815.808
CİMSA	ÇİMSA ÇİMENTO SANAYİ VE TİCARET A.Ş.	09.01.1986	121.305.600	121.305.600	135.084.442	135.084.442
CLEBL	ÇELEBLİ HAVA SERVİSİ A.Ş.	18.11.1996	13.500.000	13.500.000	24.300.000	24.300.000
EGGUB	EGE GÜBRE SANAYİİ A.Ş.	06.01.1986	2.008.800	2.008.800	2.008.800	2.008.800
ENKAI	ENKA İNŞAAT VE SANAYİ A.Ş.	22.07.2002	300.000.000	600.000.000	900.000.000	1.200.000.000
FENER	FENERBAHÇE SPOR TİF HİZMETLER SANAYİ VE TİCARET A.Ş.	20.02.2004	25.000.000	25.000.000	25.000.000	25.000.000
FMIZP	FEDERAL-MOGUL İZMIT PİSTON VE PİM ÜRETİM TESİSLERİ A.Ş.	20.08.1990	206.910	206.910	206.910	14.276.790
FROTO	FORD OTOMOTİV SANAYİ A.Ş.	13.01.1986	350.910.000	350.910.000	350.910.000	350.910.000
GOLTS	GÖLTAŞ GÖLELER BÖLGESEL ÇİMENTO SANAYİ VE TİCARET A.Ş.	06.03.1995	7.200.000	7.200.000	7.200.000	7.200.000
IZOCM	İZOCAM TİCARET VE SANAYİ A.Ş.	03.01.1986	24.534.143	24.534.143	24.534.143	24.534.143
KARTN	KARTONSAN KARTON SANAYİ VE TİCARET A.Ş.	06.01.1986	2.025.000	2.835.000	2.837.014	2.837.014
KENT	KENT GIDA MADDELERİ SANAYİİ VE TİCARET A.Ş.	05.11.1990	24.509.143	24.509.143	24.509.143	24.509.143
KONYA	KONYA ÇİMENTO SANAYİİ A.Ş.	26.10.1990	4.873.440	4.873.440	4.873.440	4.873.440
MRDİN	MARDİN ÇİMENTO SANAYİİ VE TİCARET A.Ş.	17.07.1987	66.080.000	73.144.000	73.144.000	90.515.700
MRSHL	MARSHALL BOYA VE VERNİK SANAYİİ A.Ş.	07.11.1990	6.407.808	6.407.808	10.000.000	10.000.000
NETAS	NORTEK NETWORKS NETAS TELEKOMÜNİKASYON A.Ş.	15.03.1993	6.486.480	6.486.480	6.486.480	6.486.480
NUHÇM	NUH ÇİMENTO SANAYİİ A.Ş.	24.02.2000	150.213.600	150.213.600	150.213.600	150.213.600
OLMKS	OLMUKSA INTERNATIONAL PAPER-SABANCI AMBALAJ SANAYİ VE TİCARET A.Ş.	03.01.1986	32.602.500	32.602.500	32.602.500	32.602.500

Kod	Hisse Senedi	İlk İşlem Tarihi	2005	2006	2007	2008
OTKAR	OTOKAR OTOBÜS KAROSERİ SANAYİ A.Ş.	24.04.1995	24.000.000	24.000.000	24.000.000	24.000.000
PETUN	PINAR ENTEGRE ET VE UN SANAYİ A.Ş.	11.08.2000	43.335.000	43.335.000	43.335.000	43.335.000
PNSUT	PINAR SÜT MAMULLERİ SANAYİ A.Ş.	03.02.1986	44.951.051	44.951.051	44.951.051	44.951.051
TCCELL	TURKCELL İLETİŞİM HİZMETLERİ A.Ş.	11.07.2000	1.854.887.341	2.200.000.000	2.200.000.000	2.200.000.000
TOASO	TOFAŞ TÜRK OTOMOBİL FABRİKASI A.Ş.	01.07.1991	500.000.000	500.000.000	500.000.000	500.000.000
TRCAS	TURÇAS PETROL A.Ş.	04.11.1999	26.330.233	105.000.000	105.000.000	136.500.000
TTRAK	TÜRK TRAKTÖR VE ZİRAAT MAKİNELERİ A.Ş.	11.06.2004	47.000.000	47.000.000	47.000.000	53.369.000
TUPRS	TÜPRAŞ-TÜRKİYE PETROL RAFİNERİLERİ A.Ş.	30.05.1991	250.419.200	250.419.200	250.419.200	250.419.200
ULKER	ÜLKER BİSKÜVİ SANAYİ A.Ş.	23.02.2004	238.700.000	241.087.000	268.600.000	268.600.000
UNYEC	ÜNYE ÇİMENTO SANAYİ VE TİCARET A.Ş.	07.12.1990	95.151.117	95.151.117	95.151.117	95.151.117
CCOLA	COCA COLA İÇECEK	12.05.2006	0	254.371.000	254.371.000	254.371.000
SELEC	SELÇUK EGZA DEPOSU	26.04.2006	0	225.000.000	517.500.000	517.500.000
VESBE	VESTEL BEYAZ EŞYA	21.04.2006	0	190.000.000	190.000.000	190.000.000

2005/2008 Dönemi (48 adet firma) – ÖDENMİŞ SERMAYE TUTARI

## 2000/2008 Dönemi (6 adet firma) - Ödenen NAKİT TEMİTTÜ TUTARI

Kod	İlk İşlem Tarihi	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
AKGNS	01.10.1996	1.141.547	2.663.610	16.465.316	19.977.085	52.273.374	89.730.409	128.382.152	124.976.648	70.002.057
ALKİM	02.03.2000	2.711.951	8.031.176	7.706.351	8.005.167	10.206.087	9.613.421	11.898.402	11.276.191	8.659.238
CİMSA	09.01.1986	6.570.720	21.561.909	32.954.264	25.474.176	47.309.184	44.863.072	105.535.872	149.943.731	58.005.259
İZOCM	03.01.1986	1.800.000	2.000.000	2.250.000	4.200.000	7.350.000	11.040.365	45.000.000	57.000.000	39.000.000
KARTN	06.01.1986	3.138.747	3.059.449	10.428.740	2.126.248	5.771.244	4.050.000	88.764.679	13.983.955	3.404.417
NUHÇM	24.02.2000	5.031.989	10.341.027	17.274.564	17.274.564	19.527.768	48.069.352	60.085.440	90.128.160	52.574.760

## 2000/2008 Dönemi (6 adet firma) - AKTİF BÜYÜKLÜĞÜ TUTARI

Kod	İlk İşlem Tarihi	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
AKGNS	01.10.1996	127.030.753	170.116.813	243.506.302	674.147.333	731.739.835	856.253.477	928.437.848	1.169.707.053	1.133.787.654
ALKİM	02.03.2000	25.042.651	40.316.401	45.585.328	161.131.897	163.733.973	157.998.516	162.453.044	163.471.603	175.196.124
CİMSA	09.01.1986	102.672.316	173.468.316	231.130.285	524.964.210	580.015.128	892.093.533	975.393.015	1.131.674.275	1.085.020.922
İZOCM	03.01.1986	25.399.803	45.243.895	98.280.538	98.010.573	146.120.954	174.630.194	211.446.929	196.220.238	182.662.868
KARTN	06.01.1986	49.376.346	80.990.822	121.202.392	184.130.211	206.353.261	197.027.728	212.015.636	175.180.398	172.348.457
NUHÇM	24.02.2000	90.171.517	129.627.270	180.213.425	454.412.510	579.626.777	739.852.771	849.254.111	904.006.902	995.528.465

## 2000/2008 Dönemi (6 adet firma) - ÖZSERMAYE TUTARI

Kod	İlk İşlem Tarihi	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
AKGNS	01.10.1996	92.677.150	127.141.684	194.538.272	567.043.645	618.892.028	738.476.239	789.724.806	853.911.791	764.576.170
ALKİM	02.03.2000	22.084.080	33.053.787	37.078.857	108.130.559	107.731.455	107.200.401	108.563.378	132.532.784	145.125.762
CİMSA	09.01.1986	72.710.961	123.416.827	184.523.332	460.974.696	516.193.742	616.285.929	702.697.758	926.572.046	758.908.440
İZOCM	03.01.1986	15.471.434	23.657.978	61.342.402	69.379.840	100.551.823	128.516.249	159.090.878	165.782.038	153.047.704
KARTN	06.01.1986	39.227.795	62.641.824	97.694.578	161.984.038	187.625.981	174.981.425	189.684.161	153.578.765	152.709.492
NUHÇM	24.02.2000	62.603.926	87.609.720	129.249.633	372.580.165	392.053.413	530.803.340	608.029.094	699.983.741	756.486.956

AKCNS	01.10.1996	2.531.981	6.240.619	17.379.493	40.695.608	63.331.801	113.565.095	146.466.575	187.177.224	104.515.992
ALKM	02.03.2000	3.223.370	9.545.724	9.078.728	10.871.914	8.802.967	7.930.893	11.170.067	18.230.111	22.360.616
CIMSA	09.01.1986	13.421.232	28.483.457	37.847.848	57.670.088	66.053.862	96.835.306	136.096.434	290.274.845	76.154.807
IZOÇM	03.01.1986	4.085.484	5.775.755	-10.321.360	10.318.229	12.335.449	202.825.500	60.986.703	51.691.160	44.265.966
KARTN	06.01.1986	6.258.164	15.297.260	20.837.258	12.069.202	12.243.245	15.298.894	17.242.877	37.860.864	14.648.388
NUHÇM	24.02.2000	7.276.016	12.403.215	26.890.850	23.522.413	34.405.610	122.211.303	146.537.562	230.808.195	149.596.995

**2000/2008 Dönemi (6 adet firma) - DÖNEM NET KARIZARARI TUTARI**

Kod	İlk İşlem Tarihi	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
AKCNS	01.10.1996	4.162.174	15.385.749	28.569.206	17.182.832	88.585.409	143.489.853	173.502.107	182.848.963	175.166.906
ALKM	02.03.2000	4.159.949	14.106.634	12.990.276	18.346.890	15.217.702	9.574.072	14.136.075	24.864.647	27.089.136
CIMSA	09.01.1986	17.921.577	43.110.428	57.822.636	44.869.530	79.286.313	126.033.050	163.351.728	170.393.335	121.532.617
IZOÇM	03.01.1986	4.500.031	7.770.382	1.319.696	9.115.457	20.572.733	28.050.160	69.017.782	60.269.131	46.294.988
KARTN	06.01.1986	8.849.197	23.747.188	32.842.473	24.307.557	23.139.150	21.451.076	19.688.269	38.449.049	8.968.240
NUHÇM	24.02.2000	9.707.687	21.170.043	38.485.008	-57.468.693	56.169.756	130.490.002	172.943.664	224.612.937	169.429.647

**2000/2008 Dönemi (6 adet firma) - FAALİYET KARIZARARI TUTARI**

Kod	İlk İşlem Tarihi	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
AKCNS	01.10.1996	118.325.133	167.317.892	231.709.508	322.302.029	371.316.986	415.049.192	577.499.491	696.490.327	804.425.303
ALKM	02.03.2000	10.591.577	21.324.414	28.572.499	109.899.563	102.353.601	100.728.457	119.244.537	142.463.444	147.851.194
CIMSA	09.01.1986	75.379.944	141.592.351	197.797.580	275.722.664	294.924.716	358.132.894	506.859.062	574.985.695	610.473.254
IZOÇM	03.01.1986	27.703.668	49.382.956	95.253.190	92.947.909	181.504.881	192.263.165	229.935.706	253.090.630	247.589.198
KARTN	06.01.1986	49.345.782	68.461.689	110.204.437	140.495.083	136.660.020	112.453.174	128.602.999	127.237.384	134.602.107
NUHÇM	24.02.2000	55.036.260	86.280.330	127.370.120	213.719.048	242.688.783	396.820.898	574.083.461	727.065.409	861.367.537

**2000/2008 Dönemi (6 adet firma) - NET SATIŞ TUTARI**

Kod	İlk İşlem Tarihi	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
AKONS	01.10.1996	38.051.573	38.051.573	133.180.569	166.475.712	166.475.712	166.475.712	191.447.068	191.447.068	191.447.068
ALKİM	02.03.2000	8.600.000	8.600.000	21.500.000	21.500.000	24.725.000	24.725.000	24.725.000	24.725.000	24.725.000
CİMSA	09.01.1986	16.848.000	16.848.000	101.088.000	121.305.600	121.305.600	121.305.600	121.305.600	135.084.442	135.084.442
İZOCM	03.01.1986	4.500.000	6.000.000	9.000.000	33.000.000	21.000.000	24.534.143	24.534.143	24.534.143	24.534.143
KARTN	06.01.1986	2.025.000	2.025.000	2.025.000	2.025.000	2.025.000	2.025.000	2.835.000	2.837.014	2.837.014
NUHCM	24.02.2000	16.690.400	16.690.400	125.178.000	75.106.800	75.106.800	150.213.600	150.213.600	150.213.600	150.213.600

**2000/2008 Dönemi (6 adet firma) - ÖDENMİŞ SERMAYE TUTARI**

Kod	İlk İşlem Tarihi	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
AKCNS	01.10.1996	9.697.532	1.141.547	2.663.610	16.465.316	19.977.085	52.273.374	89.730.409	128.382.152	124.976.646	70.002.057
ALKIM	02.03.2000	0	2.711.951	8.031.176	7.706.351	8.005.167	10.206.087	9.613.421	11.898.402	11.276.191	8.659.238
ANELT	13.09.2005	0	0	0	0	0	0	2.200.000	2.200.000	4.782.685	836.560
BIMAS	15.07.2005	0	0	0	0	0	0	25.300.000	55.660.000	48.070.000	60.720.000
CCOLA	12.05.2006	0	0	0	0	0	0	0	22.500.000	32.500.000	16.000.000
CIMSA	09.01.1986	5.222.890	6.570.720	21.561.909	32.954.264	25.474.176	47.309.184	44.883.072	105.535.872	149.943.731	58.005.259
ENKAI	22.07.2002	0	0	0	17.624.458	20.000.000	30.000.000	30.000.000	45.000.000	54.000.000	108.000.000
FENER	20.02.2004	0	0	0	0	0	45.350.288	44.671.715	45.799.409	52.396.527	58.148.000
IZOCM	03.01.1986	750.000	1.800.000	2.000.000	2.250.000	4.200.000	7.350.000	11.040.365	45.000.000	57.000.000	39.000.000
KARTN	06.01.1986	1.214.999	3.138.747	3.059.449	10.428.740	2.126.248	5.771.244	4.050.000	88.764.679	13.983.955	3.404.417
NIHGM	24.02.2000	0	5.031.989	10.341.027	17.274.564	17.274.564	19.527.768	48.068.352	60.085.440	90.128.160	52.574.760
TTRAK	11.06.2004	0	0	0	0	0	47.000.000	94.000.000	107.000.200	94.000.000	17.078.080
ULKER	23.02.2004	0	0	0	0	0	20.000.000	21.000.000	24.150.000	24.341.241	3.012.377
VEŞBE	21.04.2006	0	0	0	0	0	0	0	30.736.268	51.500.861	5.798.470

## 2000/2008 Dönemi (14 adet firma) - NAKİT TEMETTÜ TUTARI

Kod	İlk İşlem Tarihi	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
AKCNS	01.10.1996	127.030.753	170.116.813	243.506.302	674.147.333	731.739.836	866.253.477	928.437.848	1.169.707.053	1.133.787.654
ALKIM	02.03.2000	25.042.651	40.316.401	45.585.328	161.131.897	163.733.973	157.998.518	162.453.044	163.471.603	175.196.124
ANELT	13.09.2005	0	0	0	0	0	63.135.528	68.198.700	95.741.086	190.998.691
BIMAS	15.07.2005	0	0	0	0	0	323.139.000	472.255.000	636.441.000	838.950.000
CCOLA	12.05.2006	0	0	0	0	0	0	1.458.215.000	1.677.055.000	2.447.347.000
CIMSA	09.01.1986	102.672.316	173.468.316	231.130.285	524.954.210	580.015.128	892.093.533	975.393.015	1.131.674.275	1.085.020.922
ENKAI	22.07.2002	0	0	403.998.671	3.809.663.170	7.024.516.425	6.273.443.158	7.782.635.243	9.161.433.000	11.746.866.000
FENER	20.02.2004	0	0	0	0	104.226.942	100.077.362	104.226.942	117.906.426	132.194.604
IZOCM	03.01.1986	25.399.803	45.243.895	98.280.538	99.010.573	146.120.954	174.630.194	211.446.929	196.220.238	182.662.868
KARTN	06.01.1986	49.376.346	80.990.822	121.202.392	184.130.211	206.353.261	197.027.728	212.015.636	175.180.398	172.348.457
NIHGM	24.02.2000	90.171.517	129.627.270	180.213.425	454.412.510	579.626.777	739.852.771	849.254.111	904.006.902	995.528.465
TTRAK	11.06.2004	0	0	0	0	427.762.634	362.934.572	374.295.203	606.906.304	963.145.103
ULKER	23.02.2004	0	0	0	0	1.142.163.470	1.259.065.780	1.013.350.305	1.387.614.139	2.031.771.407
VEŞBE	21.04.2006	0	0	0	0	0	0	836.322.461	817.761.853	845.395.082

## 2000/2008 Dönemi (14 adet firma) – AKTİF BÜYÜKLÜĞÜ TUTARI

Kod	İlk İşlem Tarihi	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
AKNSNS	01.10.1986	92.677.194	127.141.694	184.538.272	587.043.845	818.882.029	738.478.239	789.724.806	853.911.791	764.676.170
ALKM	02.03.2000	22.084.080	33.053.787	37.078.857	108.130.559	107.731.455	107.200.401	108.563.378	132.532.794	145.125.762
ANELT	13.09.2005	0	0	0	0	0	54.557.878	52.394.794	64.239.682	70.950.294
BIMAS	15.07.2005	0	0	0	0	0	92.720.000	147.181.000	190.093.000	260.103.000
CCOLA	12.05.2006	0	0	0	0	0	0	848.741.000	924.420.000	1.108.201.000
CINSA	09.01.1986	72.710.861	123.416.827	184.523.332	460.974.696	516.183.742	616.785.979	702.697.758	826.572.046	758.908.440
ENKAL	22.07.2002	0	0	130.571.904	1.582.434.884	2.083.819.894	2.302.533.281	3.015.369.036	3.748.463.000	5.328.730.000
FENER	20.02.2004	0	0	0	0	100.472.585	94.394.957	100.472.585	112.184.356	123.625.828
IZOMI	03.01.1988	15.477.434	23.657.876	61.342.402	69.378.640	100.551.823	128.516.248	189.090.870	165.782.038	153.047.704
KARTIN	09.01.1986	30.227.795	62.641.824	97.694.578	161.984.038	187.625.981	174.981.425	189.684.161	153.578.765	152.709.492
NUHGM	24.02.2000	62.603.926	87.609.720	129.249.633	372.580.165	392.053.413	530.803.340	608.029.094	699.983.741	756.446.954
TTRAK	11.06.2001	0	0	0	0	230.124.905	275.728.986	293.461.631	302.936.118	285.562.805
ULKER	23.02.2004	0	0	0	0	517.508.416	554.487.489	635.976.601	760.230.203	753.696.009
VESEBE	21.04.2006	0	0	0	0	0	0	455.027.652	497.959.424	477.275.055

**2000/2008 Dönemi (14 adet firma) – ÖZSERMAYE TUTARI**

Kod	İlk İşlem Tarihi	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
AKNSNS	01.10.1986	2.537.881	6.240.819	17.379.493	40.695.008	63.331.801	113.586.095	146.465.575	187.177.224	184.515.992
ALKM	02.03.2000	3.223.370	9.545.724	9.078.728	10.871.914	8.882.087	7.930.893	11.170.067	18.230.111	22.360.616
ANELT	13.09.2005	0	0	0	0	0	-388.210	3.409.704	5.310.954	5.974.557
BIMAS	15.07.2005	0	0	0	0	0	30.187.000	71.972.000	108.472.000	114.180.000
CCOLA	12.05.2006	0	0	0	0	0	0	86.707.000	155.852.000	82.507.000
CINSA	09.01.1986	13.421.232	28.483.457	37.847.848	57.670.088	65.053.862	96.835.306	138.096.434	290.274.845	76.154.807
ENKAL	22.07.2002	0	0	4.528.187	211.080.688	578.698.990	408.498.180	637.775.575	803.774.000	638.122.000
FENER	20.02.2004	0	0	0	0	50.749.343	52.101.421	50.749.343	57.511.180	63.837.998
IZOMI	03.01.1988	4.085.484	5.775.755	-10.321.360	10.318.228	12.335.449	202.825.500	60.986.703	51.691.180	44.285.866
KARTIN	09.01.1986	6.258.164	15.287.260	20.837.268	12.069.292	12.248.245	15.298.894	17.272.817	37.960.654	14.648.388
NUHGM	24.02.2000	7.276.018	12.403.215	26.880.850	23.522.413	34.406.810	122.211.303	146.537.562	230.808.195	149.596.995
TTRAK	11.06.2001	0	0	0	0	96.119.182	93.863.165	113.772.996	92.728.763	90.791.555
ULKER	23.02.2004	0	0	0	0	65.646.845	66.726.253	88.830.435	116.073.842	15.685.231
VESEBE	21.04.2006	0	0	0	0	0	0	64.201.271	73.668.039	30.816.495

**2000/2008 Dönemi (14 adet firma) – DÖNEM NET KARIZARARI TUTARI**



Kod	İlk İşlem Tarihi	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
AKONS	01.10.1996	4.182.174	15.385.749	28.569.206	17.182.832	68.585.409	143.489.853	173.502.107	182.848.963	175.169.906
ALKİM	02.03.2000	4.159.949	14.106.634	12.990.276	18.346.890	15.217.702	9.574.072	14.136.075	24.864.647	27.089.136
ANELT	13.09.2005	0	0	0	0	0	-78.052	5.066.339	1.469.409	3.456.970
BİMAS	15.07.2005	0	0	0	0	0	50.761.000	79.026.000	132.140.000	149.964.000
CCOLA	12.05.2006	0	0	0	0	0	0	102.767.000	229.655.000	259.594.000
CİMSA	09.01.1986	17.921.577	43.110.428	57.822.636	44.859.530	79.285.313	125.033.050	163.351.728	170.393.335	121.532.617
ENKAI	22.07.2002	0	0	54.297.735	309.357.462	717.990.998	556.519.566	765.929.842	901.021.000	1.290.835.000
FENER	20.02.2004	0	0	0	0	50.749.343	52.101.421	50.749.343	50.858.563	48.316.012
IZOÇM	03.01.1986	4.500.031	7.770.362	1.319.696	9.115.457	20.572.733	28.050.160	69.017.782	60.269.131	46.294.988
KARTN	06.01.1986	8.849.197	23.747.188	32.842.473	24.307.557	23.139.150	21.451.076	19.688.269	36.449.049	8.968.240
NUHÇM	24.02.2000	9.707.687	21.170.043	38.485.008	-57.468.893	66.169.756	130.490.002	172.943.664	224.612.937	169.429.647
TTRAK	11.06.2004	0	0	0	0	124.065.356	132.916.952	143.066.793	91.153.175	64.697.571
ULKER	23.02.2004	0	0	0	0	78.737.697	113.274.092	89.327.593	99.500.588	112.489.893
VESBE	21.04.2006	0	0	0	0	0	0	73.069.491	30.830.121	76.974.773

**2000/2008 Dönemi (14 adet firma) – FAALİYET KARIZARARI TUTARI**

Kod	İlk İşlem Tarihi	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
AKONS	01.10.1996	118.325.133	167.317.892	231.709.508	322.302.029	371.316.988	415.049.192	577.499.491	696.490.327	804.425.303
ALKİM	02.03.2000	10.591.577	21.324.414	28.572.499	109.899.563	102.353.601	100.728.457	119.244.537	142.463.444	147.851.194
ANELT	13.09.2005	0	0	0	0	0	17.238.483	43.456.303	64.868.607	88.930.620
BİMAS	15.07.2005	0	0	0	0	0	1.673.077.000	2.221.616.000	2.978.384.000	4.242.412.000
CCOLA	12.05.2006	0	0	0	0	0	0	1.667.171.000	1.925.906.000	2.258.096.000
CİMSA	09.01.1986	75.379.944	141.592.351	197.797.580	275.722.664	294.924.716	358.132.894	506.859.062	574.985.695	610.473.254
ENKAI	22.07.2002	0	0	57.063.550	1.455.640.057	2.864.568.524	4.024.835.353	5.761.185.728	6.869.342.000	9.022.938.000
FENER	20.02.2004	0	0	0	0	50.484.139	49.707.301	50.484.139	57.179.420	56.333.038
IZOÇM	03.01.1986	27.703.668	49.382.956	95.253.190	92.947.909	181.504.881	192.263.165	229.935.706	253.090.630	247.589.198
KARTN	06.01.1986	49.345.782	68.461.689	110.204.437	140.495.083	136.660.020	112.453.174	128.602.999	127.237.384	134.602.107
NUHÇM	24.02.2000	55.036.260	86.280.330	127.370.120	213.719.048	242.688.783	396.820.888	574.083.461	727.085.409	851.367.537
TTRAK	11.06.2004	0	0	0	0	549.213.677	482.389.375	493.071.018	640.899.127	787.491.026
ULKER	23.02.2004	0	0	0	0	1.665.187.499	1.358.889.410	1.789.230.007	1.408.886.707	1.412.160.407
VESBE	21.04.2006	0	0	0	0	0	0	1.119.126.589	1.178.536.079	1.259.402.224

**2000/2008 Dönemi (14 adet firma) – NET SATIŞ TUTARI**

Kod	İlk İşlem Tarihi	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
AKNS	01.10.1996	38.051.573	38.051.573	133.190.569	166.475.712	166.475.712	166.475.712	191.447.068	191.447.068	191.447.068
ALKIM	02.03.2000	8.600.000	8.600.000	21.500.000	21.500.000	24.725.000	24.725.000	24.725.000	24.725.000	24.725.000
ANELT	13.09.2005	0	0	0	0	0	22.000.000	44.000.000	44.000.000	44.000.000
BIMAS	15.07.2005	0	0	0	0	0	25.300.000	25.300.000	25.300.000	75.900.000
CCOLA	12.05.2006	0	0	0	0	0	0	254.371.000	254.371.000	254.371.000
CIMSA	09.01.1986	16.848.000	16.848.000	101.088.000	121.305.600	121.305.600	121.305.600	121.305.600	135.084.442	135.084.442
ENKAI	22.07.2002	0	0	40.564.654	50.355.593	100.000.000	200.000.000	300.000.000	600.000.000	900.000.000
FENER	20.02.2004	0	0	0	0	25.000.000	25.000.000	25.000.000	25.000.000	25.000.000
IZOÇM	03.01.1986	4.500.000	6.000.000	9.000.000	33.000.000	21.000.000	24.534.143	24.534.143	24.534.143	24.534.143
KARTN	06.01.1986	2.025.000	2.025.000	2.025.000	2.025.000	2.025.000	2.025.000	2.835.000	2.837.014	2.837.014
NUHCM	24.02.2000	16.690.400	16.690.400	125.178.000	75.106.800	75.106.800	150.213.600	150.213.600	150.213.600	150.213.600
TTRAK	11.06.2004	0	0	0	0	47.000.000	47.000.000	47.000.000	47.000.000	47.000.000
ULKER	23.02.2004	0	0	0	0	217.000.000	238.700.000	238.700.000	241.087.000	268.600.000
VESBE	21.04.2006	0	0	0	0	0	0	190.000.000	190.000.000	190.000.000

2000/2008 Dönemi (14 adet firma) – ÖDENMİŞ SERMAYE TUTARI

# ÖZGEÇMİŞ

## Özgür KAYMAZ

Gençosman Mah. Yolcu Sk. Murat Apt. No: 54/7 Güngören/İSTANBUL

İş: (212) 463 63 63 – 1116

E-mail: kaymazozgur@yahoo.com

### A. KİŞİSEL BİLGİLER

**Uyruğu** : T.C.  
**Doğum Yeri ve Tarihi** : Beyoğlu, 04.11.1974  
**Medeni Durum** : Evli

### B. EĞİTİM BİLGİLERİ

**Doktora** : İktisat Bölümü, İstanbul Üniversitesi S.B.E. (Devam)  
**Yüksek Lisans** : İktisat Teorisi A.B.D., İstanbul Üniversitesi S.B.E., 2004  
**Lisans** : İktisat, Ankara Üniversitesi SBF, 1997  
**Lise** : Bakırköy İbrahim Turhan Lisesi, 1991

### C. İŞ TECRÜBESİ

**Türk Hava Yolları A.O.** : Müfettiş, Teftiş Kurulu Başkanlığı (2007 – Devam)  
**Telsim – Vodafone A.Ş.** : Mali Raporlama Müdürü, Raporlama Direktörlüğü (2004 – 2007)  
**Mali Müşavirlik** : Mali Müşavir (2002 – 2004)  
**Esbank - Etibank** : Müfettiş (1997 – 2002)

#### **D. YAYIN BİLGİSİ**

- KAYMAZ, Önder, Özgür KAYMAZ: 2010 “The firm-level determinants underlying the profitability in brokerage institutions: Some Evidence From Turkey”, **African Journal of Business Management** (SSCI Endeksli), Şubat, 4(2).
- KAYMAZ, Önder, Özgür KAYMAZ, Ali ALP: 2008, “Behavioral Research: What The Theories Say”, **İktisat, İşletme ve Finans**, 23 (264), Mart (EconLit, CD-JEL, JEL, AEA endeksli)
- KAYMAZ, Önder, Özgür KAYMAZ, Ali ALP: 2008, “Vergi Mevzuatımızda Transfer Fiyatlandırması”, **Mali Çözüm Dergisi** (TÜRMOB), Mart– Nisan
- KAYMAZ Önder, Özgür KAYMAZ, E. ERDENER ile birlikte: Aracı Kurumlar Üzerine Ampirik Bir İnceleme: Güçlüler ve Zayıflar (endeksli bir dergiye gönderildi)
- KAYMAZ, Önder, Özgür KAYMAZ ile birlikte: Brokerage institutions’ profitabilities have deteriorated after IFRS: Some Empirical Evidence (endeksli bir dergiye gönderildi)

#### **E. SAHİP OLUNAN LİSANSLAR**

- SPK Türev Araçlar Lisansı
- SPK İleri Düzey Lisansı
- Serbest Muhasebeci Mali Müşavirlik Lisansı

#### **E. YABANCI DİL BİLGİSİ**

İngilizce, ileri düzey