



SIVAS CUMHURİYET ÜNİVERSİTESİ

Sosyal Bilimler Enstitüsü

İşletme Anabilim Dalı

**NAKİT TEMETTÜ ÖDEMELERİNİN FİRMA DEĞERİ ÜZERİNE
ETKİLERİNİN PANEL VERİ YÖNTEMİ İLE ANALİZİ BİST 30
ÜZERİNE BİR UYGULAMA (2007-2017)**

Yüksek Lisans Tezi

Bayram YALDIZ

**Sivas
Ağustos 2019**

SİVAS CUMHURİYET ÜNİVERSİTESİ

Sosyal Bilimler Enstitüsü

İşletme Anabilim Dalı

**NAKİT TEMETTÜ ÖDEMELERİNİN FİRMA DEĞERİ ÜZERİNE
ETKİLERİNİN PANEL VERİ YÖNTEMİ İLE ANALİZİ BİST 30
ÜZERİNE BİR UYGULAMA (2007-2017)**

Yüksek Lisans Tezi

Bayram YALDIZ

Tez Danışmanı

Doç. Dr. Selahattin KOÇ

**Sivas
Ağustos 2019**

KABUL VE ONAY

Üniversite : Sivas Cumhuriyet Üniversitesi



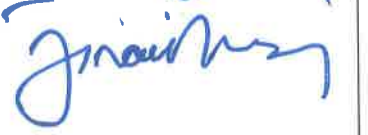
Enstitü : Sosyal Bilimler Enstitüsü

Anabilim Dalı : İşletme Ana Bilim Dalı

Tezin Başlığı : Nakit Temettü Ödemelerinin Firma Değeri Üzerine Etkilerinin Panel Veri Yöntemi İle Analizi Bist 30 Üzerine Bir Uygulama (2007-2017)

Savunma Tarihi: 24.07.2019

Danışman : Doç. Dr. Selahattin KOÇ

	Unvanı	Adı Soyadı	İmza
Jüri Başkanı :	Doç. Dr. Selahattin KOÇ		
Üye :	Dr. Öğr. Üyesi Zekai ŞENOL		
Üye :	Dr. Öğr. Üyesi İsmail TUNA		
Oy Birliği	<input checked="" type="checkbox"/>		
Oy Çokluğu	<input type="checkbox"/>		

Bayram YALDIZ tarafından hazırlanan “Nakit Temettü Ödemelerinin Firma Değeri Üzerine Etkilerinin Panel Veri Yöntemi İle Analizi Bist 30 Üzerine Bir Uygulama (2007-2017)” başlıklı bu tez kabul edilmiştir/...../2019

Prof. Dr. Ahmet ŞENGÖNÜL

Enstitü Müdürü

ETİK İLKELERE UYGUNLUK BEYANI

Sivas Cumhuriyet Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü bünyesinde hazırladığım bu Yüksek Lisans tezinin bizzat tarafımdan ve kendi sözcüklerimle yazılmış orijinal bir çalışma olduğunu ve bu tezde;

1. Çeşitli yazarların çalışmalarından faydalandığımda bu çalışmaların ilgili bölümlerini doğru ve net biçimde göstererek yazarlara açık biçimde atıfta bulunduğumu;
2. Yazdığım metinlerin tamamı ya da sadece bir kısmı, daha önce herhangi bir yerde yayımlanmışsa bunu da açıkça ifade ederek gösterdiğimi;
3. Başkalarına ait alıntılanan tüm verileri (tablo, grafik, şekil vb. de dahil olmak üzere) atıflarla belirttiğimi;
4. Başka yazarların kendi kelimeleriyle alıntıladığım metinlerini, tırnak içerisinde veya farklı dizerek verdiğim yine başka yazarlara ait olup fakat kendi sözcüklerimle ifade ettiğim hususları da istisnasız olarak kaynak göstererek belirttiğimi,

beyan ve bu etik ilkeleri ihlal etmiş olmam halinde bütün sonuçlarına katlanacağımı kabul ederim.

06.10.8/2019

Bayram YALDIZ



TEŐEKKÜR

Yapmış olduğum bu tez çalıőmasının baőlangıcından tamamlanmasına kadar geçen süreçlerde benden yardımlarını ve bilgisini esirgemeyen danışman hocam sayın Doç. Dr. Selahattin KOÇ'a teőekkürlerimi bir borç bilirim. Çalıőmamın analiz kısmında yardımlarını benden esirgemeyen değerli hocam sayın Dr. Öğr. Üyesi Zekai ŞENOL'a, tezime katkılarından dolayı sayın Öğr. Gör. Eyüp GÜNDÜZ'e, benden manevi desteklerini hiçbir zaman eksik etmeyen Prof. Dr. Yalçın KARAGÖZ ve Dr. Öğr. Üyesi Zafer YILDIZ'a teőekkür ederim.

Bu süreçte bana sabır gösteren, güvenen, maddi manevi desteklerini hiçbir zaman esirgemeyen değerli ailem; annem Mevlde YALDIZ'a, babam Ahmet YALDIZ'a ve abim Hüseyin YALDIZ'a teőekkürlerimi sunarım.

İÇİNDEKİLER

İÇİNDEKİLER	i
TABLO LİSTESİ	v
ŞEKİL LİSTESİ	vii
ÖZET	ix
ABSTRACT	xi
GİRİŞ	1
BİRİNCİ BÖLÜM	3
1. KAR PAYI DAĞITIM POLİTİKASI KAPSAMINDA TEMEL	
KAVRAMLAR	3
1.1. Kar Kavramı	3
1.1.1. Ticari Kar	5
1.1.2. Mali Kar	6
1.2. Vergi Hukuku Açısından Kar Kavramı	6
1.2.1. Kaynak Kuramı	7
1.2.2. Safi Artış Kuramı	7
1.3. Dağıtım Yönünden Kar Kavramı	8
1.3.1. Temettü (Kar Payı) Kavramı	8
İKİNCİ BÖLÜM	13
2. KAR PAYI DAĞITIM POLİTİKALARINI ETKİLEYEN FAKTÖRLER. ..	13
2.1. Yasal Sınırlamalar ve Kurallar	13
2.1.1 Şirket Ana Sözleşmeleri	13
2.1.2. Vergi Etkisi	14
2.1.3. Şirketin Borçluluk Durumu	14
2.1.4. Şirketin Likidite Durumu	14
2.1.5. İstikrarlı Kar Dağıtımını	15
2.1.6. Şirketin Büyüme Oranı (Hızı)	15
2.1.7. Yeni Yatırım Planları	16
2.1.8. Belirsizlikler	16
2.2. Kar Payı Dağıtım Politikası Türleri	16

2.2.1. Sabit Tutarda Kar Payı Dağıtım Politikası	17
2.2.2. Sabit Oranda Kar Payı Dağıtım Politikası	17
2.2.3. Artık Kar Payı Dağıtım Politikası.....	17
2.2.4. İstikrarlı Kar Payı Dağıtım Politikası	18
2.2.5. Uzlaşmaya Dayanan Kar Payı Dağıtım Politikası	19
2.2.6. Sabit Tutarda Kar Payı Dağıtım ve Eklemeler	19
2.3. Kar Payı Ödeme Şekilleri.....	19
2.3.1. Nakit Kar Payı Ödemesi	20
2.3.2. Pay Senedi Olarak Kar Payı Ödenmesi	20
2.3.3. Şirketin Pay Senetlerini Geri Satın Alarak Kar Payı Ödemesi.....	21
2.3.4. Pay Senetlerinin Bölünmesi.....	22
2.3.5. Diğer Kar Payı Ödemeleri	22
2.3.5.1. Aynı Kar Payı Ödemesi.....	23
2.3.5.2. Tasfiyeden Kar Payı Ödemesi	23
2.3.5.3. İntifa Senedi Verilerek Kar Payı Ödemesi	23
2.4. Kar Payı Dağıtım Politikasının Firma Değeri Üzerine Etkisine İlişkin Görüşler	23
2.4.1. Kar Payı İlişkısizlik Yaklaşımı	23
2.4.2. Eldeki Kuş Yaklaşımı	24
2.4.3. Vergi Tercihleri Yaklaşımı	24
2.4.4. Diğer Yaklaşımlar.....	25
2.4.4.1. Sinyal Etkisi Yaklaşımı ve Asimetrik Bilgi.....	25
2.4.4.2. Müşteri Etkisi Yaklaşımı	26
2.4.4.3. Artık Kar Payı Dağıtım Yaklaşımı	27
2.5. Literatür Taraması	28
ÜÇÜNCÜ BÖLÜM	39
3. FİRMA DEĞERİ.....	39
3.1. Değer Kavramı	39
3.2. Firma Değeri Kavramı.....	39
3.3. Diğer Değer Kavramları	41
3.3.1. Nominal (İtibari) Değer	42
3.3.2. Tasfiye Değeri.....	42

3.3.3. İşleyen Teşebbüs Değeri.....	43
3.3.4. Borsa Değeri	44
3.3.5. Defter (Muhasebe) Değeri	45
DÖRDÜNCÜ BÖLÜM	47
4. NAKİT TEMETTÜ ÖDEMELERİNİN FİRMA DEĞERİ ÜZERİNE	
ETKİLERİNİN PANEL VERİ YÖNTEMİ İLE ANALİZİ: BİST 30	
ÜZERİNE BİR UYGULAMA	47
4.1. Çalışmanın Amacı	47
4.2. Çalışmanın Önemi	47
4.3. Araştırma Yöntemi ve Kullanılan Veriler	48
4.4. Çalışmanın Kısıtları.....	50
4.5. Çalışmada Kullanılan Yöntemler	50
4.5.1. Panel Veri Analizi.....	50
4.5.2. Durağanlık ve Birim Kök Testleri	54
4.5.3. Panel Veri Yönteminin Belirlenmesi.....	56
4.5.3.1. Sabit Etkiler Modeli	56
4.5.3.2. Rassal (Tasadüfi) Etkiler Modeli	57
4.5.3.3. Hausman Testi.....	58
4.6. Panel Veri Analizi Sonuçları.....	58
4.6.1. Yatay Kesit Bağımlılığın Test Edilmesi.....	60
4.6.2. Panel Birim Kök Testi (CADF).....	62
4.6.3. Model Belirleme Süreci.....	63
SONUÇ ve ÖNERİLER.....	71
KAYNAKLAR	77
ÖZGEÇMİŞ.....	91



TABLO LİSTESİ

Tablo 4.1 Analizde Kullanılacak Verilerin Ait Olduğu Firmalar.....	49
Tablo 4.2 Uygulamada Kullanılan Değişkenler ve Açıklamaları	50
Tablo 4.3 Değişkelere Ait Tanımlayıcı İstatistikler	59
Tablo 4.4 Değişkenler Arası Korelasyon Katsayıları.....	60
Tablo 4.5 Yatay Kesit Bağımlılığı Test Sonuçları	62
Tablo 4.6 CADF Pesaran Birim Kök Testi Sonuçları	63
Tablo 4.7 Model 1 İçin LR Testi Sonuçları.....	64
Tablo 4.8 Model 1 İçin Rassal Etkilerin İlişkisi- Hausman Testi	65
Tablo 4.9 Model 1 Otokorelasyon, Değişen Varyans ve Birimler Arası Korelasyon	65
Tablo 4.10 Model 1 İçin Driscoll ve Kraay Tahmin Edicisi Sonuçları (PD/DD)	66
Tablo 4.11 Model 1 İçin Değişkenlerin Anlamlılığı ve Etkisi	66
Tablo 4.12 Model 2 İçin LR Testi Sonuçları.....	67
Tablo 4.13 Model 2 İçin Rastgele Etkilerin İlişkisi- Hausman Test	67
Tablo 4.14 Model 2 Otokorelasyon, Değişen Varyans ve Birimler Arası Korelasyon	68
Tablo 4.15 Model 2 İçin Driscoll ve Kraay Tahmin Edicisi Sonuçları (TBNQ)	68
Tablo 4.16 Model 2 İçin Değişkenlerin Anlamlılığı ve Etkisi	69



ŞEKİL LİSTESİ

Şekil 1.1: Kar, Zarar ve Başabaş Noktasının Oluşması.....	5
Şekil 4.1: Genel Olarak Kullanılan Panel Veri Seti	52





ÖZET

Finans literatüründe, firmaların temettü dağıtım politikalarını açıklamak isteyen birçok teori ve modeller bulunmaktadır. Bu konu hakkında birçok çalışma yapılmasına rağmen, henüz akademik çevrelerde temettü dağıtım politikalarında bir görüş birliği sağlanamamıştır. Bu anlamda temettü konusu yapı itibariyle oldukça karmaşıktır. Black (1976) bu konuyu "parçaları birbirine uymayan bir bulmaca" olarak tanımlamıştır.

Bu çalışmanın amacı, Borsa İstanbul 30 endeksindeki firmaların finansal oranlarına bakarak kar payı ödemesi ile firma değeri arasındaki ilişkinin test edilmesidir. BİST 30 Endeksinde yer alan 2007-2017 (11 dönem) yılları arasında 20 firma üzerinde inceleme yapılmıştır. Uygulamada bağımlı değişken olarak Piyasa Değeri/Defter Değeri (PD/DD) oranı performans ölçütü olarak primlerdeki büyümeyi ifade ederken Tobin's Q (TBNQ) oranı firma değerini temsilen kullanılmıştır. Bağımsız değişkenler olarak ise, hisse başına kar (HBK), firmanın temettü ödeme durumunu gösteren TMT2, aktif karlılık oranı (ROA), öz kaynak karlılık oranı (ROE), aktif büyüme (ABYM), öz sermaye büyüme oranı (OBYM) ve fiyat kazanç oranı (FKO) kullanılarak iki model oluşturulmuştur. Kurulan modellerin test edilmesinde E-views.9 ve Stata-14.2 paket programlarından yararlanılmıştır.

Yapılan uygulama sonucunda birinci model olan PD/DD için, aktif karlılık değişkenimiz negatif anlamlı etki gösterirken öz kaynak karlılık ve fiyat kazanç oranı değişkenlerimiz pozitif anlamlı etki göstermiştir. İkinci model olan Tobin's Q için ise, firmaların temettü ödeme durumu, aktif karlılık oranı, öz kaynak oranı ve fiyat kazanç oranını gösteren değişkenlerimiz pozitif anlamlı olarak tespit edilmiştir.

Anahtar Kelimeler: Temettü, Temettü Ödemesi, Temettü Dağıtım Politikaları, Firma Değeri, BİST 30 Endeksi, Panel Veri Analizi.



ABSTRACT

In the literature of finance, there are many theories and models that want to explain the dividend distribution policies of firms. Although many studies have been carried out on this subject, no consensus has yet been reached in dividend distribution to policies in academic circles. In this sense, the issue of dividend is quite complex due its very nature. Black (1976) described this as “a puzzle whose pieces do not fit together.”

This study aims to test the relationship between profit share payment and firm value by analyzing the financial ratios of firms in Borsa Istanbul (Istanbul Stock Exchange - BIST) 30 index. 20 firms included in BIST 30 Index between 2007 and 2017 (11 periods) have been examined. In practice, while the market value/book value (MVBV) ratio as dependent variable means growth in premiums as the performance criterion, Tobin's Q (TBNQ) ratio has been used to represent the firm value. As independent variables, two models have been created by using earnings per share (EPS), TMT2 which shows the company's dividend payment status, return on assets (ROA), return on equity (ROE), active growth (AG), equity growth rate (EGR) and price-earnings ratio (PER). E-views 9 and Stata-14.2 package programs were utilized to test the installed models.

As a result, for the first model MVBV, ROA variable shows negatively significant effect while ROE and PER variables have positively significant effect. For the second model Tobin's Q, our variables showing dividend payment status of companies, ROA, ROE and PER have been found to be positively significant.

Key Words: Dividend, Dividend Payment, Dividend Distribution Policies, Firm Value, BIST 30 Index, Panel Data Analysis



GİRİŞ

Firmaların geleneksel amacı kar sağlamak iken günümüzdeki amacı ise firmanın piyasa değerini en üst düzeye çıkarabilmektir. Firmanın piyasa değeri ne kadar yüksek olursa yatırım sahiplerinin de kazancı o oranda yüksek olacaktır. Ancak, firmanın karar alıcıları uzun vadede planlar yaparken, şirket yatırımcıları düzenli şekilde temettü ödemesi ya da dağıtılmayan karlar ile birlikte daha iyi yatırımlara gitmeyi isterler. Bu durumda firma yöneticileri firmanın piyasa değeri ile yatırım sahiplerinin temettü beklentileri arasında optimal bir denge kurarak daha doğru süreçler oluşturma çabası içinde olacaklardır.

Firmalar açısından rekabet düzeyinin her geçen gün daha da arttığı bir finansal süreçle temettü dağıtımı ve temettü dağıtım politikasının önem düzeyi de ister istemez artmaktadır. Firmaların etkin bir kar payı dağıtım politikası izlemeleri yeni ortaklar kazanabilmeleri ve hisse senetlerine olan talebin artırılması ile birlikte, hisselerin daha fazla alınıp satılmasını sağlamak açısından oldukça önemlidir. Firmaların geleceğe dair belirleyecekleri stratejide ve atılması planlanan adımların da firmaların uygulayacağı kar payı politikasında belirgin şekilde rol oynayacağı düşünülmektedir.

Yatırım kararları, finansman kararları ve temettü politikası kararları firma değerini belirleyen esas kararlardır. Finans yöneticileri firmanın yatırım kararlarında, finansman kararlarında ve temettü dağıtımında verecekleri kararlarda, firma değerini maksimum noktaya taşıyacak yöntemi belirlemeli ve ona göre o yöntemi uygulamalıdır (Akgüç 2010:5).

Tezin ilk bölümünde kar payı dağıtım politikası kapsamında temel kavramlardan bahsedilmiştir. Kar kavramı ticari ve mali kar olarak ele alınmış, vergi hukuku açısından kar kavramı ile dağıtım yönünden kar kavramlarından bahsedilmiştir. Son olarak temettü kavramından bahsedilerek ilk bölüm tamamlanmıştır.

İkinci bölümde, firma değeri başta olmak üzere değer kavramları üzerinde durulmuştur. Firma değeri ve diğer değer kavramları detaylı şekilde anlatılarak ikinci bölüm tamamlanmıştır.

Üçüncü bölümde, kar payı dağıtım politikasını etkileyen faktörler, kar payı dağıtım politikası türleri, kar payı ödeme şekilleri ve kar payı dağıtım politikasının firma değeri üzerine etkisine ilişkin görüşlerden ayrıntılı şekilde bahsedilmiştir. Bu tez konusu ile ilgili daha önce yapılmış çalışmalar belirlenerek literatür taraması başlığı altında bu bölümde gösterilmiştir.

Dördüncü ve son bölümde ise, çalışmanın amacı, araştırma yöntemi ve kullanılan veri setinden bahsedilmiştir. Analizlerimizde panel veri yöntemini kullandığımız için panel veri analiz yöntemine de değinilmiştir. Bunlara ek olarak çalışmamız için oluşturulan modeller analiz edilmiş ve araştırmanın sonuçları yorumlanarak açıklanmıştır.

Sonuç bölümünde ise, yapılan uygulama sonuçları özetlenerek genel anlamda bir değerlendirmeye yer verilmiştir.

BİRİNCİ BÖLÜM

1. KAR PAYI DAĞITIM POLİTİKASI KAPSAMINDA TEMEL KAVRAMLAR

Çalışmanın birinci bölümünde kar kavramı teriminin yanında, vergi hukuku açısından ve dağıtım yönünden kar kavramı türleri açıklanmıştır.

1.1. Kar Kavramı

Ekonomik amaçların en üst noktasında kar bulunur. Kar, başta işletme sahipleri olmak üzere işletmede çalışanların ve yöneticilerin harekete geçmesini sağlayan en önemli etkidir. Bunun sebebi işletmenin daha çok kar etmesi ile işletme sahiplerinin sermayesini; diğer grupların ise gelirlerini artıracak olmasıdır (Akkuş 2008:24).

Kar sağlamak şirketlerin esas hedeflerinden bir tanesidir. Firmaların faaliyetlerini devam ettirebilmeleri kar sağlamaları ile doğrudan alakalıdır. Firmaların hesap dönemlerini karla kapatmaları yeterli değildir. Sağlanan bu karın ortaklara dağıtım kararı, temettü dağıtılacak ise hangi miktarda dağıtılacağı ve dağıtımın yapılış şekli ile ilgili kararları firma yöneticilerinin vermesi gerekmektedir (Anbar 2006:217).

Karı dar anlamda tanımlamak gerekirse, bir işten sağlanmış olan kazanç diyebiliriz (Yılmaz 1996:443). Bir firmanın belirlenmiş bir dönem için sağlayabileceği toplam karı, mevcut dönemdeki toplam maliyetlerin toplam gelirden çıkarılması ile bulunan miktarına eşittir (Büyükmirza 2016:410).

Başka bir tanıma göre ise kar, belirli bir hesap döneminden sonra sağlanan satış kazancı ile bu kazançta konu olan giderler ve maliyet arasındaki pozitif fark şeklinde tanımlanabilir. Aynı zamanda kar, firmanın mevcut hesap dönemi sonunda ulaştığı öz sermayesinin yine aynı hesap dönemi başlangıcındaki öz sermayesi ile karşılaştırıldığında tespit edilen olumlu fark olarak da tanımlanabilir.

Bir hesap döneminin karı genel kabul görmüş muhasebe ilkelerine göre, net satışlar ile diğer gelirlerin toplamından; faaliyet giderleri, diğer giderler ve satışların maliyetinin toplamının çıkarılması ile “kar” bulunur.

Bulunan bu kara “ticari kar” da denilmektedir. Bu kardan verginin düşülmesi ile bulunan kar ise; “Dağıtımdan Önceki Kar” olarak bilinmektedir (Usta 2008:71).

Mal ve hizmet sağlayan firmaların genel olarak amacı topluma faydalı olmak ve kar sağlamaktır. Bu sebepten dolayı kar sağlamak, firmaların başlıca amaçlarından biri haline gelmektedir. Kar, piyasa bağımsızlığının mevcut olduğu ekonomilerde, farklı üretim dallarına üretim faktörlerinin dağılımını kolaylaştırmaktadır. Üretimin kar sağlamasına göre müteşebbis, üretim yöntemi, üretim miktarı ve ürün çeşidi ile ilgili kararları almaktadır. Bu bakımdan, üretim faktörlerinin üretime yönlendirilmesi için üretimin kar ile sonuçlanması gerekmektedir. Eğer zarar oluşma ihtimali var ise bu durumda üretim faktörleri kullanılmayacaktır. Sonuç olarak, üretim faktörlerinin kullanılmasında uygun ürün çeşitlerinin sağlanması piyasa egemenliğinin yardımı ile gerçekleşmiş ve aynı zamanda üretim kaynaklarının belirlenen bölgelere en iyi şekilde dağıtılacağı da ifade edilmiştir (Omağ 2007:3).

Farklı kar tanımları yapmak farklı bakış açıları ile mümkündür. Kar kavramı tanımlanırken karın tespit edilmesinden çıkarları olanlara göre farklılık gösterebilir. Örnek verecek olursak, Türk Ticaret Kanunu’ndaki (TTK) özel hukuk ilişkilerinin düzenlenmesi sebebi ile üçüncü kişilerin çıkar ve haklarının müdafaa edilmesi önem arz etmektedir. Bunun sonucu olarak, karın olduğundan daha fazla gösterilmesini önlemek amacıyla değerlendirme ile ilgili hükümlerde en üst limitten tanımlamalar yapılmıştır. Bu durum Sermaye Piyasası Kanunu (SPK) bakımından da geçerlidir (Karyağdı 1999:21).

Kar yalnızca firmaların yaşamlarına devam etmelerini sağlayan aynı zamanda onların büyüüp gelişmeleri için gerekli olan bir araç olmamakla birlikte yıllık faaliyetlerin denetlenmesi ve ölçülmesinde muhasebe tekniği açısından tercih edilen önemli bir araçtır. Bunların dışında kar, devlet bakımından vergi almak için başvuru temel kaynaktır. Bazı firmalar karı bir prim aracı olarak görmekte ve elde ettikleri karın bir bölümünü firmadaki çalışanların işlerindeki özeni artırmalarını amaçlayarak çalışanlarına dağıtmaktadır (Sabuncuoğlu ve Tokol 2009:21).

Yapılan bu tanımlar sonucunda karın, zararın ve başabaş noktasının oluşumunu şekil 1.1’deki gibi göstermek mümkündür.

(+)		(-)			
GELİR	>	GİDER	→	KAR	
(+)		(-)			
GELİR	<	GİDER	→	ZARAR	
(+)		(-)			
GELİR	=	GİDER	→	BAŞABAŞ NOKTASI	

Şekil 1.1: Kar, Zarar ve Başabaş Noktasının Oluşması

Kaynak: Demirel 2014:4

Karın tespit edilmesinde başlıca iki tür yaklaşım ele alınmaktadır. Bu yaklaşımlar, gelir (eşleştirme) yaklaşımı ve özsermaye (bilanço) yaklaşımıdır. Gelir yaklaşımına göre, mübadele işlemleri sayesinde gerçekliği yakalanmış net akımları açıklayarak, yapılan giderler ile belirli bir dönemdeki sağlanan hasılatın eşleştirilmesi yoluyla tespit edilmektedir. Kısaca dönem karı, bir dönem içinde elde edilen brüt gelir ile gerçekleştirilen giderin farkı sonucunda ortaya çıkan pozitif farktır. Bilanço yaklaşımına göre kar ise, firmaya eklenen değerler ve çekilen değerler hariç tutulmak üzere, bir hesap dönemi içindeki, firmanın dönem sonundaki özsermayesi ile dönem başı özsermayesi arasındaki pozitif farktır. Özsermayenin sürekliliğinin korunması bilanço yaklaşımının amacıdır (Demirel 2014:6).

Kar kavramını tanımlarken ticari kar ve mali kar olarak ayırmak mümkündür.

1.1.1. Ticari Kar

Türk Ticaret Kanunu'nun belirlemiş olduğu hükümlere göre hesaplanan kara ticari kar denilmektedir. Vergi öncesi kar olarak da bilinen ticari kar tanımlanırken firma gelir tablolarından detaylı şekilde yararlanılmaktadır. Aynı zamanda gelir tablosunda bulunan dönem karı ile aynı anlama sahiptir.

1.1.2. Mali Kar

Mali kar ile ticari kar arasında bazı farklılıklar bulunmaktadır. Mali karın hesaplanması sürecinde vergi yasalarının hükümleri dikkate alınmaktadır. Mali kar vergi yasalarına göre tespit edilirken ticari kar üzerinden bazı eklemeler ve indirimler yapılmaktadır.

Ticari kardan yapılacak indirimler sırasıyla; iştirak kazançları istisnası, intifa senetleri ile kurucu senetlerinden elde edilen kar, yurtdışı ve portföy kazançlarının istisnası, hisse senetleri ihraç primlerinin istisnası, eğitim ve öğretim firmalarından sağlanan kazançlar, iştirak payları ile taşınmazların satışından ortaya çıkan kazançlar, serbest bölge faaliyetlerinden sağlanan kazançlar, geçici istisnalar, zarar indirimleri ve diğer indirimlerdir.

Ticari kara yapılacak eklemeleri ise “Kanunen Kabul Edilmeyen Giderler (KKEG)” ve “Diğer Eklemeler” olarak ayırmak mümkündür. KKEG’nin içerisinde hazırlık dönemi faizleri ve öz kaynağa uygulanan faizler, örtülü sermaye üzerinden ödenen veya hesaplanan faizler, kur farkları, transfer fiyatlandırma yoluyla örtülü dağıtılan kazançlar, vergi, para cezaları, gecikme zamları ve faizler, Vergi Usul Kanunu (VUK) hükümlerine göre ödenen gecikme faizleri ve daha birçok KKEG kalemi ticari kara eklenmektedir. Yapılacak olan diğer eklemelerin içerisinde ise, kullanılmış yenileme fonu, özel karşılığın zararlarının kapatılmasında kullanılmayan kısım, sermaye artışı dışında başka bir hesaba aktarılan ya da firmadan çekilen enflasyon farkı hesabı ve istisna edilen iştirak hissesi ve taşınmaz satış kazancının işletmeden çekilmesi durumları yer almaktadır. Ticari kara bahsedilen eklemeler ve çıkarmaların yapılması sonucunda verginin hesaplanacağı “mali kar” miktarına ulaşılır (Balcı 2012:159-179).

1.2. Vergi Hukuku Açısından Kar Kavramı

Kar kavramını vergi hukuku açısından tanımlanması, sermaye gelirlerinin vergisel olarak saptanmasına ilişkin kuramlara göre yapılmaktadır. Bu kuramlardan biri “kaynak kuramı” diğeri ise “safı (net) artış kuramıdır” (Karyağdı 1999:27).

1.2.1. Kaynak Kuramı

Kaynak kuramı, yatırım sahiplerinin elinde olan üretim faktörlerini (emek, sermaye) üretim sürecine dahil edilmesi karşılığında o dönem içindeki hasılatın elde ettikleri bölümü karşılayan gelir veya kazanç sayılmaktadır (Öncel vd. 2000:239). Bu kurama göre iki önemli özelliğin birlikte kullanılması bir unsurun gelir olarak sayılması için gereklidir. Bu unsurlar ise, belli bir üretim faktörüne devamlılık ve bağlılık unsurlarıdır (Usta 2008:73). Örnek verecek olursak, bir girişimcinin firmasından elde ettiği kar ya da gelir, emek sağlayıcılarının kazandıkları ücretler ve gayrimenkul ve menkul sermaye sahiplerinin elinde bulunan sermaye unsurlarını bir başkasının kullanımına bırakmaları sonucunda elde ettikleri iratlar kaynak kuramına göre geliri ifade eder. Buna karşılık, bağış, miras ve benzeri şekillerde elde edilen gelirler ile gayrimenkul ve menkul sermaye unsurlarının zaman içinde kendi değerlerinde ortaya çıkan artışlar kaynak kuramı açısından gelir kapsamına girmez (Pehlivan 2010:144).

Açıklamak gerekirse; kaynak kuramına göre, bir kişinin daire sahibi olduğunu düşünelim, 10.000.000.000 lira değerli bir daireden yılda 1.000.000.000 lira gelir sağlamaktadır. Sonraki yıl dairenin değerinin 15.000.000.000 liraya ve sağladığı gelirin de 2.000.000.000 liraya çıktığını varsayalım. Daire sahibi olan kişinin ikinci yılda sağladığı 2.000.000.000 liralık irat gelir sayılacaktır. Ancak dairenin değerinde ortaya çıkan 5.000.000.000 liralık yükselme gelir olarak değerlendirilmemektedir (Aksoy 2010:151).

1.2.2. Safi Artış Kuramı

Safi (net) artış kuramına göre gelir; bir kişinin belirli bir dönemde gerçekleşen tüketimleri ile yine mevcut dönemde mal varlığında meydana gelen net artışlardan ortaya çıkmaktadır (Karaca 2007:10). Net artış kuramı vergilendirilecek geliri ele alırken kaynak kuramına göre daha geniş kapsamlı olarak ele almaktadır (Pehlivan 2010:145). Diğer bir ifadeyle, safi artış kuramına göre gelir, kişilerin ellerinde bulunan değerlerdeki her türlü artışı oluşturan fazlalıklar olarak da tanımlanmaktadır (yirmisekiz.net erişim tarihi: 23.11.2018). Kaynak kuramında çok önemli olarak ele alınan üretim faktörüne bağlılık ve devamlılık unsurları net artış kuramı için geçerli değildir (Karyağdı 1999:27). Buna göre, miras, bağış gibi

yollardan sağlanan değerler ile ücret, irat gibi sürekliliği olmayan değerlerde gelir olarak ele alınmaktadır. Net artış kuramı oldukça kesin ve sade bir şekilde görünse de uygulamada bazı zorluklarla karşılaşmaktadır. Çünkü en başta, varlıklarda meydana gelen artışların ekonomik bir faaliyet olmaksızın hesaplanması oldukça zor ve genelde imkansız olmakta, aynı zamanda gelir kavramının son derece geniş şekilde kabul edilmesi vergi mükellefleri açısından tepki ile karşılanmaktadır. Tüm gelişmelere rağmen son zamanlarda net artış kuramına doğru bir kayma olduğu da düşünülmektedir (yirmisekiz.net, 2018).

1.3. Dağıtım Yönünden Kar Kavramı

Sözleşme veya ortakların almış oldukları kararlara dayanılarak elde edilen sonuçların ayırım yerlerinin belirlenmesine dağıtım denilmektedir. Dağıtımın temel konusunu, yaşanan zararların nasıl telafi edileceği veya sağlanan karın hangi alanlarda kullanılmak üzere ayrılacağı belirlenmesi oluşturmaktadır (Karaca 2007:9).

Dağıtım yönünden kar kavramı, firmanın potansiyeline dokunmadan başka bir ifadeyle, firmanın gelişmesini sağlayacak kaynakları saklı tutmak şartıyla, hisse sahiplerine dağıtılabilecek aktif artış olarak tanımlanmıştır (Karyağdı 2002:36).

1.3.1. Temettü (Kar Payı) Kavramı

Temettü kavramı konusunda geçmişten günümüze kadar yapılan tanımlar genel itibarıyla aynıdır. Bir diğer adıyla kar payı, firmaların dönem boyunca sağladığı kazancın pay sahipleri arasında dağıtılması şeklinde tanımlanmıştır (Frankfurter, Wood 2003:3).

Temettü sözlük anlamına bakıldığında kar payı ve kazanç anlamlarına gelmektedir¹. Borsa terimleri sözlüğünde ise temettü, ortakların belirli bir dönem içinde sağlamış oldukları kardan mevcut paydaşların pay alma hakkı olarak ifade edilmiştir. Bahsedilen hak, pay senetlerine bağlı “temettü kuponları” karşılığında ve aynı zamanda pay senedi ibrazına gerek olmadan kullanılmaktadır².

¹ TDK, Büyük Türkçe Sözlük.

http://www.tdk.gov.tr/index.php?option=com_bts&arama=kelime&guid=TDK.GTS.5c0938fd010fc
(01.12. 2018)

² Borsa Terimleri Sözlüğü, Vborsa.com

Temettüyü tanımlarken üç bileşen üzerinde durabiliriz: Bu bileşenlerden ilki temettü kaynağının kar olması gerektiğidir. Başka bir ifade ile temettü kaynağı firmanın kazancıdır. İkinci bileşen ise karın aynı mal olarak dağıtılamayacağıdır. Örnek olarak eğer bir firma otomobil yedek parçaları üretiyor ise firma ortaklarına direksiyonu kar olarak dağıtamayacaktır. Son bileşen ise, karın ortaklar arasında dağıtımını yapılırken pay sahipleri nispetinde, sermayeye olan katkıları oranında olması gerekmektedir.

Fakat unutulmamalıdır ki, firmanın dağıtılabılır karından yalnızca firmanın ortakları pay almamakta, ortakların haricinde yönetim kurulu üyelerine ya da firmanın işçilerine de kardan pay verilebilmektedir.

“Sermaye Piyasası Kanunu’na Tabi Halka Açık Anonim Ortakların Temettü ve Temettü Avansı Dağıtımında Uyacakları Esaslar Hakkında Tebliğ ”inin 13.11.2001 tarihli ve 24582 sayılı Resmi Gazete ’de yayımlanan SPK’nın Seri: IV, No:27 sayısında temettü, “Ortaklara dağıtılacak kar payı” şeklinde tanımlanmıştır. Kar payı ise, “ortaklara ve kara katılan diğer kimselere dağıtılacak kardan bunların her birine düşen pay” şeklinde tanım yapılmıştır. Bunun sonucunda, önceki zamanlarda birbirlerinin yerine sık sık kullanılmakta olan kar payı ve temettü ifadeleri arasında bir fark oluşturulmuştur. Ancak, 23.01.2014 Tarih ve 28891 sayısı ile Resmi Gazete ’de yayınlanmış olan II-19.1 sayılı Kar Payı Tebliği ile 6362 sayılı SPK’da ve Seri IV, No:27 sayılı Tebliği yürürlükten kaldırılmıştır. Güncel olan Tebliğ’de temettünün tanımı yapılmazken kar payı “Genel kurulca belirlenen politika çerçevesinde hesap dönemi itibari ile net dönem karı ve kar kavramına konu edilebilecek diğer kaynaklar üzerinden ortaklara ve kara katılan diğer kişilere genel kurulca dağıtılmasına karar verilen tutarı” şeklinde ifade edilmiştir (Karacan ve Erişir Karacan 2016:167).

İster büyük, ister küçük ya da uluslararası olsun; özel sektörde faaliyet gösteren tüm firmaların, faaliyet amaçları ve diğer kuruluş amaçlarının yanında, en önemli ve işletme yaşamını sürdürmeleri için en gerekli ihtiyaç kardan. Kar, firmaların sermaye kullanım etkinliğinin ve firma başarısının bir sonucudur fakat kar bir başına çok anlam ifade etmez. Burada önemli olan nokta karın hangi şekilde

kullanılacaktır. Tam bu aşamada kar payı kavramı ve önemi karşımıza çıkmaktadır. Kar payı, hisse sahiplerinin işletmeye aktarmış oldukları sermayeden dolayı hisse sahiplerinin almaya hak kazandığı getiridir (Aydın, Başar, Coşkun 2017:293). Bir başka tanıma göre kar payı, pay sahiplerinin firmaya sağladıkları yatırıma karşılık hesap dönemleri sonundaki net kardan aktarılan artık değerdir. Pay sahipleri iki çeşit kazanç beklentisine göre yatırım yapmaktadırlar (Okka 2009:531).

- 1) Pay senetlerinin değerinin artmasıyla sağlanan alış ve satış değerleri arasındaki olumlu fark olan sermaye kazancı.
- 2) Hesap dönemi sonunda nihai kardan ödenen bir pay olan kar payıdır.

Kar payı ödemesi, hesap dönemi sonundaki nihai kardan vergi, geçmiş senelerin zararları vb. çıkarılmak şartıyla hesaplanan dağıtılabilir net kardan yapılmaktadır (Demirel 2014:6).

Temettü kavramı çok eski firma tüzüklerinde kullanılmamasına rağmen, ekonomik açıdan varlığını çok eski zamanlardan beri firmaların bünyesinde oluşturmuştur. Hem İngiltere’de hem de ABD’de Kurulu firmaların temettü kavramının hukuki ve ekonomik niteliğini oluşturduğu bir dönemde, temettü kavramının ilk defa kullanılması ve temettünün hangi kaynaktan finansmanının sağlanacağını belirtmesi anlamlıdır. Kullanılan ilk temettü kavramlarından birine örnek verecek olursak 1565 senesinde İngiltere Krallığı bünyesinde kurulan bir maden firması kurucusunun yapmış olduğu, bir şirkete katılmanın anlamı olarak şirketin sağladığı kazanç ve emtiadan kar payı yani temettü kazancı almak olduğuna ilişkin açıklaması gösterilebilir (Kehl 1939:38).

Firmalar, pay senetlerinin piyasa değerini koruyabilmek veya artırmak amacı ile pay sahiplerinin beklentileri doğrultusunda, belirli bir tutardaki kar payını (dividend) dağıtmak durumundadırlar. Bu dağıtım iki şekilde yapılabilir, dağıtımı nakit olarak yapmak veya eski pay sahiplerine yeni pay senetleri ihraç ederek bedelsiz pay verilmesi yöntemi ile olabilmektedir (Özdemir 1999:417-418). Kar payı politikası, pay sahiplerine işletmenin içinde bulunduğu ve gelecekte oluşacak performansı hakkında bilgi oluşturur ve pay sahiplerine olan nakit akışının kaynağını temsil eder (Gitman 1992:561). Kar payı yalnızca elde edilen kazançlardan ve pay sahiplerine dağıtılmayarak bekletilen karlardan dağıtılabilir. Sermaye payları ya da

pay senetlerinin üzerinde yazan (nominal) değerin üzerindeki değer toplamlarından yapılan kar payı dağıtımı mümkün olmamaktadır (Berk 2000:316).

İşletmeler hesap dönemi sonunda elde etmeyi başardıkları karların bir kısmını dağıtılmayan karlar ve ihtiyatlar adı altında işletmede bırakırken diğer bir kısmını pay sahiplerine kar payı olarak dağıtırlar. İşletmeler kar durumlarını, nakit ihtiyaçlarını, gelecekte karlılıklarında olmasını bekledikleri azalış ve artış durumlarını, borç durumlarını, yatırım projelerinin bulunma durumunu, büyüme hedeflerini, yeni pay senedi çıkarıp çıkarmayacaklarını, vb. sebepleri göz önüne alarak en uygun olacak kar payı dağıtım politikasını belirlemeye çalışırlar (Okka 2010a:180).

Finans yöneticisinin asıl hedefi firmanın değerini en üst seviyeye çıkarmaktır, bunun için kar payı politikalarını, finanslama ve yatırım olan kaynak oluşturmanın üç ana politikasına önem verilmelidir. Bu üç ana etmeden biri olan kar payı politikası, işletmenin karlarının dağıtılması ya da işletme bünyesinde bekletilerek dağıtılmaması ile yeniden yatırım olarak kullanılması hakkındaki kararları içermektedir (Konak ve Kendirli 2013:92). İşletmelerin kar dağıtım yani temettü politikasından anlamamız gereken, elde edilmiş olan net karın, yedek akçeler (dağıtılmamış karlar) ve ortaklar arasındaki dağılımını belirlemesidir (Akgüç 1998:777). Bir başka ifade ile kar payı dağıtım politikası hem firmanın elde etmiş olduğu senelik karlarının ne kadarının firmanın bünyesinde tutulacağını ve oto finansmanda kullanılacağını gösterir hem de yine senelik karların ne kadarının pay sahiplerine dağıtılacağını göstermektedir(Okka 2009:531).

Daha önce de belirtildiği gibi kar payı dağıtım politikası, işletmelerde, elde edilmiş net kardan hangi miktarda pay sahiplerine nakit kar payı olarak dağıtılacağı, hangi miktarının ise firmada alıkonacağının kararlarını içermektedir. İşletmede sermaye yapısının belirlenmesi ile birlikte ihtiyaç duyulacak olan fonların öz kaynaklar ile karşılanması planlanan bölümünün temel kaynağını dağıtılmayan karlar oluşturmaktadır. Doğal olarak kar payı dağıtım politikasının işletmenin finansman politikası için ayrılmaz bir parça olduğu görülmektedir (Saban, Köse 2002:145).

Firmalarda yatırım sahipleri firma yöneticilerine göre daha kısa vadeli olarak düşünürken, firma yöneticileri yatırımcılara göre daha uzun vadeli düşünmektedir.

Bu sebeple pay sahipleri yapmış oldukları yatırımların karşılığını istikrarlı temettü ödemeleri ile almak istemekteyken firma yöneticileri karı firmanın bünyesinde tutarak yapılacak yatırımların finansmanında değerlendirmeyi istemektedir. Böyle bir durumda firma yönetiminden sorumlu kişiler, firma menfaatleri ile pay sahiplerinin beklentilerini gözeterek bu unsurlar arasında bir denge kurmak durumundadır (Çelik 2013:115).

Paydaşların bir kısmı kar paylarının anında ödenmesini ister. Fakat finans yöneticisi karların bir kısmını yatırım yapmak amacı ile firma bünyesinde bırakmak isteyecektir. Bunun nedeni karların banka kredileri, tahvil, dağıtılmamış karlar gibi dış fonlara olan ihtiyacı azaltan hazır bir fon kaynağı olmasıdır (Tevfik, Tevfik 2018:215). Pay sahiplerinin değeri veya refahı, bir firmadaki pay sahiplerinin yatırımları sonucunda pay senedi performansı ve kar payı dağıtımındaki yükseliş sonucu sağlamış olduğu faydadır (Hawes 2002:1).

İKİNCİ BÖLÜM

2. KAR PAYI DAĞITIM POLİTİKALARINI ETKİLEYEN FAKTÖRLER

2.1. Yasal Sınırlamalar ve Kurallar

Yasa hükümleri çerçevesinde ve şirket sözleşmelerinde belirtilen esaslardan yola çıkarak, genel kurul tarafından kar payı dağıtımının hangi oranlarda olacağı açıklanmaktadır. Temettü dağıtımını ilgilendiren yasal düzenlemeler ülkemizde Sermaye Piyasası Kanunu (SPK) ve Türk Ticaret Kanunu (TTK) ile oluşturulmaktadır (Güngör 2012:76).

TTK'nin 3794 sayısına göre kar payı ile ilgili temel ilkeler üç tanedir. Bu ilkeler: Firmanın borçlarını ödeme yeteneğine sahip olma ilkesi, net kar ilkesi ve esas sermayenin temettü dağıtımından olumsuz bir şekilde etkilenmemesidir. Firmanın borçlarını ödeme yeteneğine sahip olma ilkesi, firmaların borçlarını ödeme yeteneğine sahip olmadığı durumlarda kar payı dağıtımını sınırlayan niteliktedir. Firmalar ilk olarak borçlarını ödemelidir. Net kar ilkesine göre ise, firmaların kar sağlayamadığı durumlarda ve geçmiş yıllara ait kar da mevcut değilse ortaklara kar payının dağıtılmayacağı ifade edilir (Taşçı 2017:14-15). Üçüncü olarak esas sermayenin temettü dağıtımından olumsuz şekilde etkilenmemesine yönelik olan ilke ise, kar payı dağıtımının esas sermayeden yapılmasına engel olmak için düzenlenmiştir (Güngör 2012:77).

2.1.1 Şirket Ana Sözleşmeleri

Şirket ana sözleşmelerine kar payı dağıtım politikasını belirleyici hükümler konulmaktadır. Bu hükümler kar payı dağıtım politikasını doğrudan etkilemektedir. Ancak dikkat edilmesi gereken konular da vardır. Konulan hükümlerin kanunlarla çelişmemesi çok önemlidir. Bu doğrultuda şirket ortakları istediklerinde sözleşme hükümlerinde değişikliğe giderek kar payı dağıtım politikasına etki edebilmektedirler (Sandıkçı 2014:38; Engin 2006:55).

2.1.2. Vergi Etkisi

Şirketlerin temettü dağıtım politikasını etkileyen en önemli unsurlardan bir tanesi de vergi etkisidir. Şirketler temettü dağıtımının yapılıp yapılmayacağına ya da hangi miktarda temettü dağıtımının yapılacağına karar verirken, pay senetlerinden sağlanan sermaye kazancına dair vergi oranı, pay sahiplerinin hangi vergi dilimi içinde buldukları veya dağıtılan temettüye dair vergi oranı gibi unsurları değerlendirmektedir (İleri 2016:26-27).

Şirket pay sahiplerinden yüksek vergi dilimlerinde bulunanlar, kar dağıtımının yapılmayarak şirket bünyesinde tutulmasını isteyebilirler. Şirketin kar payı dağıtması durumunda yüksek vergi diliminde bulunan pay sahiplerinin alacağı kar miktarı yüksek vergi oranı ile değerlendirileceği için daha az miktarda kar alacaklardır. Görüldüğü üzere kar payı dağıtım kararları üzerinde vergi etkisi büyük önem taşımaktadır (Güngör 2012:77).

2.1.3. Şirketin Borçluluk Durumu

Finansal özellikleri sebebiyle borçların ödenmesi bir zorunluluk durumundadır. Firmalar almış oldukları borçları iki yöntem kullanarak ödeyebilirler. Bunlardan biri refinasman olarak da bilinen yeniden borçlanma yoluyla önceki borçlarını ödemekken bir diğeri firma faaliyetleri sonunda elde ettiği kaynakları borçların ödenmesinde kullanmasıdır.

Büyük miktarlarda borcu bulunan firmalar tarafından, firma faaliyetleri sonunda sağlamış olduğu fonların, kar payı ödemesinde kullanmak yerine, mevcutta bulunan borçların ödenmesi için değerlendirilmesi o firmanın geleceği ve sahip olduğu varlıkları bakımından gereklilik göstermektedir. Borçları bulunmasına rağmen nakit temettü dağıtan firmaların yeniden borçlanmaları büyük olasılık taşımaktadır (Ghollenji 2015:33-34).

2.1.4. Şirketin Likidite Durumu

Firmaların cari ve geçmiş yıllardaki sağlamış olduğu karlarını nakit şekilde elinde bulundurması karlılık ilkesi gereği beklenemez. Özellikle fiyatların sürekli arttığı yüksek enflasyonun olduğu dönemler için firmaların karlarını atıl olarak bekletmesi söz konusu değildir. Dolayısıyla firmalar çalışma sermayesini oluşturan

bilanço kalemlerine karlarını harcamaktadır. Sonuç olarak, bir firmanın likidite durumu kar payı dağıtım kararlarında oldukça önemli bir etkidir. Kar payı dağıtımları nakit çıkışlarını ifade ettiği için, bir firmanın genel likiditesi ve nakit pozisyonu arttıkça kar payı ödeme yeteneği artacaktır (Kartal 2018:459; Horne, Wachowicz 2008:482).

2.1.5. İstikrarlı Kar Dağıtımı

Yatırım sahipleri bir firmanın yalnızca kar payı ödeme oranına bakmamakta, aynı zamanda istikrarlı bir şekilde kar payı ödemeleri olup olmadığına da dikkat etmektedir. İstikrarlı kar payı dağıtım politikası izlendiğinde pay senetlerinin piyasa değerinde artış olacağına düşünülmesi kar payı dağıtımındaki istikrar faktörünü ön plana çıkarmaktadır (Demirel 2014:27).

Bir firmanın geçmiş dönemlerdeki satış ve karları eğer istikrarlı ise gelecek dönemlerdeki karı daha tutarlı oralar tahmin edebilme olanağı yüksektir. Bunun sonucunda istikrarlı şekilde kar sağlayan firmalar, karları ve satışlarında dalgalanma olan firmalara bakarak sağladıkları karın daha fazla kısmını kar payı olarak ödeyebilirler. Dalgalı kar sağlayan firmalar gelecek dönem karlarını sağlıklı olarak tahmin edemeyecekleri için, karlarının yüksek olduğu dönemlerde, karın büyük bir bölümünü yedek akçe olarak ayıracaklardır. Karın düşük olduğu dönemlerde ise önceki ayırmış oldukları yedek akçeleri kar payı dağıtımında değerlendireceklerdir (Akgüç 1998:786).

2.1.6. Şirketin Büyüme Oranı (Hızı)

Genellikle hızlı büyümek isteyen firmalar yapacakları yatırımlara daha fazla finansman ayırmak zorundadırlar ve bu yüzden fon ihtiyaçları fazla olacaktır. Daha çok gelişmekte olan firmalar için geçerli olan bu durum, doğal olarak firmaları yatırım fonlarını şirket içerisinden sağlamaya yöneltecek bu da karların dağıtımını sınırlandıracaktır. Fakat gelişme sürecini tamamlamış, Pazar payını maksimize etmiş yani doygunluğa ulaşmış firmalar içinde büyüme hızı düşecektir. Buna rağmen, bu seviyeye gelmiş firmaların kar payı ödeme oranları sektörlere göre değişmekle birlikte %40-60 civarında gerçekleşmektedir. İşletmelerin bu oranlarda temettü ödemesi, pay senetlerine olan ilgiyi artırmaya dönük olduğu düşünülebilir (Berk 2017:446; Sandıkçı 2014:42; Karaca 2007:135).

2.1.7. Yeni Yatırım Planları

Kar payı dağıtımını etkileyen faktörlerden bir tanesi de firmanın yatırım planlarıdır. Özellikle borçlanma yetenekleri sınırlı olan firmalar için, yeni yatırımların finansmanında karların büyük bir bölümünün kullanılması kaçınılmaz olmaktadır. Bu mecburiyet sermaye piyasasına başvurma imkanı bulunan firmalar için daha az olsa da, böyle bir imkana sahip olmayan firmalar için kesinlikle dikkate alınması gereken bir unsurdur. Bu durum ülkemiz için büyük öneme sahiptir. Çünkü sermaye piyasasının tam anlamıyla gelişmemesinden dolayı, firmalar sermaye piyasasına istedikleri zaman rahatlıkla başvurma şansına sahip olmamaktadır (Kaba 2009:59-60).

2.1.8. Belirsizlikler

Pay sahiplerinin firmalara güven duymaları o firmaların finansal dayanıklılığı ile ilgilidir. Eğer bir firmanın finansal olarak sağlamlığı belirsiz ise pay sahipleri firmaya güven duymayabilirler. Firmalar böyle olumsuz durumların yaşanmaması veya ortadan kaldırılması ve firma imajını iyileştirmek adına kar payı dağıtımını yapmayı tercih ederler. Bu sayede pay sahiplerinin firmaya dair güvenirliliği ve finansal sağlamlığı konusundaki olumsuz bakış açıları ortadan kalkacaktır. Bu sebeple sermaye piyasalarında fazla güvenilmeyen firmalar, bu durumu değiştirmek ve güven kazanmak için daha fazla miktarda kar payı dağıtmayı düşüneceklerdir (Berk 2017:446; Güngör 2012:79).

2.2. Kar Payı Dağıtım Politikası Türleri

Firmaların kazandığı kar miktarları hiçbir dönemde geçmiş yıllar ile aynı seviyede olmaz. Fakat firmalar yatırım sahiplerini tatmin edici seviyede ve düzenli olarak yatırımcıların gözündeki değerini artırmak için kar payı dağıtımını yapmalıdırlar.

Firmalar kar payı dağıtım politikasını planlarken, bugün dağıtılacak kar payı miktarıyla, gelecekteki büyüme oranı arasında iyi bir dengenin sağlanması sonucu, firmanın pay senetlerinin piyasa değerinde bir artış olmasını amaçlamalıdır (Şanlı 2018:16).

Genel anlamda, firmalar tarafından benimsenmiş kar payı dağıtım türleri aşağıda açıklanmıştır.

2.2.1. Sabit Tutarda Kar Payı Dağıtım Politikası

Sabit tutarda kar payı dağıtım politikasındaki amaç yıllar itibariyle kar payının aynı miktarda dağıtılmasıdır. Firmanın elde etmiş olduğu karın önceki yıla göre düşük veya yüksek olması bir şeyi değiştirmemekte, firma her yıl aynı miktarda temettü dağıtımını yapmaktadır. Sabit tutarda kararlı bir şekilde temettü dağıtım politikası uygulayan firmalar yatırım sahipleri tarafından daha güvenilir görülmekte ve böyle firmaların hisse senetlerine olan talep piyasada artış göstermektedir (Engin 2006:60).

Her sene sabit tutarda kar payı dağıtımının yapılması tasarruf sahipleri açısından gelecekteki belirsizlikleri düşürerek daha cazip görünmesine karşın bu şekilde olan bir temettü dağıtımını hisse senetlerini sabit kazanç sağlayan bir menkul kıymete çevirmektedir (Akgüç 1994:769).

2.2.2. Sabit Oranda Kar Payı Dağıtım Politikası

Pay senedi başına sabit oranda kar payı dağıtımları, genellikle halka açık olmayan anonim ortaklıklarda özümseir. Halka açık olmayan anonim şirketler bu durumu şirket ana sözleşmesinde de belirtmiş olabilir. Şirket ana sözleşmelerinde böyle bir karar alınması, çoğunlukla küçük ortakların da kar payı dağıtımından yararlanmasını sağlamak adınadır. Halka açık anonim şirketlerin esas sözleşmelerinde böyle kararların bulunmamasının yanında halka açık şirketlerin elde etmiş olduğu karın belirli bir oranını kar payı olarak dağıtma politikası geliştirdikleri görülmektedir. Bu şekilde bir politika uygulayan halka açık anonim şirketler her ne kadar her yıl için dağıtılacak kar payı oranını elde edilen toplam yıllık kar miktarı ne olursa olsun sabitlemeler de hisse başına dağıtılacak kar payı miktarı yıllara göre farklılık gösterecektir. Bu sebepten dağıtılan kar payı miktarına göre pay senetlerinin değeri de olumlu veya olumsuz şekilde etkilenecektir (Ghollenji 2015:36).

2.2.3. Artık Kar Payı Dağıtım Politikası

Artık temettü dağıtım politikasında firmalar kazanmış oldukları karı eğer temettü dağıtımından daha karlı bir yatırım fırsatı bulunmakta ise firma bünyesinde

birakmakta, eğer daha karlı bir yatırım fırsatı bulunmuyor ise temettü olarak pay sahiplerine dağıtmaktadır. Örnek verecek olursak, firmanın yatırım yapması durumunda elde edeceği karlılık oranının % 25 olacağını düşünelim. Eğer pay sahipleri %20 karlılık oranı ile yatırım yapacak ise firmanın kar payı dağıtım yapmaması ve karı firma yatırımları için kullanması daha iyi olacaktır. Fakat pay sahipleri %30 karlılık oranı ile yatırım yapma olanağına sahip ise bu durumda firmanın kar payı dağıtım yapması ve pay sahiplerinin bu kazancı yatırımlarında kullanması daha karlı bir durumdur. Firmalar açısından daima karlı yatırım olanaklarının olmadığı göz önüne alındığında artık temettü dağıtım politikası kullanışlı bir politikadır. Eğer firmalar bu politikayı uygular ise pay sahiplerine ödenecek olan temettü yıllara göre değişiklik gösterecektir. Firmalar açısından bu politikanın kullanılması pay sahiplerinin memnun olması durumunda optimal ve faydalıdır (Kartal 2018:462; Armağan 2007:4).

2.2.4. İstikrarlı Kar Payı Dağıtım Politikası

Firmalar genellikle temettü dağıtım oranlarını düzenlerken, pay sahiplerinin istikrarlı bir şekilde gelir elde etmesini isterler. İstikrarlı temettü dağıtımından anlatılmak istenen durum, kar paylarının dönemler içinde azalma göstermeden belirli bir seviyeyi muhafaza etmeleri ve aşırı hızlı olmasa da belirli bir düzeyde artış eğilimi göstermesidir. İstikrarlı kar payı dağıtımının uygulanması tasarruf sahipleri için risklerin düşük olduğu şeklinde yorumlanmaktadır. Bu politikayı uygulayan firmaların pay senetleri değerinin, kar payı dağıtımını sabit oranlı gerçekleştiren fakat kar oranlarındaki düzensizlik sebebiyle istikrarlı olamayan şirketlerin pay senetlerinden daha değerli olduğu görülmektedir.

Bu politikanın uygulanabilmesi için firmaları tarafından alınan bazı önlemler geliştirilmiştir (Bölük 2015:82; Bolak 2014:267-268). Bunlar:

- Cari kar payı dağıtım oranını, kar artışında süreklilik sağlanmadan yükseltmemek,
- İşletme karlarının arttığı sürece, artan karı tamamını hemen dağıtmamak ve kar payı dağıtım oranını kademeli şekilde adım adım yükseltmek,

- Kar miktarlarında uzun süreli yaşanan dikkate değer azalışlar olmadığı sürece kar payı dağıtım oranını değiştirmemektir.

2.2.5. Uzlaşmaya Dayanan Kar Payı Dağıtım Politikası

Bazı şirketler, sabit kar payı dağıtımının yanında ek bir kar payı dağıtımına da firmanın gösterdiği olumlu performansa göre gitmektedir. Kar payı miktarı genellikle uygulamada sabit miktarda ve düşük seviyede tutulmaktadır. Yatırımcılar için ise asıl ilgi gören nokta yapılan ödemelerin ekstra ödemeler olmasıdır. Bundan dolayı bu politikanın esnek olması zorunludur (Berk 2017:445).

Bu şekilde yapılan kar payı dağıtım politikalarında firmalar, düşük bir kar payı miktarı veya oranı belirlemekte, bu kar payı miktarı ya da oranına her yılki net kar durumuna göre eklemeler yapmaktadır. Bu politikada her yıl yapılan kar payı dağıtımı, belirli bir seviyenin altına düşmemek şartıyla dalgalanma gösterecektir. Bu sayede pay sahiplerine asgari bir kazancın yanında, değişen miktarlarda ek kazanç sağlama olanağı sunmaktadır (Demirel 2014:34).

2.2.6. Sabit Tutarda Kar Payı Dağıtım ve Eklemeler

Firmalar karlı dönemlerde aylık veya altı aylık yapmış olduğu düzenli kar payı ödemelerinin yanında ek olarak kar payı dağıtım ilanı ile firmanın nakit dağıtımını artırabilir. İşletme, tasarruf sahiplerinin belirlenmiş kar payı oranında bir artış beklememeleri için ek kar payı ilan etmektedir. Bu durum bilhassa dalgalı gelirleri bulunan işletmeler bakımından uygundur (Ünsal 1998:63).

Sabit tutarda temettü dağıtım ve eklemeler politikası sabit tutarda temettü dağıtım politikası ve sabit oranda temettü dağıtım politikasının birleşiminden oluşmaktadır. Genellikle elde edilen kar miktarının dönemlere göre değişiklik gösterdiği firmalar tarafından kullanılmaktadır. Firma, pay sahiplerine düzenli şekilde ve düşük miktarda kar payı dağıtımını yapmakta, firmanın yüksek kazanç sağladığı dönemlerde ise ek kar payı dağıtımını yapılmaktadır (Kaplanoğlu 2005:70).

2.3. Kar Payı Ödeme Şekilleri

Kar payı ödeme şekilleri genel olarak nakit, hisse senedi, şirketin kendi hisse senetlerini satın alarak ve hisse senetlerinin bölünmesi ile kar payı dağıtımını yapılmasıdır. Ülkemizde bu dört yöntem daha fazla tercih edilmekteyken yurtdışında

ayni temettü, tasfiyeden temettü ve intifa senedi temettü gibi diğer temettü şekilleri de kullanılmaktadır. Aşağıda temettü ödeme şekilleri kısaca açıklanacaktır.

2.3.1. Nakit Kar Payı Ödemesi

Firmanın pay sahiplerine yaptığı nakit ödemelere nakit kar payı ödemesi denir (Brealey vd. 1997:438). Firmalar tarafından en çok tercih edilen yöntem nakit kar payı ödeme yöntemidir. Fakat firmalar, nakit mevcutları yeterince bulunuyorsa bu yöntemi kullanabilirler. Firmanın likidite durumu bu yöntemde nakit çıkışına ihtiyaç olduğu için oldukça önemlidir. Kar payının nakden ödenmesinden önce firmanın likidite durumu ciddi şekilde analiz edilmeli ve eğer uygun ise bu yönteme karar verilmelidir. Kar payı ödemesi pay sahiplerinin gelirlerinde artışa neden olurken, firma aktiflerinde ise belli bir azalmaya sebep olmaktadır (Bolak 2014:268; Usta 2008:85; Frankfurter, Wood 2003).

Kar payı nakit ödenirken genel olarak şu aşamalardan geçmektedir; firma ilk olarak pay başına ödenecek kar payı tutarını ilan eder. Daha sonra pay sahiplerinin başvuruları belirli tarihler arasında kabul edilir. Son olarak ise firma, pay sahiplerine belirlenen daha ileri bir tarihte nakit olarak kar payı ödemesini gerçekleştirir (Türko 2002:531-532).

2.3.2. Pay Senedi Olarak Kar Payı Ödenmesi

Yatırım sahiplerine nakit kar payı dağıtmak yerine ek pay vererek kar payı dağıtılmasıdır. İlk zamanlarda, likidite sıkıntısı içinde bulunan şirketlerce istikrarlı nakit kar payı yerine kullanılmıştır. Günümüzde bu politikanın amacı, piyasada bulunan pay senetlerinin sayısını artırarak payın piyasadaki değerinin düşürülmesidir. Piyasa fiyatının oldukça yüksek olmasından dolayı işlem hacmi gerileyen şirketlerin, piyasa fiyatlarını indirerek pay satışlarının sayısını artırmak hedefiyle uygulanan bir yöntemdir.

Bu yöntemde pay senetlerinin sayısı maliyet olmaksızın artarken aslında toplam öz kaynakta değişiklik olmamaktadır. Başka bir ifadeyle, toplam pay sayısı artmakta; bu şekilde diğer tüm etkenler sabit bırakıldığında hem gelirler, hem kar payları hem de pay başına fiyatlar düşecektir (Brigham ve Houston 2014:499-500). Pay başına kar, pay miktarındaki artıştan dolayı düşse de, pay sahiplerinin elinde daha çok pay olacağı için toplamda alacakları kar payı miktarı aynı kalacaktır. Pay

sahipleri, belirlenmiş hisse kar payı oranıyla mevcut bulunan hisseler ek olarak yeni hisse alırlar. Bu hisseler firmanın ihtiyaç duyduğu nakde göre satılabilir. Bu işlem sonunda şirketin yalnızca sermaye yapısı değişirken, toplam öz kaynağında herhangi bir değişiklik olmayacaktır. Bu yöntemdeki asıl hedef hisselerin piyasa fiyatının düşürülmesini sağlamaktır. Fakat yüksek oranlı kar payı ödemelerinde bu yöntem mümkünken pratikteki düşük oranlı kar payı ödemelerinde pek mümkün olmamaktadır (Taşçı 2017:17-18).

2.3.3. Şirketin Pay Senetlerini Geri Satın Alarak Kar Payı Ödemesi

Firmalar bu yönteme göre dağıtacağı kar payı miktarında firmaya ait olan pay senetlerini satın almakta ve sermayede azaltmaya gitmektedir. Pay başına kar miktarı pay senedi sayısındaki azalmadan dolayı artmakta, pay sahiplerinin sermaye kazancı da, her ne kadar kar payı alamıyor olsalar bile pay senetlerinin piyasa değerindeki artıştan kaynaklanmaktadır. Firma satın alma sürecini ya pay senetlerini piyasadan direkt satın alarak gerçekleştirmekte ya da ilan vererek teklif yoluyla pay senetlerinin satın alma işlemini yapmaktadır. Türk Ticaret Kanunu firmaların %10'u geçmemesi koşuluyla kendi paylarını satın almasına izin vermektedir. Firmanın satın aldığı pay senetleri ilerleyen zamanlarda büyüme, birleşme süreçlerinde kullanılabilir³(Okka 2010b:479-480).

Bir örnek vererek açıklayabiliriz:

Örnek 1. Yıldız A.Ş.'nin yıl içindeki net karı 10.000.000 lira, ihraç edilmiş olan pay senedi miktarı 1.250.000 adettir. Pay senetlerinin piyasa fiyatı 36 lira iken teklif yöntemiyle 38 liradan 150.000 adet pay senedi alınmıştır. Buna göre pay senetlerinin yeni fiyatı ne olmalıdır?

Firmanın net karı 10.000.000 lira ve pay senedi miktarı 1.250.000 adettir. Pay başına kar 8 liradır. Bundan dolayı F/K oranı 4,5 bulunacaktır. Firma eğer 2 lira kar payı ödeyeceğini duyurmuş ise pay senedinin fiyatı 38 lira (36+2) olacaktır.

Firma 150.000 adet pay senedi alacağı için senet miktarı 1.100.000 olarak değişecek ve pay senetlerinin fiyatı 40.90 liraya çıkacaktır. Pay sahiplerinin kazancı

³<http://www.kardemymm.com.tr/vitamin/sirketin-kendi-paylarini-satin-almasi-durumunda-hassas-vergi-konulari/> (11.02.2019)

kar payı olarak değil sermaye kazancı olarak yansıyacaktır. Bu yöntemlerden hangisinin tercih edileceği konusunda vergi faktörü büyük rol oynamaktadır.

	Pay senetlerini satın almadan önce	Pay senetlerini satın aldıktan sonra
Net Kar	10.000.000	10.000.000 Lira
Pay senedi sayısı	1.250.000	1.100.000
Pay başına kar	8	9.09
F/K Oranı	4,5	4,5
Pazar değeri	36	40.90
Beklenen kar payı	4,9	0

2.3.4. Pay Senetlerinin Bölünmesi

Pazar değeri yüksek olan pay senetlerinin, alım-satımı sermaye piyasasında güçleşir. Pay senetlerinin itibari değerinin belirli bir oranda düşürülerek pay senedi sayısının artırılması, sermaye piyasasındaki pay senetlerinin işlem hacminde meydana gelen daralmanın önüne geçmek için yapılmaktadır. Bu yöntem ile pay sahiplerinin elinde bulunan pay senetlerinin miktarında artış olur; fakat pay senetlerinin itibari değerlerinde de aynı oranda düşüş meydana gelecektir. Bu sebeple aslında pay sahiplerinin paylarında herhangi bir değişim olmayacaktır.

Pay senedinin bölünmesi esas itibariyle, şirketlerin likiditesini artırmak hedefiyle kullanılan bir uygulamadır. Çünkü şirketlerin pay senetlerinin fiyatı çok yükselmiş ise şirket likiditesi bu durumdan olumsuz şekilde etkilenecektir. Bu sebepten dolayı şirket yönetimi bu yöntemi kullanarak pay senetlerinin bölünmesini isteyebilir (Arslan 2016:31-32).

2.3.5. Diğer Kar Payı Ödemeleri

Diğer kar payı dağıtım şekillerini aynı kar payı, tasfiyeden kar payı ve intifa senedi kar payı olarak açıklamak mümkündür. Bu kar payı dağıtım şekilleri ülkemizde çok sık kullanılmadığı için kısaca açıklanacaktır.

2.3.5.1. Aynı Kar Payı Ödemesi

Uygulamada pek karşımıza çıkmasa da aynı olarak kar payı dağıtımını bazı işletmeler yapmaktadır. Bu işletmeler pay sahiplerine kar payı olarak üretmiş oldukları malları vermektedirler. Bu durumu daha çok işletmenin bayisi olan ortaklar tercih etmektedir (Apak, Demirel 2013:287).

2.3.5.2. Tasfiyeden Kar Payı Ödemesi

Bir firmanın tasfiyeye gitmesi, işletme bünyesinde bulunan varlıkların tamamını veya bir kısmını cari fiyatlarla satmasını ifade etmektedir. Bu işlemde sonra sağlanan gelir, firmanın borçları kapatıldıktan sonra pay senedi miktarına bölünerek pay sahiplerine kar payı olarak ödenebilir (Gürel 2008:39).

2.3.5.3. İntifa Senedi Verilerek Kar Payı Ödemesi

Bazı firmalar, pay sahiplerine intifa senetleri vermek suretiyle kar payı ödemesi yapmaktadır. Bu yöntemin kullanıldığı kar payı ödemeleri uygulamada pek görülmemektedir (Ceylan, Korkmaz 2010: 274). Özellikle firma kurucularına verilen intifa senetleri, temel sermayeye katılım söz konusu olmadan, senet sahiplerine yani çıkarılacak olan pay senetlerini alma ya da tasfiye bakiyesine ve net kara katılma hakkı tanıyan kıymetli evraklardır (Boztosun 2006:106).

2.4. Kar Payı Dağıtım Politikasının Firma Değeri Üzerine Etkisine İlişkin Görüşler

2.4.1. Kar Payı İlişkisizlik Yaklaşımı

Modigliani-Miller yaklaşımı olarak da bilinen bu yaklaşıma göre şirketin kar payı dağıtım alternatiflerine karşı yatırım sahipleri duyarlıdır. Bu sebeple şirketin değeri üzerinde yapılacak olan kar payı dağıtım politikalarının etkisi herhangi bir şekilde olmayacaktır. Bu durumun sebeplerini Modigliani ve Miller şu şekilde açıklamışlardır; şirket kazandığı karı dağıtmadığı takdirde, yatırım sahipleri kar paylarını elde edebilmek adına pay senetlerini satacaklardır. Bu sayede yatırım sahipleri almayı istedikleri kar paylarını bu şekilde elde etmiş olurlar. Şirketin kar payı dağıtmayarak karı içerde bırakması ile yükselmiş olan piyasa değeri, pay sahiplerinin yaptığı bu satışlar ile önceki seviyesine iner. Yatırım sahipleri elde ettikleri karlarını yine şirkete yatırarak kar paylarını şirketin kullanımına sunma

tercihinde de bulunabilirler. Sonuç olarak şirketin kar payı ödemelerinin şirket değerine olan etkisini, yatırım sahiplerinin sermaye piyasası üzerindeki nakit akımlarını etkileyici gücü minimize etmektedir (Omağ 2016:15; Sevinç 2008:50).

2.4.2. Eldeki Kuş Yaklaşımı

Gordon-Lintler yaklaşımı olarak da bilinen eldeki kuş yaklaşımına göre yatırım sahipleri, bugün elde etmelerinde herhangi bir risk bulunmayan kar payını gelecekte elde edebilecekleri fakat bu durumun riskli olduğu sermaye kazancına tercih etmektedirler. Risk faktörü ile açıklanan yatırım sahiplerinin kar payını sermaye kazancı karşısında öne çıkardığı durum tercihleri bu yaklaşımın sermaye kazancı ile kar payı kazancı arasındaki tercihlerin incelenmesini temel aldığı göstermektedir. Yatırım sahipleri için kar payı anında elde edilebilen bir kazanç olurken, sermaye kazancı kar payına göre daha fazla belirsizlik gösteren bir kazanç durumundadır. Doğal olarak sermaye kazancının belirsizliğinin yüksek olması, yatırım sahiplerinin sermaye kazancından almayı beklediği getiriye yükseltecek (iskonto oranı) ve bu da şirketin değerinde düşüş meydana gelmesine sebep olacaktır. Sonuç olarak, diğer değişkenlerin sabit olması durumunda istikrarlı şekilde kar payı dağıtımı yapan şirketlerin piyasa değeri, ödeme yapmayan firmalarla karşılaştırıldığında daha yüksek olacaktır (Savsar 2012:59-60; Fabozzi, Peterson 2003:558).

2.4.3. Vergi Tercihleri Yaklaşımı

Vergi tercihleri yaklaşımına göre, pay sahipleri daha düşük oranda vergi ödeme düşüncesi ile sermaye getirilerinin kar payı dağıtımı sonrasındaki vergilendirilmeden daha düşük vergi yükümlülüğü olmasından dolayı kar payı kazancındansa sermaye kazancını tercih edebilirler. Pay senetlerinin satışına kadar ortakların vergiden muaf olması ve zaman etkisini dikkate alarak daha sonra ödeyeceği verginin şimdiki ödeyeceği vergiden düşük olması önemlidir. Pay sahiplerinin yüksek vergi yükümlülüğünden kurtulması adına kar payı dağıtımının yapılmamasını ya da düşük oranda kar payı dağıtımını yapılmasını isteyebilirler (Alaa 2010:41; Brigham, Houston 2016:461).

Sermaye kazancının kar payı kazancına bakarak daha avantajlı olmasının en önemli sebebi, sermaye kazancında vergilendirilmenin kazanç sağlandığında

gerçekleşmesidir. Bu durumun bir sonucu olarak pay sahipleri kazançlarının az olduğu, doğal olarak ödenmesi gereken verginin düşük olduğu zamanlarda sermaye kazançlarını kullanmayı tercih edebilirler. Sermaye kazancı ile kar payı kazancının vergilendirilme oranında eşitlik söz konusu olsa bile, sermaye kazancı zamanlama avantajından dolayı daha düşük vergilendirilecektir. Vergi tercihi yaklaşımına göre bu sebeplerden dolayı yatırım sahiplerin sermaye kazancını tercih ettiği varsayılmaktadır (Gürel 2008:15).

2.4.4. Diğer Yaklaşımlar

Yukarıda bahsettiğimiz kar payı politikalarının firma değeri üzerine etkilerini açıklayan finans görüşlerinin yanında sinyal etkisi yaklaşımı, müşteri etkisi yaklaşımı ve artık değer yaklaşımı olarak adlandırılan diğer yaklaşımlarda mevcuttur.

2.4.4.1. Sinyal Etkisi Yaklaşımı ve Asimetrik Bilgi

Firmaların kar paylarında meydana gelen değişimler, yatırım sahiplerini, firma yöneticilerinin tahmin ettiği gelecekteki oluşacak karların sinyali olarak görmelerine sebep olacaktır. Sinyal etkisi yaklaşımı, şirketin gelecekteki başarısı konusunda şirket yöneticilerinin yatırım sahiplerinden bilgiye daha fazla sahip olmalarına dayanır (Aydın vd. 2011:230).

Sinyal etkisinin literatürüne bakıldığında güçlü şirketlerin kendilerini zayıf şirketlerden ayırt etmek için geri satın alma ya da kar payı dağıtım işlemlerini kullandıkları görülmüştür. Kar payı dağıtımında meydana gelen artışlar yatırım sahiplerinin gelecek için olumlu mesajlar almasını sağlarken, azalışlar ise yatırım sahiplerine olumsuz mesajlar vermektedir. Herhangi bir değişikliğin olmadığı durumlar için ise yatırım sahiplerinin gelecekte olması beklenen olumlu veya olumsuz yönde önemli bir değişimin olmayacağı anlamı ortaya çıkmaktadır (Khang, King 2002:1-2).

Sinyal etkisi görüşünü ortaya çıkaran ilk yazarlardan biri olan Lintner kar payı dağıtımını yapan firmaların, yüksek ödemelerin kesintiye uğramayacağına inandıklarında kar payı dağıtım miktarında artışa gittiklerini ileri sürmüştür. Dikkat edilmesi gereken unsur olarak ise, firmaların ödeme mecburiyetlerinin bulunduğu gerçeğidir. Lintner'in ileri sürdüğü bir başka görüş de firma yöneticilerinin firmanın

nakit akımı durumundan yatırım sahiplerine göre daha fazla bilgiye erişebildikleri durumda, pay senetlerinin piyasa değerini artırmak amacıyla bu bilgileri kullanabilecek olmalarıdır (Lintner 1956:101-102; Arslan 2008:88).

2.4.4.2. Müşteri Etkisi Yaklaşımı

MM'nin (1961) geliştirmiş olduğu vergi müşterileri yaklaşımında yatırım sahipleri, portföylerini hazırlarken kar paylarının marjinal vergi oranlarını dikkate alarak oluştururlar. Kar paylarında meydana gelecek bir değişiklik yatırım sahiplerinin vergi pozisyonlarını değiştireceği için yatırım sahiplerin portföylerini tekrar dizayn etmeleri gerekir (Bhattachryya vd. 2003:1).

Myron Scholes ve Fisher Black, Clientele Effect (Müşteri Etkisi) olarak adlandırdıkları görüşlerinde MM görüşünün geçerliliğine mükemmel olmayan piyasalarında dahil olduğunu savunmuşlardır. Düşük oranda kar payı ödeyen pay senetlerini üst vergi grubuna dahil olan yatırım sahipleri tercih ederken, yüksek oranda kar payı kazancı sağlayan pay senetlerini ise alt vergi grubunda yer alan yatırım sahipleri tercih etmektedir. Ancak bu durumun mümkün olması için, firmaların uyguladığı kar payı ödeme politikasının uzun süreli şekilde değişiklik göstermediği varsayılmaktadır. Eğer firmaların sıklıkla kar payı dağıtım politikalarında değişikliğe gitmesi halinde yatırım sahipleri, tercihlerini bu durumdan dolayı değiştirebilecektir (Kaya 2014:75).

Allen, Bernardo ve Welch⁴(2000) ortaya koymuştur ki, yüksek oranda kar payı dağıtımlarının kurumsal boyuttaki yatırım sahiplerinin ilgisini çekerek temsilci problemlerini azaltmaktadır. Bu yazarların çalışmasında, bireysel yatırımcılardan daha etkin olarak kurumsal yatırımcılar şirket yönetimini takip edebildikleri, tahsis edilmiş kaynaklar ve yapılmış olan yatırımların büyüklüğünü dikkate almaktadırlar. Kurumsal yatırım sahiplerinin yatırımları hakkında analiz etme, bilgi toplama vs. hususlarındaki çalışmaların, şirket yönetimlerini disipline ettiği, şirketlerin performanslarında düşüş yaşanması durumunda belirledikleri değişimleri uygulatabildiklerini ve kurumsal yatırımcıların bireysel yatırımcılara göre vergi

⁴ Franklin Allen, Antonio E. Bernardo ve Ivo Welch (2000). A Theory of Dividends Based on Tax Clientele. The Journal of Finance. Vol LV. No. 6. December. ss 2499-2536. <http://finance.wharton.upenn.edu/~allenf/download/Vita/dividends.pdf> (28.02.2019).

unsurundan dolayı daha yüksek kar payını tercih ettiklerini bulmuşlardır (Grinstein ve Michaely 2003:1-27).

2.4.4.3. Artık Kar Payı Dağıtım Yaklaşımı

Artık kar payı dağıtım yaklaşımı, firma tarafından oluşturulan karın optimal olarak kullanımına odaklanmaktadır. Pay sahipleri bakımından kar payı dağıtımlarının tutarları ve dağıtımın yapılıp yapılmayacağı öngörülemez durumdadır. Bu yaklaşımda firmanın esas amacı kar payı ödemesinden önce firmanın borç/öz sermaye oranını muhafaza etmek ve yatırımda kullanılacak olan fonu karşılamaktır⁵. Firmanın elde ettiği kar eğer fazla ve yapmayı planladığı yatırımların bütçesi düşük ise dağıtılacak kar payı miktarı yüksek olabilir. Ancak finanse edilmesi gereken yatırım projelerinin maliyetleri yüksek ve firmanın elde etmiş olduğu kar miktarı daha düşük ise bu durumda firma kar payı dağıtımını ya düşük miktarda yapacak ya da hiç yapmayacaktır (İnci 2014:130; Demirel 2014:81).

Bu yaklaşımı savunanlar, firmaların gelecekte düşündükleri yatırım projelerinin finansmanında borç oranlarının optimal seviyede oluşturulması, yatırım yaparken net bugünkü değeri pozitif olanları seçmesi, yeni yatırım yapacakları zaman gerekirse imkanları zorlayarak finansman sürecinde iç kaynakların kullanılmasına özen gösterilmesini belirtmişlerdir (İnci 2014:131).

Artık kar payı dağıtım yaklaşımına yapılan eleştirilerin başında istikrarlı şekilde kar payı ödemesine gidilmeyerek her dönemde farklı kar payı ödemesinin yapılmasıdır. Firmaların kar payı dağıtımlarını değişen koşullara göre yapması, pay senetlerine olan yatırımcı talebinde düşüşe sebep olacaktır. Bundan dolayı firmanın piyasa değerinde düşüşler görülecektir. Yapılan bir diğer eleştiri konusu ise, bu yaklaşımda pay sahiplerinin kar dağıtımındaki tercih ve isteklerinin görmezden gelinmesidir. (Pekkaya 2006:193; Naser 2013:1-12).

⁵ Bkz.: Stephen A. Ross, Randolph W. Westerfield ve Bradford D. Jordan (2010). Fundamentals of Corporate Finance (9th Edition). McGraw-Hill/Irwin. New York. United States. <http://www.aep.neu.edu.vn/FileManager/ThuVien/166085925-Ross-Westerfield-Jordan-Fundamentals-of-Corporate-Finance-9th-Ed-20101.pdf> (02.03.2019).

2.5. Literatür Taraması

Süsay ve Tanrıöven (2018), “BİST’te Fiyat Oynaklığı Üzerine Kar Payı Dağıtımının Etkisi” isimli çalışmalarında BİST 100 endeksine kote olmuş bazı şirketlerin 2010-2017 dönem verilerini kullanarak ve Wilcoxon Signed Rank Test tekniği ile hisse fiyatlarının hareketlerini analiz etmiştir. Sonuç olarak temettü dağıtımının hisse fiyatlarını etkilediği ve nakit temettü dağıtımının hisse fiyatına diğer temettü dağıtım türlerine göre daha etkili olduğu belirlenmiştir.

Sakarya ve diğerleri (2018), şirketlerin dağıtmaya karar verdikleri kar payı oranını ilan etmeleri ile birlikte bu şirketlerin getiri oranlarına nasıl etki oluşturacağını tespit etmek amacıyla Eventy Study (olay çalışması) yöntemini kullanmışlardır.

2016 yılında Borsa İstanbul çimento sektöründe işlem gören firmaların kar payı dağıtım ilanı üzerine bir uygulama yapılmıştır. Yapılan çalışmanın sonucunda, kar payı dağıtım ilanının söz konusu şirketlerin hisse senetlerinin fiyatına etki ettiği saptanmıştır.

Taşçı (2017), firmaların kar payı dağıtımını etkileyen unsurların belirlenmesi ve bu unsurların kriz zamanlarında ne şekilde değişiklik gösterdiğinin incelenmesini amaçladığı çalışmasında aynı zamanda kar payı dağıtım politikasına ile ilgili güncel teorik yaklaşımların geçerliliğini de test etmiştir.

BİST 100 Endeksi’nde işlem gören 43 firmanın verilerinden yararlanılarak 2004-2016 yılları arası analiz dönemi olarak incelenmiştir. 2008 krizinin etkisinin tam olarak ölçülebilmesi için analiz dönemi tüm dönem, kriz öncesi dönem (2004-2008) ve kriz sonrası dönem (2009-2016) olmak üzere üçe ayrılmış ve her dönem ayrı ayrı panel veri analizi ile incelenmiştir.

Kar payı ödeme oranı, şirket karlılığı, birikmiş kar/öz kaynak oranı, büyüme fırsatları ve nakit oranı olan bağımsız değişkenler arasında pozitif yönlü ilişki olduğu tespit edilmiştir. Buna göre, yatırım fırsatları çok olan şirketlerin, yatırımları sonrasında kazanç beklentileri olumlu olmasından dolayı kar payı ödemesi yapıldığı sonucuna ulaşmıştır.

Kriz zamanlarında şirketlerin kar payı politikasına etki eden unsurların değiştiği ve nakit oranının daha fazla önem kazandığı saptanmıştır. Birçok şirket 2009-2010 yıllarında yaşadıkları nakit sıkıntısından dolayı kar payı ödeme oranlarını azaltmış ancak ödeme yapmayı durdurmamıştır.

Bostancı (2017), BİST'te işlem gören firmaların 2009-2015 dönem verileri ile 2010-2016 yıllarındaki temettü dağıtım politikalarını etkileyen durumlar analiz edilmiştir. Kar dağıtım kararlarında hisse başına nakit temettü dağıtımının yanında dağıtılan karlara bedelsiz karları da dâhil eden iki regresyon denklemi kurulmuştur.

İki Aşamalı Dinamik Panel Regresyon analizi sonucunda, nakit temettü ödemesi %1 anlamlılık düzeyinde olumlu etki gösterirken; piyasa değeri/defter değeri oranı ve firmanın bir aile tarafından yönetilmesi %1 anlamlılık düzeyinde negatif etki gösterdiği sonucuna ulaşılmıştır.

Saraoğlu (2017), gelişmekte olan Avrupa, Orta Doğu ve Afrika'dan, Türkiye, Polonya, Rusya ve Güney Afrika ülkelerinin borsalarını test etmek ve karşılaştırmayı amaçlamıştır. 2005-2016 yılları arasında kar payı dağıtım politikasındaki değişiklikler aracılığıyla piyasaya giren yeni bilgilerin pay senedi fiyatına etkisini olay etüdü yöntemi ve yarı güçlü formda etkin piyasa hipotezi ile araştırmıştır.

Çalışmanın deneysel bulgularına göre kar payının bilgi içeriği hipotezi dört ülke piyasasında da onaylanmaktadır. Kar payı ödemesine başlama ve durdurma ilanları verildiğinde istatistiki olarak anlamlı sonuçlar alınmıştır.

Piyasalarda kar payı ödemesinin durdurulması kararına tepkilerin kaldıraç etkisi sebebiyle daha kuvvetli olduğu tespit edilmiştir. Piyasayı takip eden analistler tarafından yakından takip edilen pay senetlerinin Türkiye, Rusya ve Güney Afrika'da kar payı ödemesine başlamaları ve Türkiye'de kar payı ödemesini durdurmaya karar vermeleri yeni bilgiyi diğer pay senetlerine göre daha etkin fiyatladıkları sonucuna ulaşılmıştır.

Erarslan ve Koç (2017), temettü ödemelerinin, ödeme yapıldıktan sonraki yıllarda firma karlılığına ve hisse başına kara etkisi incelenmiştir. Yapılan çalışmada 2005-2015 yıllarında BİST Çimento Sektöründe işlem gören 15 şirket panel veri

regresyon modeli ile analiz edilmiştir. Uygulanan analiz sonucunda temettü ödemelerinin hisse başına karı olumlu yönde etkilediği tespit edilmiştir.

Mahamoodally (2017) finansal krizin bazı halka açık finansal sektör şirketlerinin kar payı dağıtımına olan etki oranını tespit etmek amacıyla yapmış olduğu çalışmada Amerika, İngiltere ve Türkiye'ye yönelik deneysel araştırmalar gerçekleştirmiştir.

Yaşanan finansal krizin Amerika, İngiltere ve Türkiye'de bulunan 60 firmanın 2005-2015 yılları arasındaki kar payı dağıtımlarına olan etkisini araştırmıştır. Bu ülkeler üzerine yapılan panel veri analizi sonucunda kar payı dağıtımlarının düşük oranda etkilendiğini görülmüştür. Ayrıca Türkiye'deki kar payı dağıtımının 2008 yılında yaşanan krizden etkilenmediği sonucuna ulaşılmıştır.

Arslan (2016) şirketlerin kar payı dağıtacaklarını ilan etmeleri sonrasında ilgili şirketlerin paylarının olağanüstü getiri elde edip etmeyeceklerini olay etüdü metodu yöntemiyle test etmeyi amaçlamıştır.

Borsa İstanbul'da işlem gören ve 2016 yılında kar payı ödemesi yapmış 31 şirkete yapılan uygulama sonrası ilgili şirketlerin hisse senedi fiyatlarının olağanüstü getiri gösterdiği sonucuna ulaşılmıştır.

İleri (2016) temettü dağıtım politikasının şirket değerine etkisini araştırmak amacıyla yapmış olduğu çalışmada, pearson korelasyon katsayısı yöntemiyle Türkiye otomotiv sektöründe ki şirketlerin nakit temettü ödeme politikası ile şirket değeri arasındaki ilişki incelenmiştir. Çalışmalar sonucunda şirket değerlerinin firmadan firmaya değişiklik gösterdiği tespit edilmiş ve net bir sonuca ulaşılamamıştır.

Özaltın, Ersoy ve Bekci (2015) Batı Akdeniz Bölgesi'ndeki bireysel yatırımcılardan kar dağıtım yöntemlerinin yatırım kararlarına etkisini tespit etmek üzere bir örneklem oluşturmuşlardır.

Anket yöntemini kullanarak yaptıkları çalışmada, bireysel yatırım sahiplerinin demografik yapıları ve şirketlerin kar dağıtım şekillerine göre yatırım kararlarındaki etkilenme durumları incelenmiştir.

Yapılan anket çalışmasına göre, yatırım sahiplerinin daha çok erkeklerden oluştuğu, hisse senetlerine yapılan yatırımların en fazla serbest meslek mensupları ve emekliler tarafından tercih edildiği ve yine en fazla yatırım yapan yaş grubunun 26-49 yaş aralığında oldukları tespit edilmiştir.

Şirketlerin hisse başına kar oranı, önceki yıllardaki temettü dağıtım şekilleri, kar payı dağıtımının olup olmaması yatırım kararları üzerinde istatistiksel açıdan anlamlı şekilde farklılık oluşturmaktadır. Yatırım sahiplerinin, yıllar itibariyle artan oranda kar dağıtım politikasını diğer kar dağıtım politikalarına göre daha çok seçtikleri sonucuna ulaşılmıştır.

Ghollenji (2015) Borsa İstanbul' da işlem gören yedi farklı sektörde ve her sektörden on şirketi ele alarak toplamda yetmiş firma ile 2006-2012 yılları arasında ve yedi yıl süreklilik göstererek işlem görmüş firmalar ile yapmış olduğu çalışmasında panel veri seti oluşturmuş ve Genetik Algoritma yöntemini kullanarak analiz etmiştir.

Yapılan analiz sonuçlarına göre, medya sektöründe sadece kaldıraç oranı, kimya sektöründe kurumsal yatırımlar, yoğun ortaklık, serbest nakit akışı ve kaldıraç oranı, toprak sektöründe büyüme fırsatları, metal ana sektörde kurumsal yatırımlar, metal eşyada serbest nakit akışı ve büyüme fırsatları ve son olarak holding sektörde kurumsal yatırımlar ve yoğun ortaklık değişkenleri anlamlı bulunmuştur. Genetik Algoritma sonuçlarında ise, en başarılı model holding sektöründeyken tekstil sektörü bağımlı değişkenin test edilmesinde zayıf kalmıştır.

Kırbaş (2015) yapmış olduğu çalışmasında, BİST' de kote olmuş firmalar 2009-2014 yılları arasındaki 136 firma tarafından yapılan 548 kar payı ilanını, hisse senedi üzerindeki etkisini araştırmak için kullanmıştır. Yapılan araştırma kar payının ilan gününde hazırlanan olay pencereleri aracılığıyla hisse senedinin fiyatına yaptığı etki regresyon analizi ile incelenmiştir.

Çalışmada, dağıtım biçimlerine göre ayrı ayrı analizler yapılmıştır. Nakit kar payı dağıtımı için yapılan analizde, dağıtım ilanı günü ve daha sonraki günlerde kar payı verimi ile normal olmayan kazançlarda anlamlı ve olumlu bir ilişki meydana

geldiği saptanmıştır. Meydana gelen ilişkinin ilan günüyle başladığı ve yine ilişkinin ilk iki gün boyunca en anlamlı düzeyde olduğu gözlenmiş ve dağıtım ilanının hisse senedi fiyatına olan anlamlı etkisinin en az iki hafta boyunca devam ettiği tespit edilmiştir.

Hisse kar payı ve melez kar payı dağıtımını için uygulanan analizler ise anlamlı sonuçlar vermemektedir. Yatırım sahipleri, temettü dağıtımının ilan edildiği gün ve ilana yakın olan diğer günlerde hisse senedi için ya da melez kar payı dağıtımını için yapılan kar payı dağıtım ilanlarına tepkisiz kalmışlardır.

Demirel (2014) çalışmasında firmaların temettü dağıtım dağıtmama kararlarına bakılarak bu kararların hisse senedinin piyasa değeri üzerindeki etkisi ölçülmeye çalışılmıştır. Borsa İstanbul 30 Endeksi'nde işlem gören şirketlerin kar payı dağıtım yöntemleri ile piyasa değeri arasındaki ilişki regresyon analizi kullanılarak test edilmiştir. Uygulanan analiz sonucunda şirketlerin kar payı dağıtım miktarları ile şirketlerin piyasa değerleri arasında pozitif anlamlı ilişki olduğu sonucuna ulaşılmıştır.

Aydın (2014) firmaların sahiplik yapıları ile kar payı ödeme yöntemleri arasındaki ilişkiyi incelediği çalışmasında, halka açık firmaların 1994, 2001 ve 2008 yıllarında meydana gelen finansal krizlerden sonra uyguladıkları kar payı dağıtım yöntemlerini incelemiştir.

Borsa İstanbul'a kote olmuş şirketlerin kar payı dağıtım istikrarını bu politikanın temel esası olarak ele alıp almadıklarını kar payı dağıtım davranışlarını analiz ederek tespit etmeye çalışmıştır. Borsa İstanbul'daki finansal olmayan ve 2004-2012 seneleri arasındaki dönemde 5 yıl ve daha fazla süreyle kar payı dağıtmış 78 firmayla çalışma yapmıştır.

Firmaların sahiplik yapıları ile kar payı dağıtım yöntemi arasındaki ilişkiyi incelemek amacıyla kar payı dağıtım oranını bağımlı değişken, sahiplik yoğunluğu, yabancı sahiplik ile yönetsel sahiplik bağımsız değişken, öz kaynak karlılığı ve şirket büyüklüğü kontrol değişkeni olarak çalışmaya eklenmiştir.

Uygulanan dengesiz panel veri analizinde bağımlı değişken ile sahiplik yoğunluğu, firma büyüklüğü ve yabancı sahiplik arasında pozitif anlamlı ilişki bulunmuştur. Öz kaynak karlılığı ve yönetsel sahiplik ile bağımlı değişken arasında ise anlamlı negatif ilişki bulunmuştur.

Aghabaki (2014) kurumsal yönetim uygulamalarının firma değeri ve hisse senedi getiri oranına etkisinin test edilmesi amacıyla, 2008-2012 yılları arasında İMKB’de işlem gören şirketlerden oluşturulan bir örneklem çoklu regresyon modeli ile test edilmiştir. Araştırma sonucunda, şirketin kurumsal yönetim endeksi ve öz kaynak net karlılık oranını olumlu yönde etkilediği sonucuna ulaşılmıştır.

Yıldız (2012) İMKB’ye kote olmuş sanayi firmalarının kar payı dağıtım yöntemlerine ve bu yöntemlerin kar payı dağıtımını ne oranda etkilediğinin belirlenmesi amacıyla, panel veri modeli ile içsel ve dışsal olarak nakit kar payı politikasına yapacağı etkiler 2003-2010 yılları arasında yayımlanan resmi veriler ışığında E-views 7.2 ve Stata 12.1 programları ile analiz edilmiştir. Bulunan sonuçlara göre şirketlerin kar payı politikalarının vergi faktörü ilk sırada olmak üzere karlılık, büyüme fırsatları, firma büyüklüğü, kaldıraç ve likidite değişkenlerinden etkilendiğini görülmüştür.

Güngör (2012) çalışmasında 2004-2011 seneleri arasında reel ve bankacılık dallarında işlem yapan İMKB’ye kayıtlı 271 firmanın sahiplik durumlarını tanımlamış ve sahiplik durumlarının kar payı ödemelerine etkilerini panel veri analizi yöntemi ile tespit etmeyi amaçlamıştır.

Firmaların sahiplik durumlarını sahiplik yoğunluğu ve sahiplik kompozisyonu olmak üzere iki ana alt değişkene ayırmıştır. Çalışmasında sahiplik yoğunluğundaki artışın nakit kar payı oranında da artışa sebep olduğu bulunurken halka açıklık oranının artması ise nakit kar payı oranını azalttığını ileri sürmüştür.

Sahiplik kompozisyonu değişkenlerinden yerli olmayan sahiplik ile nakit kar payı oranı arasında ters yönlü bir ilişki olduğu bulunmuş yani bu oranın artması nakit kar payı oranını azaltmakta olduğu saptanmış ve istatistiksel olarak anlamlı olduğu tespit edilmiştir.

Gunalp, Kadioğlu ve Kılıç (2010) hazırladıkları çalışmada, İMKB’de işlem gören 83 firmanın 321 adet nakit kar payı açıklamasıyla ilgili fiyat verilerini kullanmış ve regresyon analizi uygulamıştır.

Kar payı dağıtımına yönelik yapılan açıklamanın pay senedine olan etkisi yönetim kurulu tarihleri temel alınarak incelenmiştir. Çalışma sonucunda, nakit kar payı dağıtım tarihinin açıklanması ile pay senedi fiyatlarında düşüş grekleştiği yani istatistiki olarak negatif anlamlı ilişki olduğu saptanmıştır.

Nakit kar payı dağıtım tarihinin açıklanmasından itibaren ilk üç günü daha etkili olmak üzere etkinin onbeş gün boyunca devam ettiği görülmüştür. Ayrıca nakit kar payı dağıtımının açıklanma tarihinin öncesinde anlamlı hisse senedi fiyat hareketlerinin olmaması, nakit kar payı dağıtım kararının piyasaya sızmadığını gösteren bir durum olduğu belirtilmiştir.

Ertaş ve Karaca (2010) İMKB 30 Endeksine kote olmuş şirketlerin temettü dağıtımının firma değeri üzerine olan etkisini belirlemek amacıyla yapmış oldukları çalışmada, temettü dağıtımı ile temettü dağıtımına karar verilen genel kurul/yönetim kurulu tarihleri arasındaki geçen süre incelenmiştir.

30 günlük temettü dağıtım takvimi ile 60 günlük temettü dağıtım takvimi bakımından yapılan incelemede 30 günlük hisse senedi takip verileri daha anlamlı olarak tespit edilmiştir.

Kaba (2009) alışmasında İMKB’de işlem gören ve temettü dağıtımı yapan 222 firmanın 2000-2007 yılları arasındaki temettü dağıtım oranlarının firma piyasa değerine etkisinin olup olmadığı araştırılmak istenmiştir.

Analiz aşamasında kar dağıtım oranları ile şirketlerin hisse fiyatları arasındaki ilişki ve kar dağıtım oranları ile İMKB 100 endeksi arasında ilişkinin var olup olmadığını korelasyon analizi tekniği ile test edilmiş ve ilgili hipotezler arasında ilişki olduğu belirlenmiştir.

Kar dağıtımını nakit olarak yapan şirketler ile hisse senedi şeklinde dağıtımın şirketlerin firma değerleri arasında anlamlılığın lldğ hipotez de ise t testi

uygulanmış ve temettü dağıtımını nakit olarak yapan firmaların değerinin daha fazla olduğu tespit edilmiştir.

Karaca (2007) yapmış olduğu çalışmasında 2000-2005 yılları arasında İMKB 100 Endeksinde bulunan firmaların kar dağıtım şekillerinin, kar dağıtımının açıklandığı tarih ile dağıtımın gerçekleştiği tarihleri baz alarak dağıtım tarihinin öncesinde ve sonrasında oluşan pay senedi fiyatlarını incelemiştir. Yapılan çalışma sonucunda, piyasanın dağıtım şekillerine göre farklı tepkiler gösterdiği tespit edilmiştir.

Nakit ve melez temettü dağıtımının açıklanması yatırım sahiplerinin kazancını pozitif etkilerken, bedelli veya bedelsiz sermaye artırımını yatırım sahiplerinin kazançlarını negatif yönde etkilediği saptanmıştır.

Pekkaya (2006) İMKB 30 Endeksinde 19 firmanın dağıttığı ve dağıtmadığı kar miktarlarının firma değerine etkilerini test etmek amacıyla 1987-2006 yılları arasındaki sınırlı sayıdaki verileri kullanmış ve regresyon analizi yöntemiyle çalışmasını test etmiştir. Sonuç olarak yalnız 5 şirketin istatistiksel sonuçları anlamlı çıkmıştır. Açıklamak gerekirse, otofinansmanla firma değeri pozitif ilişki göstermektedir. Ancak, temettü dağıtım tutarı bazı firmaların değerini pozitif yönlü etkilerken, bazı firmaları negatif yönde etkilediği görülmüştür.

Engin (2006) Anonim şirketlerde kar payı dağıtımını incelediği çalışmasında, anonim şirketlerde kar payı dağıtımıyla ilgili Türk Vergi Mevzuatında bulunan kararları ve temettü dağıtımın temellerini araştırmıştır.

Temettü dağıtımını Türk Ticaret Kanunu, Sermaye Piyasası Kanunu ve vergi mevzuatı bakımından dikkate almıştır. Temettü dağıtımını anonim şirketlerin halka açıklıklarına göre nasıl yapıldığını araştırmıştır. Sonuç olarak, anonim şirket halka açık ise Sermaye Piyasası Kanunu yasalarını uygularken, anonim şirket halka açık değil ise Sermaye Piyasası Kanununu dikkate almadığını belirtmiştir.

Kaplanoğlu (2005) İMKB'de işlem gören firmaların kar payı dağıtım politikaları ve yıllar içinde ödeme şekillerinin nasıl değişiklik gösterdiği, bu

değişimin firma yönetimi tarafından ne şekilde yönlendirildiğini test etmeyi amaçlamıştır.

Analiz için çoklu regresyon modeli kullanılmış ve sonuç olarak yıllara göre sabit bir kar payı ödeme oranının olmadığı belirlenmiştir. Kar payı politikalarına etki eden yasal düzenlemeler, genel ekonomik belirsizlik, vergi gibi faktörlerin düzeltme hızlarının üzerinde etkin olduğu tespit edilmiştir.

Belkayalı (2004) İMKB 100 Endeksinde faaliyet gösteren şirketlerin kar payı dağıtım yöntemlerinin şirket değerine olan/olmayan etkisini tespit etmek amacıyla bu çalışmayı yapmıştır. 1997-2003 yılları arasındaki veriler incelenmiş, Brown ve Warner'ın piyasa model yöntemi ile hesaplamaların yanında t testi analizi de yapılarak sonuçlara ulaşılmak istenmiştir.

Araştırmalar sonucunda nakit kar payı dağıtımının duyurulması ile pay senetleri olumlu etkilenmekte ve yatırımcılar alış eğilimi göstermekte ve bu süre kar payı dağıtımını tamamlanana kadar devam etmekte sonrasında ise yerini satış eğilimine bırakmaktadır.

Yılmaz (2003) çalışmasında İMKB'ye kote olmuş firmaların nakit kar payı dağıtım yöntemlerini gelişimini incelemiş ve bu yöntemlerin sektörler açısından farklılıklarını ve hangi dönemlere yansıdığını analiz etmeyi amaçlamıştır.

14 farklı sektörün karşılaştırılması sonucunda, düşük oranlı pozitif korelasyon tespit edilmiştir. Ekonomik gelişmelere en hassas sektör finansal kuruluşlar görülmüş bilhassa 2001 krizi yıllarında kar payı ödeme oranı bakımından en büyük etkiyi olumsuz anlamda bankacılık sektörü yaşamıştır.

Yücel (2001) İMKB'ye kote olmuş firmaların sermaye yapıları ve temettü ödeme yöntemlerinin şirket değerine etkisini analiz etmeyi amaçlamıştır. Taş ve toprağa dayalı firmalar ile metal eşya, makine ve gereç yapım dallarındaki firmaların 1999-2000 yılları arasındaki veriler yardımı ile regresyon ve korelasyon analizleri uygulanmıştır.

Sonuç olarak, firmaların sermaye yapısı pay senedi fiyatına/kazancına etki etmediği fakat firmaların temettü dağıtım yönteminin ve pay senedi kazançlarının pay senedi fiyatlarını büyük oranda belirlediği tespit edilmiştir.

Ünsal (1998) firmaların yatırım kararlarını ve sermaye yapısı kararlarını sabit tutarak kar payı dağıtım kararlarının firma değerini tespit etme şekli ve yönünü incelemiştir.

Kar payı dağıtım politikasının dağıtımında farklı amaçlar kullanan iki tür şirket saptamıştır. Bunları açık şirketler ve kapalı şirketler olarak belirlemiştir. Açık şirketler, hisse senetleri borsada işlem gören şirketlerdir. Kapalı şirketler ise hisse senetleri borsada işlem görmeyen şirketlerdir.

İMKB'ye kote olmuş 30 şirket incelendiğinde, şirketlerin net karlarındaki yükselişle aynı oranda olmasa da dağıtmış oldukları temettü ödemelerini istikrarlı şekilde artırmaları firma değerini olumlu yönde etkilediği sonucuna varılmıştır. Sonuç olarak, kar payı dağıtım politikası şirketlerin büyüme hızlarını ve firmaların piyasa değerini etkileyen aynı zamanda pay sahiplerinin servetlerini kritik şekilde etkileyen bir durum taşımaktadır ve şirketler için çok büyük öneme sahiptir.



ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

3. FİRMA DEĞERİ

3.1. Değer Kavramı

Geçmişten günümüze kadar değer kavramı, toplumların ve kültürlerin farklı olmasından dolayı farklı anlamlar ifade etmektedir. Değer kavramı, tarihin bazı zamanlarında buğdayla, bazı zamanlarında altın ile ifade edilirken günümüzde değer kavramını para ile ifade etmek mümkündür (Ünlü 2008:3).

Değer kavramı literatürde tanımlanırken, parasal bedel, fayda, önem ölçüsü, paha, karşılık, kıymet gibi ifadeler kullanılmaktadır. Buradan da görüldüğü üzere değer kavramının kesin ve herkes tarafından kabul edilen bir tanımı yapılmamaktadır. Öncesinde de ifade edildiği gibi değer kavramı, belli zamanlarda fayda, bedel ya da fiyat olarak kullanılmıştır. Fakat değer, bahsedilen kavramlarla etkileşim ve ilişki içinde olsa da bu kavramlar ile tam manasında aynı anlamı ifade etmemektedir (Ertuğrul 2008:143-144).

İktisadi yönden bakıldığında, değer kavramını malın kullanımı ile ilişkilendirerek açıklayan teori olan genel kullanım teorisi, değeri emek yoluyla üretim maliyetlerine ekleyen emek değer teorisi, malların değerinin arz ve taleplere göre değiştiğini ileri süren marjinal fayda teorisi olmak üzere belli başlı ayrımlarla açıklandığı görülebilir (Büyükkonuklu 2011:6).

İşletme bakımından bakıldığında ise değer kavramını, söz konusu olan işletmenin gelecek dönemlerde sağlayacağı gelir akışına ve risk seviyesine göre söylemek mümkündür. Bunun sebebi değerlendirme olgusunun risk, işletme değeri ve karlılık ekseninde ele alınması gerektiğidir (Alkan, Demireli 2007:28).

3.2. Firma Değeri Kavramı

Firma değeri kavramının, sermaye maliyeti ve sermaye yapısında da olduğu gibi kar dağıtım kararlarıyla ilgili olmasından dolayı incelenmesi gerekmiştir. Finansmana ilişkin kararlar verip sorumluluklarını yerine getirirken finans yöneticisi belirlenmiş olan finansal hedefleri dikkate alarak davranmak zorundadır. Bu durumda amaç, şirketin piyasa değerini (anonim şirketlerde pay senetlerinin piyasa

değerini) dolayısıyla şirket ortaklarının varlıklarını maksimum seviyeye çıkarılması şeklinde belirlenmektedir.

Finansı konu alan yeni yazıların büyük çoğunluğunda firmaların amaçlarının piyasa değerini yükseltmek olduğuna vurgu yapılmaya başlanmıştır. Aynı şekilde finans edebiyatında sıklıkla kullanılmakta olan şirketin hisse senetlerinin Pazar değerini en yüksek seviyeye çıkarmak ile şirketin cari pazar değerini artırmak; firmanın servetini artırmak ve firmanın net bugünkü değerini artırmak aynı manalarda kullanılmaktadır.

Şirketin net şimdiki değerinin en yüksek yapılması amacının sağlanması, şirketin elinde bulunan varlıklarının tamamının etkin bir şekilde kullanılarak, belirlenen hedeflere maksimum faydayı verecek şekilde yönetilmesi ile mümkündür (Aksoy 1993:6).

Hissedarlar, yatırımcılar ve borç verenler bakımından firma değerinin önemi oldukça fazladır. Etkin bir piyasada firma değeri, firmanın gelecekte pay sahiplerine vermesi beklenen getirinin belli bir risk getiri oranı hesaplanarak bulunan bugünkü değeri olarak tanımlanır (Kothari 2001:108-109).

Firma değeri firmanın kullandığı teknolojiler, sahip olduğu varlıklar, insan kaynakları ve organizasyon yapısı ile gelecekte oluşturması tahmin edilen nakit akımlarının analizi kullanılarak elde edilebilir. Firmanın elinde bulundurduğu varlıkların nakit oluşturması sayesinde değer ifade edebilmelerinden dolayı nakit akımlarının tahmin edilmesi yoluyla firma değeri belirlenmeye çalışılır. Değerleme yapılırken, paranın zaman değeri sebebiyle nakit akımlarının net bugünkü değeri hesaplanmaktadır (Chambers 2009:14).

Bir firmanın değeri, etkin piyasa koşullarında alıcı ve satıcıların hiçbir şekilde zorlama altında olmadan kendi istekleri ile belirlemiş oldukları alış-satış fiyatı olarak söylenebilir (Güleryüz 2005)⁶. Buna göre;

- Firma değeri açısından belirleyici etken, firmanın pay sahiplerine sunabileceği nakit akışıdır.

⁶ Güleryüz, Feramuz. “Değer Odaklı Yönetim”, ASOMEDYA, Mart 2005, http://www.aso.org.tr/kurumsal/media/kaynak/TUR/asomedyamart2005/buyutec_mart2005.html(04.01.2019)

- Firma değeri, firmanın sermaye kazancının (Getirisinin) (SG) sermaye maliyetinden (SM) yüksek olması (Sermaye Getirisi > Sermaye Maliyeti) ile oluşturulmuş olur. Sermaye Getirisi ise; $SG = \frac{NET\ KAR}{ÖZ\ VARLIKLAR}$ şeklinde hesaplanmaktadır.

Firma değerini formüle edecek olursak (Binici 2017:83);

$FİRMA\ DEĞERİ = ((HİSSE\ SENEDİNİN\ PİYASA\ DEĞERİ * ÇIKARILAN\ HİSSE\ SENEDİ\ SAYISI) + TOPLAM\ BORÇLAR) / TOPLAM\ VARLIKLAR$

$FİRMA\ DEĞERİ = HİSSE\ SENEDİNİN\ PİYASA\ DEĞERİ / ÖZ\ SERMAYE$

Firma değerini maksimize etmek firmaların en temel hedefi haline gelmiştir. Şirketlerin kullanmış olduğu uzun vadeli ve kısa vadeli borçlar sermaye şirketlerinin değerine etki edebilir. Başka bir ifade ile firma değerini şirketin toplam borçları ve öz kaynaklarının birleşimi olarak görebiliriz (Altan, Arkan 2011:61).

Firma değeri, girişim değeri olarak da bilinmektedir. Bu değer; kreditorler, borçlar ve diğer yükümlülükler ile beraber şirketin tüm işlerinden de etkilenmektedir. Bu sebepten dolayı bazı pazarların sermaye ihtiyacı daha az olacağından, bahsi geçen şirketlerin bu oranını da daha yüksek yapacaktır. Sonuç olarak, bu oranın hesaplandıktan sonra aynı pazarda faaliyet gösteren şirketler arasında pazar ortalamalarının karşılaştırılması daha tutarlı sonuçlar verecektir (Pignataro 2013:28).

3.3. Diğer Değer Kavramları

Firma değeri kavramının dışında bazı farklı değer kavramları da finans literatüründe mevcuttur. Genel olarak değer kavramları;

- Nominal Değer
- Tasfiye Değeri
- İşleyen Teşebbüs Değeri
- Borsa Değeri
- Muhasebe (Defter) Değeri

Olarak sayılabilir. Bu kavramlar aşağıda açıklanacaktır (Arslan 2016:12).

3.3.1. Nominal (İtibari) Değer

Nominal değeri, pay senetlerinin üzerinde yazılı olan; pay senedinin ilk çıkarılışında toplam sermayenin ne kadar olduğunu belirlemek amacıyla kullanılan değer olarak tanımlamak mümkündür. Firmalar, adi pay senetlerini nominal değersiz ve nominal değerli olarak ihraç edebilmektedirler. Bizim ülkemizde bir tek nominal değerli pay senedi ihraç edilirken, nominal değersiz pay senetleri genellikle gelişmiş olan ülkelerde ihraç edilmektedir. İtibari (nominal) değerinin iki temel işlevi mevcuttur (Oğuz 2017:6; Oğuz 2007:22). Buna göre,

- Pay senedine isabet eden temettünün belirlenmesi,
- Muhasebe kayıtları için temel oluşturmaktadır.

Nominal değer muhasebe bakımından önemli olmakla birlikte finans uygulamalarında pay senedinin miktarı ön plana çıkmaktadır. Pay başına karın hesaplanmasında, sermaye yükseltmelerinde itibari değer kullanılmaktadır. Nominal değer bunların dışında fazla bir önem ifade etmemektedir (Ercan, Ban: 2014:119).

3.3.2. Tasfiye Değeri

Tasfiye değerini, firmanın elinde bulunan varlıkların belirli bir süre içinde elden çıkarılması ve firma borçlarının tamamının ödenmesinden sonra geriye kalan tutar olarak tanımlayabiliriz. Aynı zamanda tasfiye değeri, firmanın sahip olacağı minimum değeri göstermektedir. Tasfiye değerini tasfiyenin zorunlu bir şekilde olmasına veya isteğe bağlı (ihtiyari) olmasına göre değişiklik gösterecektir. Bundan dolayı, tasfiye değerinin spesifik ölçülerinin isteğe bağlı tasfiye değeri ve zorunlu tasfiye değeri şeklinde olduğunu belirtebiliriz (Şanlı 2018:52).

Tasfiye değerini hesaplarken aşağıdaki formülü kullanmak mümkündür (Temizer 2015:45):

Tasfiye Değeri = Firma Varlıklarının Cari Piyasa Değeri -Toplam Yükümlülükler

Pay senedi başına tasfiye değeri ise yukarıdaki işlem sonucunda bulunan tutarın pay senedi adedine bölünmesi sonucunda hesaplanmaktadır.

Tasfiye değeri, firmanın defter değerinden büyük oranda farklıdır. Bahsedilen farklılık, daha çok firmanın elinde bulundurduğu stokların ve bunun yanında maddi duran varlıkların değerindeki yükselişten, maddi olmayan sabit varlıkların, firma alacaklarının tahsili sırasında karşılaşılan sorunlar ve aktifleştirilen giderlerin tasfiye anında bir değerinin olmamasından ya da kayıtlı değerlerine bakıldığında daha düşük değere sahip olmasından dolayıdır (Demirkol 2007:18).

Genel olarak tasfiye değeri defter değerinin üzerinde olmaktadır. Bu durumun en büyük sebebi tasfiye değerinde varlıkların cari piyasa değeri göz önüne alınırken defter değerinde ise tarihi maliyetlerde göz önünde bulundurulmaktadır. Özellikle yüksek enflasyon dönemlerinde işletmenin stokları ve maddi sabit varlıkları tam anlamıyla piyasa değerini göstermemektedir. Diğer yünden tasfiye durumunda, işletmenin sahip olduğu varlıkların satışı gerçekleşirken piyasa değerinin altında bir değerle satış yapılmış olabilir. Bu durumun ortaya çıkmasındaki en önemli sebep, değer tespiti yapılırken varlıkların ikincil piyasası olması durumunda değerinin altında fiyatla satılmak durumunda kalınması veya ikincil piyasasının bulunmadığı durumda değerinin belirlenmesinin zor olmasıdır (Chambers 2009:210).

3.3.3. İşleyen Teşebbüs Değeri

İşleyen teşebbüs değeri, çalışır durumda bulunan bir varlığın satılması ile oluşan değerdir (Karan 2013: 349). Bir başka tanıma göre işleyen teşebbüs değeri, bir şirketin bütün olarak devredilmesi sonucunda meydana gelen değer olarak tanımlanmaktadır. Şirketin entelektüel sermaye ve şerefiye gibi maddi olmayan sabit varlıkları işleyen teşebbüs değerinin hesaplanmasında göz önünde bulundurulmasından dolayı, sağlanacak olan değer stratejik imkânları yansıtacaktır (Çam 2010:72). İşleyen teşebbüs değerinin defter değerinden daha yüksek hesaplanmasının sebebi, şirketin maddi ve maddi olmayan sabit varlıkları ve şerefiyesini de göz önüne almasıdır. Aşağıdaki formül yardımı ile işleyen teşebbüs değerini hesaplamak mümkündür (Temizer 2015:46-47);

$$\text{İşleyen Teşebbüs Değeri} = \text{Net Aktif Toplamı} + \text{Şerefiye}$$

İşleyen teşebbüs değerinin varlığı ile bir şirketin defter değeri, gerçek değeri ve tasfiye değeri arasındaki farkı genellikle açıklamak mümkündür (Kurtuldu,

2007:73). Firmaların işleyen teşebbüs değerini temel olarak üç faktör ile belirleyebiliriz (Korkmaz, Ceylan 2015:249-250);

- **Ek kazanç gücü:** Ek kazanç gücü, bir firmanın varlıklarından normal kazanç oranının üzerinde bir kazanç sağlama gücünü ifade etmektedir. Ek kazanç gücünün sağlandığı durumda defter değerinden firma varlıklarının değeri daha yüksek olur.
- **Maddi olmayan varlıklar:** AR-GE harcamaları, marka, şerefiye ve patent gibi varlıklar işletmenin maddi olmayan varlıkları arasındadır. Bu varlık değerleri bilançoda bulunmayabilir. Bilançoda yer almamasının sonucu olarak piyasa değeri ile pay senetlerinin defter değeri arasında önemli şekilde fark oluşmaktadır.
- **Gelecek yatırımların değeri:** Pay senetlerinin Pazar fiyatını etkileyen faktörlerden birisi de yatırımcıların, firmanın gelecekte karlı olan yatırımlar yapacağını düşünmeleridir. Böyle düşünen yatırım sahipleri pay senetleri için daha yüksek miktarda bedeller ödemeyi kabul edebilir.

Genellikle işleyen teşebbüs değeri, defter değerinden yüksek bir değer taşımaktadır. İşleyen teşebbüs değerinin defter değerinden düşük olması, firma varlıklarının optimum seviyede kullanılmadığı durumlar için geçerlidir (Aksöyek, Yalçiner 2014:336).

3.3.4. Borsa Değeri

Borsa değeri literatürde yer alan bazı kaynaklarca piyasa değeri olarak da ifade edilmektedir. Borsa değerini pay senetleri için en objektif değer olarak kabul etmek mümkündür. Borsa değerini pay senetleri için en objektif değer olarak görmemize rağmen bu durum piyasa değerini ilk öncelik olarak kullanmamız gerektiğini göstermez. Bu duruma sebep olarak piyasaların güçlü veya zayıf olduğu dönemler içindeyken borsa değeri gerçekte olması gereken değer oldukça üzerinde ya da altında gerçekleşebilir. Gerçekte olması gereken değerle anlatılmak istenen, pay senedi şartlarına bağlı kalmayarak, pay senedinin sağladığı ekonomik değerle paralellik gösteren değerdir⁷.

⁷ Türkiye Sermaye Piyasası Aracı Kuruluşları Birliği (2012). Temel Finans Matematiği, Değerleme Yöntemleri, Muhasebe ve Maliyet Analizi.

Diğer taraftan bakıldığında, borsada işlem görmeyen firmaların piyasa değeri olmadığından dolayı başka değerlendirme yöntemlerinin kullanılması mecburi bir durumdur (TSPAKB⁸ 2012:115-116).

3.3.5. Defter (Muhasebe) Değeri

Bir firmanın defter değeri, belirli bir tarihteki firmanın kayıtlarında bulunan varlıkların muhasebe kayıtları baz alınarak tespit edilmiş değeridir. Yüksek enflasyona sahip ülkelerde faaliyet gösteren firmaların finansal durumları, enflasyondan doğal olarak olumsuz bir şekilde etkilenmektedir. Yüksek enflasyon oranının bulunduğu ülkelerde faaliyet gösteren firmaların defter değeri, o firmaların belirli bir tarihteki muhasebe değerini gösterdiği için mevcut firmaların ekonomik değerini göstermemektedir (Demirkol 2007:16). Firma varlıkları, enflasyon dönemlerinde firma varlıklarının defter değerinin piyasa değerinden uzaklaşmasının sebebi varlıkların elde edildiği tarihteki emsal değerleri üzerinden bilançoda gösterilmesidir (Şanlı 2018:51).

Firma değerinin belirlenmesinde muhasebe değerinin önem kazandığı durumlar aşağıdaki gibidir (Demirkol 2007:16):

- Yeni kurulmuş şirketlerde,
- Kazançları dengeli olmayan şirketlerde,
- Geleceğe dair belirsizliğin fazla olması sebebiyle gelecekteki gelirlerine bağlı değerlendirme yöntemlerinin spekülatif bir duruma gelmesiyle,
- Varlıklarının önemli bir bölümü bankalarda olduğu gibi parasal varlıklardan oluşan finansal kurumlarda.

Bir şirketin defter değeri aynı zamanda bilançosunda bulunan öz sermayenin de değeridir. Öz sermaye değeri, toplam varlıklar ile toplam borçlar arasındaki farktır (Fernandez 2004:3). Öz sermaye tutarının dolaşımda yer alan pay senedi miktarına bölünmesi ile pay senetlerinin defter değeri bulunmaktadır ve bulunan değer

https://finansguncesi.files.wordpress.com/2014/03/temel_finans_matematigi_ekim_2012.pdf
(10.01.2019)

⁸ Türkiye Sermaye Piyasası Aracı Kuruluşları Birliği (2012). Temel Finans Matematiği, Değerleme Yöntemleri, Muhasebe ve Maliyet Analizi.

https://finansguncesi.files.wordpress.com/2014/03/temel_finans_matematigi_ekim_2012.pdf
(10.01.2019)

çoğunlukla pay senedinin borsa değerinden farklıdır. Normal olarak bir pay senedinin borsa değerinin defter değerinden fazla olması beklenmektedir. Ancak, tersi bir durum söz konusu olursa, şirketin dağıtmadığı karları verimli bir şekilde kullanmadığı düşünülebilir. Defter değeri şu şekilde gösterilmektedir (Chambers 2009:208):

$$\text{Defter Değeri} = \text{Aktif Toplamı} - \text{Borç Toplamı}$$

Defter değeri yaklaşımındaki ana zayıflık; bilançoda bulunan varlık ve yükümlülüklerin maliyetleri ile bilançoda raporlanmaktayken entellektüel sermaye gibi birtakım varlıkların bilançoda tam olarak gösterilememesidir. Bunun sonucunda piyasa değeri ile defter değeri arasında farklılaşma meydana gelmektedir (Demir, Bahadır 2007:3). Defter değeri yönteminin gayet basit ve hesaplanmasının oldukça kolay olması güçlü yönünü oluşturmaktadır (Düzer 2008:30).

DÖRDÜNCÜ BÖLÜM

4. NAKİT TEMETTÜ ÖDEMELERİNİN FİRMA DEĞERİ ÜZERİNE ETKİLERİNİN PANEL VERİ YÖNTEMİ İLE ANALİZİ: BİST 30 ÜZERİNE BİR UYGULAMA

4.1. Çalışmanın Amacı

Çalışmanın amacı, BİST 30 endeksindeki firmaların finansal oranlarına bakarak kar payı ödemesi ile firma değeri arasındaki ilişki istatistiksel olarak araştırılmış, bu iki durum arasında bir ilişki söz konusu ise ne derecede ilişki olduğu tespit edilmeye çalışılmıştır. Literatür incelenmesinde de görüldüğü üzere oldukça fazla çalışma yapılmış olmasına rağmen genel bir yargıya ulaşılammış olması bizi bu çalışmayı yapmaya iten sebep olmuştur.

Buna göre, BİST 30 firmalarının finansal oranlarına bakarak kar payı ödemesinin firma değerini etkileyip etkilemedi, eğer etkiliyorsa pozitif ya da negatif etkileme derecesinin belirlenmesi temel hedef olarak belirlenmiştir.

4.2. Çalışmanın Önemi

Bu çalışmada kullanılan firmalar BİST 30 Endeksinden tercih edilmiştir. BİST 30 Endeksinin seçilmesinin nedeni, işlem hacmi olarak yüksek hacme sahip firmaların seçilmesinin analizi daha anlamlı çıkarabileceğinin düşünülmesidir. BİST 30 Endeksinde yer alan firmalar, BİST' de yer alan firmaların büyük firmalar olması ve işlem hacmi olarak belirli bir derinliğe sahip olmalarından dolayı, uygulamada daha anlamlı sonuçlar verebileceği düşünülmüştür.

Firma değeri olarak baktığımızda, firmaların daha fazla yatırımcı tarafından takip edildiği, günlük veya saatlik gibi oldukça kısa süreli değerlemeleri ile beraber, yıllık gibi geleceğe dönük uzun zamanları da kapsayan değerlendirmelerin yapıldığı piyasalar, sermaye piyasalarıdır. Sermaye piyasalarının, kaynakların dağılımını etkin bir şekilde üstlenen önemli bir araç olarak, menkul kıymetlere ait tüm bilgileri bu piyasada işlem görmekte olan menkul kıymet fiyatlarının yansıttığı etkin piyasalar

olması gerekmektedir. Bu nedenle, araştırmanın alanı işlem hacimleri de göz önüne alınarak Borsa İstanbul 30 Endeksi (BİST 30) olarak belirlenmiştir.

4.3. Araştırma Yöntemi ve Kullanılan Veriler

Bu çalışma da, BİST 30 Endeksinden seçilen firmaların Tobin's Q oranları, piyasa Değeri/ Defter Değeri, Hisse Başına Karı ve Temettü Ödemeleri, Aktif Karlılık (ROA) oranları, Öz Kaynak Karlılık (ROE) oranları, Aktif Büyüme, Öz Sermaye büyüme ve Fiyat / Kazanç oranlarının firma değeri üzerindeki etkisi incelenmektedir. Araştırmada, zaman serisi "T" (2007-2017) ve yatay kesit "N" (20 adet firma) boyutu olmasından dolayı her iki boyutu da bir arada inceleyebildiğimiz bir yöntem olan panel veri analizi kullanılmıştır. BİST 30 Endeksindeki araştırmaya uygun olan firmaların yukarıda sayılan değerleri ile firma değeri arasındaki ilişkileri Panel Veri Analizi ile incelenmiştir, yukarıdaki değerler ile firma değeri arasındaki ilişkinin derecesi ölçülmeye çalışılmıştır.

Çalışmada analizler, BİST 30 Endeksi'nde işlem gören ve verilerinin araştırma süresi olan 11 yıla bakılarak en az 6 yılına tam olarak ulaşılan 20 firmanın 2007-2017 yıllarına ait açıklamış oldukları finansal değerleri incelemeye alınmıştır. Çalışmada, 30 firma üzerine analiz yapılmak istenmiş ancak 10 firmanın verilerine büyük oranda ulaşılamadığı için analize dahil edilmeyerek firma sayısı 20'ye düşürülmüştür. Analize dahil edilen firmaların listesi tablo 4.1'de verilmiştir.

Tablo 4.1 Analizde Kullanılacak Verilerin Ait Olduğu Firmalar

Sayı	Firma Kodu	Firma İsimleri
1	AKBNK	AKBANK
2	ARCLK	ARÇELİK
3	ASELS	ASELSAN
4	BIMAS	BİM MAĞAZALAR AŞ
5	EREGL	EREĞLİ DEMİR ÇELİK
6	GARAN	GARANTİ BANKASI
7	HALKB	TÜRKİYE HALK BANKASI
8	ISCTR	İŞ BANKASI
9	KCHOL	KOÇ HOLDİNG
10	PETKM	PETKİM
11	SAHOL	SABANCI HOLDİNG
12	SISE	ŞİŞE CAM
13	SODA	SODA SANAYİİ
14	TAVHL	TAV HAVALİMANLARI
15	TCELL	TURKCELL
16	TKFEN	TEK FEN
17	TOASO	TOFAŞ OTO. FAB.
18	TTKOM	TÜRK TELEKOM
19	TUPRS	TÜPRAŞ
20	VAKBN	VAKIFLAR BANKASI

Çalışmada kullanılan 20 firmanın verileri; www.kap.com.tr ve www.finnet.com.tr üzerinden elde edilmiştir. Piyasa değeri/defter değeri (PD/DD), Tobin's Q oranı (TBNQ), hisse başına kar (HBK), temettü ödemeleri (TEM2), aktif karlılık (ROA), öz kaynak karlılık (ROE), öz sermaye büyümesi (OBYM), aktif büyüme (ABYM) ve fiyat kazanç oranı (FKO) olarak alınmış ve panel veri analizi ile test edilmiştir. Analizler E-views 9 ve Stata 14.2 programlarında yapılmıştır. Amacımız firmaların finansal oranlarına bakarak kâr payı ödemesi ile firma değeri arasındaki ilişkinin istatistiksel olarak tespit edilmesidir. Uygulamada kullanılan değişkenler ve açıklamaları Tablo 4.2.'de gösterilmiştir.

Tablo 4.2 Uygulamada Kullanılan Değişkenler ve Açıklamaları

Kodu	Değişken	Açıklaması
PD/DD	Piyasa değeri Defter değeri	Piyasa Değeri/Öz Sermaye
TBNQ	Tobin's Q	(Piyasa Değeri + Kısa Vadeli Yükümlülükler + Uzun Vadeli Yükümlülükler) / Toplam Aktifler
HBK	Hisse Başına Kar	Dönem Karı/Hisse Senedi Sayısı
TMT2	Temettü 2	Temettü Vermesi "1", Vermemesi "0"
ROA	Aktif Karlılık	Net Kar/Toplam Varlıklar
ROE	Öz kaynak Karlılık	Net Kar/Öz Sermaye
OBYM	Öz sermaye Büyümesi	[(Son Dönem Öz Sermaye- Önceki Dönem Öz Sermaye)/Önceki Dönem Öz Sermaye]*100
ABYM	Aktif Büyüme	Aktif Büyüme Oranı = [Dönem Sonu Aktifler – Dönem Başı Aktifler] / Dönem Başı Aktifler]*100
FKO	F/K Oranı	Hisse Başına Piyasa Değeri / Hisse Başına Kar

4.4. Çalışmanın Kısıtları

2007-2017 yılları arasında, BİST 30 Endeksinde işlem gören 30 firma incelenmiştir. Bu firmaların tamamı ile çalışılmak istenmiş olsa bile verilerinin belli bir kısmına ulaşamamasından dolayı 10 adet firma uygulamaya dahil edilmeyerek çıkarılmıştır. Sonuç olarak, BİST 30 Endeksinde bulunan 20 firmanın, 2007-2017 yıllarına ait yıllık verileri ve 220 gözlem sayısı üzerinde, temettü dağıtım uygulamalarının firma değeri üzerindeki etkileri panel veri analiz tekniği kullanılarak test edilmiştir.

4.5. Çalışmada Kullanılan Yöntemler

4.5.1. Panel Veri Analizi

Yapılan bu çalışmada panel veri analizi yöntemi ile firmaların yapmış oldukları kar payı ödemelerinin firma değeri üzerine etkisinin ne ölçüde olduğu araştırılmaktadır.

Ekonometrik model analizlerinde, zaman serisi (time series) verileri, kesit (cross-section) verileri ve karma (pooled) verilerden oluşan üç çeşit veri

kullanılmaktadır. Zaman serisi verilerini bir değişkenin günlük, haftalık, aylık, yıllık vs. olacak şekilde birden fazla zamanda elde edilen gözlem değerlerinden oluşmaktadır. Kesit verileri, bir ya da birden fazla değişkeni temsil eden değerlerin belirlenen bir zaman noktasında bir araya getirilmesidir. Karma veriler ise her iki veri türünü de içermektedir. Çalışmamızda kullanılan panel veri, karma verilerin bir türüdür (Gujarati 2003: 25-28). Aynı zamanda, veri setlerine göre panel verileri dengeli (balanced) ve dengesiz (unbalanced) panel veri olmak üzere ayırabiliriz. Dengeli panel veride her bir kesit için zaman serileri eşit uzunlukta bulunurken, dengesiz panel veride zaman serilerinin farklı uzunlukta olduğu veri setleri bulunmaktadır (Greene 2003:293).

Panel veri, yatay kesit gözlemleri olarak isimlendirilen ülkeler, firmalar, hane halkı, bireyler gibi "N" sayıda birim ile "T" sayıda dönemin birleştirilmesi yoluyla oluşmaktadır. Ekonometrik analizlerde farklı sebeplerden dolayı, zaman serisi verileri ile yatay kesit verilerinin ayrı olarak kullanılma eğilimi mevcuttur; ya yalnızca zaman ya da yalnızca kesit boyutu ile ilgilenilmektedir. Bazı finansal ve iktisadi ilişkilerde tek bir boyutun kullanımındaki yetersizlikler, hem zaman serisi verilerinin hem de yatay kesit verilerinin birlikte kullanıldığı panel verileri gündeme getirmiştir (Tatoğlu 2018:1).

Panel veri analiz yöntemi geleneksel zaman serileri ve yatay kesit verileri kullanılarak yapılan projelere göre değişkenler arasındaki etkileşimi düşürdüğünden ekonometrik tahminlerin etkinliğinin yükselmesine katkıda bulunmaktadır (Hsiao 2003:3).

\dot{I}	t	Y_{it}	X_{1it}	.....	XK_{it}
1	1	Y_{11}	X_{111}	.....	XK_{11}
.
1	T	Y_{1T}	X_{11T}	.....	XK_{1T}
.
.
N	1	Y_{N1}	X_{1N1}	.....	XK_{N1}
.	.	Y_{NT}	X_{1NT}	.....	XK_{NT}
N	T				

$\dot{I}=1\dots N$, YATAY-KESİT, $t=1\dots T$, ZAMAN, Y: BAĞIMLI DEĞİŞKEN, X: BAĞIMSIZ DEĞİŞKENLER

Şekil 4.1: Genel Olarak Kullanılan Panel Veri Seti

Kaynak: Kök, Recep ve Şimşek, Nevzat (2012); “Panel Veri Analizi Sunumu” s. 1-28, <http://www.deu.edu.tr/userweb/recep.kok/dosyalar/panel2.pdf> Erişim Tarihi: 17.06.2019.

Panel veri analizi, yalnızca zaman serisi ya da yalnızca yatay kesit birimleri ile karşılaştırıldığında birçok yönden avantajlara sahiptir. Panel veri analizinin avantajları aşağıda sıralanmıştır (Uyan 2018:118; Gujarati 2003:637-638):

- Panel verileri zaman içinde gözlemlenen ülkeler, firmalar, bireyler vb. birimlerle ilgilidir. Doğal olarak, bu birimler içindeki heterojenlik sorunu ile panel veri karşı karşıyadır. Panel veri tahmin yöntemlerinde heterojenlik sorunu birime özgü değişkenlerin yapılan analize dahil edilmesi ile ortadan kaldırılabilir.
- Panel verinin zaman serisi veya yatay kesit analizlerinden çok daha fazla gözlem içeriyor olması ve bu gözlemlerin tek boyutlu olmaması da zaman serisine ve yatay kesite kıyasla büyük bir avantaj sağlamaktadır. Bu ise, değişkenler arasındaki serbestlik derecesi ve etkinliği artırırken çoklu doğrusal bağıntının da azalmasını sağlamaktadır.

- Sadece zaman serisi ya da yatay kesit teknikleri kullanılarak elde edilemeyecek özelliklerin belirlenmesinde ve ölçülmesinde de panel veri tahmin teknikleri kullanılabilir.
- Panel veri tekniği sayesinde daha karmaşık olan davranış modellerinin oluşturulması ve kurulan modellerin test edilmesi de mümkündür. Modellemede yapılan bu esneklik panel verinin zaman serisi ve yatay kesit tekniğine göre en önemli avantajıdır (Karakılıç 2018:59).

Panel veri yönteminin avantajları olduğu gibi bazı dezavantajları da mevcuttur. Bu dezavantajları şöyle sıralayabiliriz (Baltagi 2005:7-8):

- Veri toplama ve panel anketlerinin tasarım sürecinde meydana gelen sorunlar. Bu sorunlar; kapsama problemi (örneklem oranlarının eksik hesaplanması ile oluşmaktadır), tepki vermeme (görüşmecinin hatası ya da katılımcının işbirliği eksikliği), hatırlama (cevaplayan katılımcının cevaplarını doğru hatırlamaması), görüşme aralığı, referans dönemi, görüşme sıklığı, sınırlandırma ve örnekleme zamanının yanlış kullanılmasıdır.
- Belirsiz sorular, tepkilerin kasıtlı olarak bozulması, cevapların yanlış yazılması, uygunsuz bilgilendiriciler, mülakat yapan kişinin etkileri ve hafıza hataları gibi sebeplerle ölçüm hataları oluşabilir.
- Öz seçicilik, yanıtlamama (katılımcının cevap vermemesi) ve yıpranma (zaman içinde katılımcıların ölmesi, taşınması vb.) gibi seçicilik sorunları.
- Yatay kesitin büyük, zaman serisi boyutunun kısa olduğu durum. Özellikle sabit etkiler modelinde bulunan sonuçların gücünde zayıflığa sebep olmaktadır. Bunun yanında, korelasyon sorununun görülmesine yol açan etkilerden biri kısa zaman serisinin varlığıdır.
- Uzun zaman serileri ile oluşturulmuş bölgelere ve ülkelere ait makro panellerin hesaplanmasında görülen yatay kesit bağımlılığı bir diğer

dezavantajdır. Birim kök testleri bu bağımlılığı hesaba katarak alternatif oluşturmaktadır.

4.5.2. Durağanlık ve Birim Kök Testleri

Ekonometrik analizlerde durağan seriler, varyansı ve ortalaması zaman içinde değişmeyen, iki dönem arasındaki ortak varyansı (kovaryansı) yalnızca bu iki dönemin uzaklığına bağlı olan yani hesaplandığı döneme bağlı olmayan zaman serilerine denir (Bostancı 2017:92-93).Çalışmalarda durağan olmayan panel veri modellerinin tercih edilmesi durumunda zaman serilerinde de görülmekte olan sahte (gerçekte var olmayan) regresyon sorunu ortaya çıkmaktadır. Bundan dolayı zaman boyutu her bir birim için panel verilerde arttığında, tahmine geçmeden önce durağanlığın test edilmesi, serilerin birim kök bulundurup bulundurmadığının tespit edilmesi önem taşımaktadır (Tatoğlu 2018:4). Analizi yapılan değişkenin birim köke sahip olduğu, yani durağan olmadığının görülmesi halinde trendden arındırma veya fark alma işlemleri yapılarak değişkenin durağan olması sağlanmalıdır. Serinin ortalamasının sıfır, varyanslarının sabit olduğunu söyleyen hata terimleri varsayımlarının sağlanması durağanlıkla mümkün olacaktır (Uyan 2018:126).

Serinin örneklem ortalamasının, kovaryansının ve varyansının farklı iki zaman diliminde aynı olması o serinin durağan olduğunu ifade etmektedir. Serilerin durağan olduğuna ya da olmadığına karar vermek için genellikle birim kök testlerinden yararlanır.

Birim kök testinde kullanılan hipotezler aşağıdaki gibi kurulmaktadır:

H_0 : Serilerde birim kök vardır.

H_1 : Serilerde birim kök yoktur.

Durağan olup olmamasına göre serilerin temel farklarını aşağıdaki şekilde sıralayabiliriz (Kutlar 2017:148):

Durağan seriler için;

- Seride dalgalanmalar yaşansa bile uzun dönemde aynı ortalamayı koruduğu bir durumdur.
- Zamana göre değişmeyecek olan sonlu bir varyansa sahiptir.

Durağan olmayan seriler içinse;

- Serinin uzun sürede de olsa döneceği ortalama değeri söz konusu değildir.
- Zamanın sonsuza yaklaştığı durumda varyans zamana bağlı ise o da doğal olarak sonsuza yaklaşır.

Panel birim kök testleri, çeşitli başlıklar altında incelenebilir. Eğer birimler arasında korelasyonun olup olmama durumu var ise birinci veya ikinci kuşak panel birim kök testi uygulanırken; otoregresif parametrenin benzerlik durumunu göz önünde bulundurarak da homojen ve heterojen panel birim kök testleri uygulanabilir (Tatoğlu 2018:4).

- Otoregresif parametrenin homojen olduğu ve kalıntıda birimler arası korelasyonun bulunmadığı durumlarda, zaman serileri analizinde uygulanan teknikler panel veri analizi için de kullanılabilir.
- Otoregresif parametrenin heterojen olduğu ve kalıntıda birimler arası korelasyonun bulunmadığı durumlarda, panel durağan olan ve durağan olmayan serilerin birleşiminden meydana gelmektedir. Bundan dolayı, zaman serileri için kullanılan birim kök testleri her bir birimde ayrı ayrı uygulanarak tüm panel için bazı yöntemlerle birleştirilebilmektedir.
- Kalıntıda birimler arası korelasyon bulunuyorsa ve otoregresif parametre heterojen ya da homojen olduğunda,
 - Yapılan çeşitli dönüşümler sayesinde birimler arası korelasyonun etkisi azaltılabilmekte,

- Kullanılacak çeşitli yöntemlerle birimler arası korelasyon dikkate alınacak şekilde modellenilebilmekte,
- Birimlerdeki ortak faktörlerin birimler arası korelasyona sebep olanları çeşitli yöntemler ile modellere eklenebilmekte ve dahi faktörlerde bulunan durağanlık ayrı olarak test edilebilmektedir.

4.5.3. Panel Veri Yönteminin Belirlenmesi

Serilerin durağan olduğuna kanaat getirdikten sonra panel veri tahmin yöntemleri ile değişkenler arasındaki tahmin edilebilir. Sabit terimin ne şekilde olduğuna yönelik varsayımlara bakılarak değişkenler arasındaki ilişkiyi tahmin etmek için iki farklı panel veri tahmin yöntemi kullanılabilir. Sabitin tüm kesitler için aynı olduğu panel en küçük kareler (EKK) yöntemi için varsayılmaktadır (Vergil ve Karaca 2010:1213). Sabitin kesitlere göre değişebileceğini varsayan ise iki yöntem bulunmaktadır. Bu yöntemleri, Sabit Etkiler Yöntemi ve Tesadüfi Etkiler Yöntemi olarak söyleyebiliriz.

4.5.3.1. Sabit Etkiler Modeli

Yatay kesitlerin her birinin bireyselliklerini dikkate almak adına, her bir şirket için farklı sabit katsayılar, eğim katsayılarının ise aynı olmasına izin verilmelidir. Bu model yöntemi literatürde sabit etkiler modeli olarak geçmektedir. Burada sabit etkiler terimi, her ne kadar sabit her bir kesim için farklılaşsa da, her bir kesitin sabitinin zamanla değişmemesinden (time invariant) gelmektedir. Sabit etkiler modelinde eğim katsayıları hem kesit hem de zaman için aynı olmaktadır (Kök ve Şimşek 2009:10).

Sabitlenmiş etki modelleri, gruba göre sabitleri değiştirken teknik olarak eğimleri sabit olan modellerdir. Önemli geçici etkiler görülmemesine rağmen, sabit terimleri gruba özel olan bu modeller gruplar arasında önemli farkların bulunduğu durumlarda uygulanmaktadır. Ancak sabit terimin bahsedilen özelliği, sabit terimin zamana göre değişeceğini göstermemektedir. Bazı durumlarda zamana göre bir değişme görülebileceği gibi, bazı durumlarda da görülmeyebilir. Sabitlenmiş etki modellerinin teorik yapıları aşağıdaki gibi gösterilebilir (Tunay 2009:43):

$$Y_{it} = \alpha_i + \beta' X_{it} + e_{it} \quad i = 1, \dots, n \text{ ve } t = 1, \dots, T$$

Bu eşitlikte; Y_{it} açıklanan veya bağımlı değişkeni, X_{it} k sayıda açıklayıcı veya bağımsız değişkenlerden oluşan vektörü simgelemektedir. α_i ($i=1,2,\dots,n$) araştırılan gruba özel olan model sabitidir ve yukarıda da söylendiği üzere gruplar arasında farklılıkların bulunduğu varsayımına dayanmaktadır. β' ise, açıklayıcı değişkenlerin ayrı ayrı katsayılarını yansıtan katsayılar vektörüdür.

4.5.3.2. Rassal (Tesadüfi) Etkiler Modeli

Rassal veya tesadüfi etki modelleri ise; genel anlamda rassal bir sabit terim içermekte olan regresyon modelleri olarak tanımlanabilir. Bu modelde hesaba katılmayan hatanın veya açıklayıcı değişkenin elde edilmesi hedefiyle, hesaplamalar sonucunda rassal olarak model sabitinin belirleneceği varsayılmaktadır. Fakat modelde incelenen gruplara özel olan sabit terimdeki sapmayı gösteren "gruba özel hata terimi", modellenen değişkendeki hata terimi ile ilişkisiz olmalıdır. Bu tarz modellerde, rassal veya tesadüfi etki taşıyan tek bir sabit terim bulunmaktadır (Tunay 2009:43).

Birimlere veya zamana ve birimlere göre meydana gelen değişiklikler, modele hata teriminin bir bileşeni şeklinde dahil edilmektedir. Bunun ana sebebi, sabit etkili modellerde karşılaştığımız serbestlik derecesi kaybının önüne geçilmek istenmesidir. Rassal etki modellerinde önemli olan şey birime veya zamana ve birime özel katsayıların tespit edilmesi değil, birime veya zamana ve birime özel hata bileşenlerinin tespit edilmesidir. Ayrıca rassal etkiler modelinde, yalnızca gözlenen örnekteki kesit, zamana ve birimlere göre meydana gelen farklılıkların etkisini değil, örneğin dışındaki etkileri de dikkate almaktadır (Pazarlıoğlu, Gürler 2007:38).

Tesadüfi etki modellerinin teorik yapısı aşağıdaki gibi gösterilebilir:

$$Y_{it} = \alpha_i + \beta' X_{it} + e_{it} \quad i = 1, \dots, n \text{ ve } t = 1, \dots, T$$

Burada sabit etkiler modeli ile tesadüfi etkiler modeli arasındaki farka dikkat etmek gerekebilir. Sabit etkiler modelinde her bir yatay kesitin, kendisine ait bir sabit değerinin olduğunu söylemiştik. Tesadüfi etkiler modelinde ise, α_i sabiti tüm yatay kesit sabitlerinin ortalama olarak bir değerini göstermekte ve e_{it} yatay kesite özgü

sabitin bu ortalama değer üzerinden tesadüfi sapmalarını göstermektedir. e_{it} doğrudan gözlem yapılamayan bir değerdir (Kök ve Şimşek 2009:20).

4.5.3.3. Hausman Testi

Çalışmamızda sabit etkiler modelinin mi daha uygun olacağı yoksa rassal (tesadüfi) etkiler modelinin mi daha uygun olacağı Hausman testi ile belirlenerek karar verilmiştir.

Birimlerin veya zaman ve birimlerin farklılıklarını temsil eden katsayıların bir diğer ifade ile rassal etkiler modelindeki hata terimi bileşenlerinin bağımsız değişkenlerden ilişkisiz olduğu iddiasının gerçekliği, Hausman tarafından tavsiye edilen test istatistiği ile incelenebilmektedir.

Bu durumda, rassal etkiler modelinin parametre tahmincileri ile sabit etkiler modelinin parametre tahmincileri arasındaki farkın anlamlı olup olmadığının istatistiki olarak incelenmesi gerekmektedir. İki model arasından hangisinin tercih edileceğine Hausman test istatistiği ile karar verilecektir (Savsar 2012:88).

Sabit etkiler ile rassal etkiler modellerinden hangisinin tercih edileceğine karar vermek için Hausman test hipotezi şu şekilde kurulmuştur;

H_0 : Rassal Etkiler Vardır.

H_1 : Rassal Etkiler Yoktur.

Yapılan analizler sonucunda uygulama için kurulan her iki modelde de H_0 hipotezi red edilerek H_1 hipotezi kabul edilmiştir. Hausman test istatistiği sonuçlarına göre olasılık değerinin %5'in altında çıkmasından dolayı rassal etkiler modelinin uygun olmayacağından, sabit etkiler modelinin tercih edilmesi gerekmektedir.

4.6. Panel Veri Analizi Sonuçları

Panel veri analizi, ekonomi başta olmak üzere, psikoloji, sağlık araştırmaları, sosyoloji, siyaset bilimi, eğitim gibi çok değişik alanlarda kullanılmaktadır. Mikro ekonomi ile ilgili çalışmalarda birim sayısı fazla olduğundan (örnek: firmalar) panel veri analizi, makro ekonomi ile ilgili çalışmalara göre mikro ekonomide daha yoğun

olarak kullanılmaktadır. Makro ekonomik düzeyde ise genellikle ülkelerin zaman sürecindeki faaliyetlerinin incelendiği çalışmalarda kullanılmaktadır. Siyaset biliminde genellikle partilerin ve organizasyonların zaman sürecinde siyasi hareketleri, insanların alışkanlıkları ile ilgili çalışmalarda kullanılmaktadır. Psikoloji, sosyoloji ve sağlık araştırmalarında, insanların ve insan gruplarının zaman sürecindeki davranışları ile ilgili çalışmalarda panel veri analizi kullanılmaktadır (Baltagi 2005:91-195).

Uygulamaya konu olan 20 firmanın değişkenlerine ait tanımlayıcı istatistikler Tablo 4.3'te gösterilmiştir.

Tablo 4.3 Değişkenlere Ait Tanımlayıcı İstatistikler

Değişkenler	Ortalama	Ortanca	Maximum	Minimum	Standart Sapma	Gözlem Sayısı
PD/DD	2,2350	1,4500	16,6400	0,0000	2,5689	220
TBNQ	1,4062	1,1216	6,6636	0,5176	0,9320	220
HBK	1,1285	0,7550	15,2200	0,0000	1,5341	220
TMT2	0,8272	1,0000	1,0000	0,0000	0,3788	220
ROA	6,0829	4,9350	21,9700	-8,33	5,3855	220
ROE	18,915	15,8950	65,1000	-1,729	11,9145	220
ABYM	16,286	16,5500	45,1100	-5,063	11,7141	220
OBYM	15,986	15,0700	95,5700	-3,218	14,9032	220
FKO	15,203	9,5050	612,1300	0,0000	42,1646	220

Burada bağımlı değişkenlerimizden PD/DD değişkenimiz firmanın borçlarını da dahil ederek hesaplanan toplam değerinin öz sermayesine oranıdır. Bu oranın yüksek olması firmanın faaliyetlerinde yüksek bir değer yarattığı şeklinde yorumlanabilir (Aydın 2009:57). PD/DD oranını etkileyen en önemli değişken şirketin öz sermayesinin getirisidir. Öz sermayedeki getiri ne kadar yüksek olursa, şirketin PD/DD oranı da o kadar yüksek olmaktadır.

Bir diğer bağımlı değişkenimiz olan TBNQ değişkeni James Tobin tarafından literatüre dahil edilmiştir. Piyasa değeri ile toplam borç toplamalarının toplam varlıklara oranı olarak hesaplanmaktadır. Tobin's Q oranının 1'den büyük çıktığı durumlarda firmaların yatırım yapma isteği olabilir. Bunun sebebi sermaye donanımının onu yerine koyma maliyetinden daha fazla olmasından

kaynaklanmaktadır. Aynı zamanda Tobin's Q değeri yüksek olan firmalar için güçlü bir rekabet avantajına sahip oldukları söylenebilir. Tobin's Q değerinin 1'den düşük olduğu durumlarda ise, firmalar yatırım yapmayı durdurabilirler. Böyle bir durumda yeni varlıkların satın alınmasından ziyade şirket birleşmeleri yöntemiyle varlık edinmek daha ucuz olabilir (Efecik 2006:97).

Uygulamada kullanılacak olan değişkenlerimiz arasındaki ilişkilerin tespiti için korelasyon katsayıları hesaplanmıştır. Analiz sonucunda elde edilen Pearson korelasyon katsayıları Tablo 4.4.'te gösterilmiştir.

Tablo 4.4 Değişkenler Arası Korelasyon Katsayıları

	PD/DD	TBNQ	HBK	TMT2	ROA	ROE	OBYM	ABYM	FKO
PD/DD	1								
TBNQ	,793**	1							
HBK	,199**	0,127	1						
TMT2	-0,07	0,034	0,109	1					
ROA	,555**	,491**	,241**	0,075	1				
ROE	,666**	,498**	,430**	,175**	,757**	1			
OBYM	,227**	,155*	,175**	0,115	,300**	,487**	1		
ABYM	,216**	,143*	,150*	0,089	,208**	,281**	,258**	1	
FKO	0,088	0,104	-0,071	-,196**	-0,053	-0,101	0,033	0,026	1

Not: * ve **sembolleri sırasıyla %5 ve %1 anlamlılık düzeyini ifade etmektedir.

Bağımsız değişkenlerin birbirini etkileme derecesi olan korelasyon yönteminde, literatür incelendiğinde %80 ve altının genel kabul edilen bir görüş olduğu söylenebilir. Tablo 4.4.'de bakıldığında %80'i geçen değer bulunmaması analiz açısından olumlu bir durumdur. Buna göre elde edilen korelasyon katsayıları incelendiğinde analizi olumsuz yönde etkileyebilecek bir duruma rastlanmamıştır.

4.6.1. Yatay Kesit Bağımlılığın Test Edilmesi

Seriler arasında yatay kesit bağımlılığı söz konusu ise bu durum dikkate alınarak analiz yapılması bulguların doğruluğunu ve güvenilirliğini etkilemektedir (Breusch- Pagan 1980; Pesaran, 2004). Ayrıca uygulamada kullanılacak değişkenlerin panel veri analizine girmeden önce yatay kesit birimlerinin birbirleriyle bağımlı olması serilerde durağanlığın araştırılmasında kullanılan birim kök testleri kullanımı etkiler. Var olan birim kök testleri için birinci nesil birim kök testleri

değişkenlerin arasında bu ilişkiyi araştırmamaktadır. Yatay kesit bağımlılığını kontrol etmek için bu yüzden ikinci nesil birim kök testlerine başvurulmuştur. Yatay kesit bağımlılığını araştırmada kullanılan ikinci nesil birim kök testleri, Bias-correctedscaled LM testi, Pesaran (2004) CD, Breusch ve Pagan (1980) LM, Pesaran (2004) scaled LM testi şeklindedir. Bu testlerin kullanımı ise zaman boyutu “T” ve yatay kesit değişkeleri boyutu “N” nin birbirine göre durumu incelenerek karar verilmektedir. Buna göre; $T > N$ olduğu durumda Breusch ve Pagan (1980) LM testi; $N > T$ olduğu durumda Pesaran (2004) CD testi kullanmanın literatürde daha doğru olacağı belirtilmektedir.

Uygulama da yatay veri setimiz yani $N=20$ (firma) ve zamana bağlı veri setimiz yani $T=11$ (dönem)’ dir. Bundan dolayı $N > T$ şeklinde kabul edilen durumlarda kullanılan Pesaran (2004) CD testi yatay bağımlılığın test edilmesinde daha uygundur. Uygulama sonucunda elde edilen diğer test sonuçlarına da tabloda yer verilecektir. Uygulanacak yatay kesit bağımlılık testi için kullanılan hipotezler ise aşağıdaki gibidir.

H_0 : Kesitler arasında bağımlılık yoktur

H_1 : Kesitler arasında bağımlılık vardır.

Analiz sonucunda elde edilen olasılık değerleri için 0,05’ten küçük olması durumunda H_0 red edilecektir. Yani panel veri analizini oluşturan değişkenler arasında yatay kesit bağımlılığın olduğu sonucuna varılır. Bu durumunda uygulanacak birim kök testlerinin seçiminde yatay kesit bağımlılığı dikkate alınacaktır.

Tablo 4.5 Yatay Kesit Bağımlılığı Test Sonuçları

Değişkenler	Testler	Breusch-Pagan LM	Pesaran scaled LM	Bias-corrected scaled LM	Pesaran CD
PD/DD	Test İst.	669.2054	24.58272	23.58272	12.25266
	Olasılık (p)	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000
TBNQ	Test İst.	589.8320	20.51095	19.51095	12.85390
	Olasılık (p)	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000
HBK	Test İst.	742.8917	28.36274	27.36274	18.11238
	Olasılık (p)	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000
ROA	Test İst.	565.1850	19.24658	18.24658	3.646514
	Olasılık (p)	0.0000	0.0000	0.0000	0.0003
ROE	Test İst.	465.2206	14.11852	13.11852	4.342158
	Olasılık (p)	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000
ABYM	Test İst.	263.0214	3.745918	2.745918	6.341604
	Olasılık (p)	0.0004	0.0002	0.0060	0.0000
OBYM	Test İst.	387.0455	10.10822	9.108222	4.925125
	Olasılık (p)	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000
FKO	Test İst.	337.2664	7.554605	6.554605	5.706130
	Olasılık (p)	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000

Tablo 4.5 incelendiğinde elde edilen sonuçlara göre; olasılık değerleri (p)'lerin 0.05'den küçük olduğu görülmektedir. H_0 hipotezleri değişkenlerin tamamı için red edilerek H_1 hipotezi kabul edilmiştir, yani serilerde yatay kesit bağımlılığı olduğu görülmektedir. Bu sonuç incelenen firmalar için birinde meydana gelen değişikliğin diğerlerini de etkilediğini göstermektedir. Elde edilen sonuç çerçevesinde kullanılacak olan birim kök testlerinde ikinci kuşakta yer alan testler kullanılacaktır.

4.6.2. Panel Birim Kök Testi (CADF)

Verinin hem zaman hem de yatay kesit boyutuna ilişkin bilgiyi dikkate alan panel birim kök sınamalarının, sadece zaman boyutuyla ilgili bilgiyi göz önüne alan zaman serisi birim kök sınamalarından istatistiksel anlamda daha güçlü olduğu kabul edilmektedir (Im, Pesaran ve Shin, 2003; Maddala ve Wu, 1999; Taylor ve Sarno, 1998; Levin, Lin ve Chu, 2002; Hadri, 2000; Pesaran, 2006; Beyaert ve Camacho, 2008).

Çalışmada kullanılan değişkenler için panel veride kullanılan BİST30'da bulunan firmalar arasında yatay kesit bağımlılığı tespit edilmiştir. Serilerin birim kök

testi yapılarak durağanlığı test edilmesinde ikinci kuşak birim kök testi olan CADF (Cross-sectionally ADF) testi (Pesaran 2006) ile incelenmiştir. CADF testi ile panelde yer alan değişlere ait firmalar arasında birim kök testi yapılabilir. Değişkenler için yapılan birim kök testi sonuçları Tablo 4.6'da görülebilir.

Tablo4.6 CADF Pesaran Birim Kök Testi Sonuçları

Değişkenler	Testler	Pesaran's CADF
PD/DD	Test İst.	-2.769
	Olasılık (p)	0.0000
TBNQ	Test İst.	-2.454
	Olasılık (p)	0.0000
HBK	Test İst.	-2.659
	Olasılık (p)	0.0000
ROA	Test İst.	-2.597
	Olasılık (p)	0.0000
ROE	Test İst.	-3.214
	Olasılık (p)	0.0000
ABYM	Test İst.	-2.819
	Olasılık (p)	0.0004
OBYM	Test İst.	-2.928
	Olasılık (p)	0.0000

Not: Tabloda her firma için bireysel kritik değerler, Pesaran (2007) çalışmasında s.275-276'daki Tablo I (b) ve Tablo I (c)'den, panelin geneli için kritik değerler ise aynı çalışmada s.280-281'deki Tablo II (b) ve Tablo II (c)'den elde edilmiştir. Test istatistikleri sonuçlarına göre *, **, *** sırasıyla %10, %5 ve %1 düzeylerindeki istatistiksel anlamlılığı ifade etmektedir. P: Gecikme sayısıdır.

Test istatistiği değerleri mutlak değerce tablo değerlerinden büyük olduğundan dolayı çalışmada bulunan değişkenlerin durağan olduğu sonucuna varılabilir.

4.6.3. Model Belirleme Süreci

Çalışmada iki farklı model kurularak panel veri analiz tekniği kullanılarak test edilmiştir.

i. Model 1 için yapılan analiz sonuçları:

$$PD/DD_{it} = \beta_0 + \beta_1 HBK_{it} + \beta_2 TEM2_{it} + \beta_3 ROA_{it} + \beta_4 ROE_{it} + \beta_5 ABYM_{it} + \beta_6 FKO_{it} + \mu_{it}$$

Bu analizde performans ölçütü olarak primlerdeki büyüme esas alınmıştır. Klasik modeli tesadüfi etkiler modeline karşı test etmede olabilirlik oranı (LR) testi kullanılmaktadır. H_0 hipotezi klasik model geçerlidir şeklinde kurulmaktadır (Tatoğlu 2016:173). Panel veri modelleri klasik model, sabit etki ve rassal etki modeli şeklinde ayrılmaktadır. Klasik modelin reddi ya da kabulü için olabilirlik oranı (LR) testi yapılmaktadır (Tatoğlu 2013:168). Çalışmada kurulan Model 1 için LR testi sonuçları Tablo 4.7’de gösterilmiştir. Buna göre H_0 red edilerek klasik model yerine tesadüfi etkiler modeli dikkate alınacaktır.

Tablo 4.7 Model 1 İçin LR Testi Sonuçları

		Test İstatistiği	Olasılık(p)
LR testi	Birim	28.182	0.000
	Zaman	224.797	0.000
	Birim ve Zaman	24.127	0.000

Panel veri analizi; sabit ve tesadüfi etkiler modeli ve havuzlandırılmış model olmak üzere üçe ayrılmaktadır. Katsayıların birimlere veya birimler ile zamana göre değiştiğinin varsayıldığı modellere “Sabit Etkili Modeller” denmektedir (Pazarlıoğlu ve Gürler 2007:38). Sabit etkili modeller aşağıdaki gibi tanımlanabilir.

$$Y_{it} = \beta_{0i} + \beta_{1it} X_{1it} + \dots + \beta_{kit} X_{kit} + u_{it}$$

Tesadüfi etkili modeller; birimlere veya birimlere ve zamana göre meydana gelen değişikliklerin modele hata teriminin bir bileşeni olarak dahil edildiği modellerdir (Pazarlıoğlu ve Gürler 2007:38). Tesadüfi etkili modeller aşağıdaki gibi tanımlanabilir.

$$Y_{it} = \beta_{0i} + \sum_{k=1}^K \beta_{kit} X_{kit} + (u_{it} + \mu_i)$$

Model 1 için yapılan uygulamada değişkenlerimiz dikkate alındığında uygun modelin belirlenmesi adına χ^2 dağılımına sahip Hausman test istatistiği sonuçlarına bakılmaktadır. Model 1 için kurulan panel veri seti için uygulanan Hausman testi sonuçları Tablo 4.8’de gösterilmiştir.

Tablo 4.8 Model 1 İçin Rassal Etkilerin İlişkisi- Hausman Testi

Test Sonucu	Ki-kare İstatistiği	Serbestlik Derecesi	Olasılık(p)
Rassal Kesitler	21.14	6	0.0017

Model 1 için Hausman testi sonucunda elde edilen olasılık(p) değerimiz $p=0.0017 < 0,05$ olduğundan dolayı H_0 red edilerek H_1 kabul edilir. Buna göre rassal etkiler yerine sabit etkiler modelinin seçilmesi gerekmektedir.

Modellerde otokorelasyon, değişen varyans ve birimler arası korelasyondan en az birinin varlığı halinde t ve F istatistiklerinin, R^2 'nin ve güven aralıklarının geçerlilikleri etkilenmektedir. Bu yüzden model varsayımlarından en az birinin sağlanamaması halinde dirençli standart hatalar kullanılmalıdır (Tatoğlu, 2013:242).

Tablo 4.9 Model 1 Otokorelasyon, Değişen Varyans ve Birimler Arası Korelasyon

İncelenen Durum	Kullanılan Test	Test İstatistiği	Olasılık (p)
Değişen Varyans	WALD TESTİ	28869.58	0.0000
Otokorelasyon	Durbin-Watson	1.0296498	+
Birimler Arası Korelasyon	Pesaran's test	9.972	0.0000

Tablo 4.9 incelendiğinde modelde değişen varyans, otokorelasyon ve birimler arası korelasyonun varlığı görülmektedir. Bundan dolayı modelin tahmininde dirençli standart hatalar tahmincisi kullanılacaktır.

Veri seti itibariyle birim kök içermediği, Sabit Etkiler Modeline uygun olduğu ve heteroskedasite, otokorelasyon ve birimler arası korelasyon problemlerini barındırdığı ortaya konulan bu çalışmanın panel regresyon analizini yapabilmek için, bu şartlar ile örtüşen bir tahmin yöntemine ihtiyaç duyulduğu açıktır. Söz konusu bu yöntemin literatürdeki karşılığı ise; heteroskedasite, otokorelasyon ve birimler arası korelasyon problemlerine karşı dirençli bir tahmin yöntemi olarak tanımlanan “Driscoll ve Kraay Standart Hatalar ile Sabit Etkiler Regresyonu”dur (Abdulai ve Ramcke 2009:8-13).

Model 1 için elde edilen değerler sonucunda Driscoll ve Kraay tahmin edicisi ile model incelenecektir. Tablo 4.10’da Driscoll ve Kraay tahmin edicisi için elde edilen sonuçlar gösterilmiştir.

Tablo 4.10 Model 1 İçin Driscoll ve Kraay Tahmin Edicisi Sonuçları (PD/DD)

Değişkenler	Katsayılar	Standart Hata	t	Olasılık(p)
HBK	-.0527552	.037805	-1.40	0.193
TMT2	.1837927	.2593969	0.71	0.495
ROA	-.0540125	.0112727	-4.79	0.001***
ROE	.0543404	.0109394	4.97	0.001***
ABYM	.0001838	.0037467	0.05	0.962
FKO	.0019148	.0007357	2.60	0.026**
P= 0.0000		R ² = 0.1040	F= 20.24	
Not: ***,** ve * sembolleri sırasıyla %1, %5 ve %10 seviyesinde anlamlılığı ifade etmektedir.				

Tablo 4.10 incelendiğinde F testi sonucunda Model 1’in anlamlı çıktığı görülmektedir. Model 1 için girdiler olan bağımsız değişkenlerin model 1 için anlamlılığı ve etki yönü Tablo 4.11’de verilmiştir.

Tablo 4.11 Model 1 İçin Değişkenlerin Anlamlılığı ve Etkisi

Değişkenler	İlişki Yönü	Piyasa Değeri İlişkisi
HBK	-	Anlamsız
TMT2	-	Anlamsız
ROA	Negatif	Anlamlı
ROE	Pozitif	Anlamlı
ABYM	-	Anlamsız
FKO	Pozitif	Anlamlı

Model 1 için “ROA”, “ROE” ve “FKO” değişkenleri anlamlı çıkmıştır. BİST 30’da yer alan ve incelemeye dahil olan 20 firma için öz kaynak karlılığın ve fiyat kazanç oranının olumlu yönde etkilediği, aktif karlılığının ise negatif yönde etkilediği sonucuna ulaşılmıştır.

ii. Model 2 için yapılan analiz sonuçları:

$$TBNQ_{it} = \beta_0 + \beta_1 HBK_{it} + \beta_2 TEM2_{it} + \beta_3 ROA_{it} + \beta_4 ROE_{it} + \beta_5 ABYM_{it} + \beta_6 FKO_{it} + \mu_{it}$$

Bu analizde firma değerini temsilen Tobin's Q kullanılmıştır. Tobin's Q borsada işlem gören halka açık firmalarda kullanılmaktadır. Tobin's Q değerinin 1'den büyük olması firmalarla ilgili beklentilerin olumlu olduğunu işaret etmektedir (Koç, Şenol ve Çevik 2018:32). Model 2 için LR testi sonuçları Tablo 4.12'da gösterilmiştir. Buna göre H_0 red edilerek klasik model yerine tesadüfi etkiler modeli dikkate alınacaktır.

Tablo 4.12 Model 2 İçin LR Testi Sonuçları

		Test İstatistiği	Olasılık (p)
LR testi	Birim	53.897	0.000
	Zaman	242.750	0.000
	Birim ve Zaman	48.995	0.000

Model 2 için yapılan uygulamada değişkenlerimiz dikkate alındığında uygun modelin belirlenmesi adına χ^2 dağılımına sahip Hausman test istatistiği sonuçlarına bakılmaktadır. Model 2 için kurulan panel veri seti için uygulanan Hausman testi sonuçları Tablo 4.13'de gösterilmiştir.

Tablo 4.13 Model 2 İçin Rastgele Etkilerin İlişkisi- Hausman Test

Test Sonucu	Ki-kare İstatistiği	Serbestlik Derecesi	Olasılık(p)
Rassal Kesitler	88.33	6	0.0000

Model 2 için Hausman testi sonucunda elde edilen olasılık(p) değerimiz $p=0.0000 < 0,05$ olduğundan dolayı H_0 red edilerek H_1 kabul edilir. Buna göre rassal etkiler yerine sabit etkiler modelinin seçilmesi gerekmektedir.

Model 2 için otokorelasyon, değişen varyans ve birimler arası korelasyondan en az birinin varlığı halinde t ve F istatistiklerinin sonuçlarını etkilediğinden kontrolü

yapılmıştır. Buna göre Model 2 için elde edilen otokorelasyon, değişen varyans ve birimler arası korelasyon sonuçları Tablo 4.14' de verilmiştir.

Tablo 4.14 Model 2 Otokorelasyon, Değişen Varyans ve Birimler Arası Korelasyon

İncelenen Durum	Kullanılan Test	Test İstatistiği	Olasılık (p)
Değişen Varyans	WALD TESTİ	9.4e+05	0.0000
Otokorelasyon	Durbin-Watson	1.0892727	+
Birimler Arası Korelasyon	Pesaran's test	6.928	0.0000

Tablo 4.14 incelendiğinde modelde değişen varyans, otokorelasyon ve birimler arası korelasyonun varlığı görülmektedir. Bundan dolayı modelin tahmininde dirençli standart hatalar tahmincisi kullanılacaktır. Heteroskedasite, otokorelasyon ve birimler arası korelasyon problemlerine karşı dirençli bir tahmin yöntemi olarak tanımlanan Driscoll ve Kraay tahmin edicisi ile Model 2'nin tahmini yapılacaktır. Model 2 için Driscoll ve Kraay tahmin edici sonuçları ise Tablo 4.15'de gösterilmiştir.

Tablo 4.15 Model 2 İçin Driscoll ve Kraay Tahmin Edicisi Sonuçları (TBNQ)

Değişkenler	Katsayılar	Standart Hata	t	Olasılık(p)
HBK	-.0186492	.0121069	-1.54	0.154
TMT2	.134387	.0703712	1.91	0.085*
ROA	.0238516	.0073266	3.26	0.009***
ROE	.0064638	.0020158	3.21	0.009***
ABYM	-.0009483	.0011801	-0.80	0.440
FKO	.0011658	.0003134	3.72	0.004***
	P= 0.0000	R ² = 0.1913	F= 25.30	

Not: ***,** ve * sembolleri sırasıyla %1, %5 ve %10 seviyesinde anlamlılığı ifade etmektedir.

Tablo 4.15 incelendiğinde F testi sonucunda Model 2'nin anlamlı çıktığı görülmektedir. Model 2 için girdiler olan bağımsız değişkenlerin model için anlamlılığı ve etki yönü Tablo 4.16'de gösterilmiştir.

Tablo 4.16 Model 2 İçin Değişkenlerin Anlamlılığı ve Etkisi

Değişkenler	İlişki Yönu	Tobin's Q ilişkisi
HBK	-	Anlamsız
TMT2	Pozitif	Anlamlı
ROA	Pozitif	Anlamlı
ROE	Pozitif	Anlamlı
ABYM	-	Anlamsız
FKO	Pozitif	Anlamlı

Model 2 için ‘‘TMT2’’, ‘‘ROA’’, ‘‘ROE’’ ve ‘‘FKO’’ değişkenleri anlamlı çıkmıştır. BİST 30’da yer alan ve incelemeye dahil olan 20 firma için temettü verip vermediğinin, aktif karlılığın, öz kaynak karlılığının ve fiyat kazanç oranının olumlu yönde etkilediği sonucuna varılabilir.



SONUÇ ve ÖNERİLER

Kar payı dağıtım politikası, firmaların elde ettiği yıllık kar miktarlarının ne kadarının ortaklara dağıtılacağı ya da dağıtılmayarak firma bünyesinde bırakmak suretiyle otofinansman da kullanılacağını belirlemektedir. Yatırımcıların genel tercihi yıllık düzenli olarak kar payı dağıtımını yapan firmalar olmaktadır. Bu durumun her ne kadar Türkiye'de böyle olduğu görülse de ABD gibi bazı gelişmiş ülkelerde sinyal etkisi göz önüne alınarak kar payı dağıtımının yapılmadığı firmalar da tercih edilmektedir. Buna gerekçe olarak kar payı dağıtımını yapan firmaların finansman olanaklarını etkin şekilde kullanamadığı ve yatırım planlarına sahip olmadıkları, kar payı dağıtmayan firmaların ise fonlarını yeni ve daha karlı yatırım alanlarında kullanabileceklerinin işareti olarak algılanmaktadır. Bu yüzden finansman yöneticisi kar payı dağıtım politikalarına önem vermeli, ortakların ve hissedarların beklentilerini dikkate alarak karar vermesi daha doğru olacaktır. Finansman yöneticisine düşen belki de en önemli görevlerden bir tanesi, temettü dağıtım politikasını ayarlarken, hissedarların refahını artıracak, beklentilerini karşılayacak ve aynı zamanda firmanın büyüme seyrine engel olmayacak ve piyasa değerini maksimize edecek şekilde davranmasıdır.

Kar payı dağıtım politikasının firma değerine etkileri konusunda birçok teorik görüş belirtilmiş olsa da, kar payı dağıtım politikası finans alanında teorisi açısından çözülemeyen bir bilmece olarak tanımlanmaktadır. Omağ (2007) sermaye piyasalarının mükemmelliği, kar paylarının firmaların piyasa değerine etkisinin önemini azaltırken, güncel finans piyasalarında asimetrik bilgi, işlem giderleri, vergi gibi unsurların tam rekabet koşullarını bozmasından dolayı, kar paylarının firmalar ve hissedarlar açısından önemini arttığını söylemektedir.

Uygulamada ilk önce değişkenlere ait özet istatistikler belirlenmiştir. Bağımlı değişkenlerimizden piyasa değeri/defter değeri (PD/DD) ve Tobin's Q (TBNQ) oranları incelendiğinde, 2.23 olarak tespit edilen piyasa değeri/defter değeri oranı, firmaların piyasada oluşan değerlerinin nominal değerlerinin daha üzerinde bir değer olduğunu göstermektedir. 1.40 olarak tespit edilen Tobin's Q oranı ise, Tobin's Q>1 koşulundan dolayı, incelenmekte olan firmaların geleceğe dair beklentilerinin olumlu olduğu ilgili tablodan (tablo 4.3) görülmektedir. Bu bağlamda bulunan sonuçlar

Şenol ve Karaca (2017) ile Ege ve Topaloğlu'nun (2018) yapmış oldukları çalışma sonuçlarıyla benzerlik göstermektedir.

Çalışmada kullanılacak değişkenlerin ilişki katsayılarını ölçmek adına korelasyon testleri yapılmıştır. Yapılan korelasyon katsayılarının incelenmesi ile analizi olumsuz yönde etkileyebilecek bir duruma rastlanmadığı tespit edilmiştir.

Panel veri analizinde test edilmesi gereken bir diğer varsayım ise yatay kesit bağımlılığıdır. Seriler arasında yatay kesit bağımlılığı söz konusu ise bu durum dikkate alınarak analiz yapılması, bulguların doğruluğunu ve güvenilirliğini etkilemektedir. Uygulamada kullanılacak değişkenlerin panel veri analizine girmeden önce yatay kesit birimlerinin birbirleriyle bağımlı olması serilerde durağanlığın araştırılmasında kullanılan birim kök testleri kullanımı etkiler. Var olan birim kök testleri için birinci nesil birim kök testleri değişkenlerin arasında bu ilişkiyi araştırmamaktadır. Yatay kesit bağımlılığını kontrol etmek için bu yüzden ikinci nesil birim kök testlerine başvurulmuştur. Yatay kesit bağımlılığını araştırmada kullanılan ikinci nesil birim kök testlerinin seçim aşamasında ise zaman boyutu (T) ve yatay kesit değişkenlerine (N) bakılarak karar verilebilir. Çalışmamızda yatay kesit $N=20$ ve zaman boyutu $T=11$ olduğu için $N>T$ durumlarında kullanılan Pesaran CD testinin kullanımına karar verilmiştir.

Yatay kesit bağımlılığı test sonuçlarında ise tüm değişkenler için olasılık değerinin (P) 0.05'den küçük olduğu görülmektedir. Bu durumda H_0 hipotezi tüm değişkenler için red edilerek serilerde yatay kesit bağımlılığı olduğu görülmüştür. Bu sonuç incelenen firmalar için birinde meydana gelen değişikliğin diğerlerini de etkilediğini göstermektedir. Elde edilen sonuç çerçevesinde kullanılacak olan birim kök testlerinde ikinci kuşakta yer alan testlerin daha uygun olacağına karar verilmiş ve model o şekilde kurgulanmıştır.

BİST30'da bulunan firmalar arasında yatay kesit bağımlılığı tespit edildikten sonra serilerin birim kök testi yapılarak durağanlığının test edilmesinde ikinci kuşak birim kök testi olan CADF (Cross-sectionally ADF) testi (Pesaran, 2006) testi yapılmıştır. CADF testi sonucunda, test istatistiği değerlerinin mutlak değeri tablo değerlerinden büyük olduğu için çalışmada kullanılan değişkenlerin durağan olduğu

sonucuna varılabilir. Değişkenlerin durağan olması araştırma verilerinin sağlıklı çıkması ve sahte regresyon ilişkilerinin olmaması açısından önem taşımaktadır.

Çalışmada, literatürde firma değerini belirlediği yazılan ve sıkça kullanılan iki farklı bağımlı değişken (PD/DD, TBNQ) belirlenerek modeller geliştirilmiştir. Birinci modelde primlerdeki büyüme esas alınarak piyasa değeri ile defter değeri arasındaki oranın; ikinci modelde ise, firma değerini temsilen Tobin's Q oranının, hisse başına kar, temettü ödeme durumu, aktif karlılık, öz kaynak karlılığı, aktif büyüme, öz sermaye büyümesi ve fiyat kazanç oranına etkilerinin ölçülmesi amaçlanmıştır.

Çalışmada panel veri modellerinden hangisinin seçilmesi gerektiğine karar vermek için olabirlik oranı (LR) testi yapılmıştır. Panel veri modelleri klasik model, sabit etki ve rassal etki modeli olarak ayrılmaktadır. Uygulanan LR testi sonuçlarına göre, klasik model geçerlidir şeklinde kurulan H_0 hipotezi red edilerek panel veri modeli için tesadüfi etkiler modeli seçilmiştir. Panel veri analizi aşamasında ise modeller sabit, tesadüfi etkiler modeli ve havuzlandırılmış modeller olmak üzere üçe ayrılmaktadır. Katsayıların birimlere veya birimler ile zamana göre değiştiğinin varsayıldığı modellere Sabit Etkili Modeller denmektedir. Tesadüfi etkili modeller ise birimlere veya birimlere ve zamana göre meydana gelen değişikliklerin modele hata teriminin bir bileşeni olarak eklendiği modellerdir.

Her iki modelin de değişkenleri dikkate alındığında sabit etkiler modeline göre mi yoksa rassal etkiler modeline göre mi analizinin yapılacağını seçmek adına Hausman testi uygulanmaktadır. Bu aşamada, Hausman test istatistiği sonuçlarına baktığımızda hem model 1 için hem de model 2 için p (olasılık) değerinin 0'dan düşük çıktığı görülmüştür. Bu durumda H_0 hipotezi red edilerek H_1 hipotezi kabul edilir ve her iki model içinde rassal etkiler modeli yerine sabit etkiler modelinin kullanılmasına karar verilir.

Modellerde otokorelasyon, değişen varyans ve birimler arası korelasyondan en az birinin varlığı halinde t ve F istatistiklerinin, R^2 'nin ve güven aralıklarının geçerlilikleri etkilenmektedir. Bu yüzden model varsayımlarından en az birinin sağlanamaması halinde dirençli standart hatalar kullanılmalıdır (Tatoğlu 2013:242).

Yapılan testler sonucunda her iki model içinde değişen varyans (heteroskedastisite), otokorelasyon ve birimler arası korelasyon problemlerini barındırdığı görülmüştür. Bundan dolayı modelin tahmininde dirençli standart hatalar tahmincisinin kullanılması gerekmiştir.

Heteroskedastisite, otokorelasyon ve birimler arası korelasyon problemlerine karşı dirençli bir tahmin yöntemi olarak tanımlanan Driscoll ve Kraay tahmin edicisi ile model 1 ve model 2'nin tahmini yapılmıştır.

Model 1 için yapılan Driscoll ve Kraay tahmin edicisi sonuçlarına göre; model 1 için, F testi sonucunda model 1'in anlamlı çıktığına karar verilmiştir. Girdilerimiz olan bağımsız değişkenlerin anlamlılığı ve etki yönü aktif karlılık için negatif yönde anlamlı, öz kaynak karlılığı ve fiyat kazanç oranı için pozitif anlamlı sonuçlar tespit edilmiştir. Buna göre, aktif karlılık (ROA) değişkeni 1 br. arttığında PD/DD değişkeni %5.4 azalacaktır. Öz kaynak karlılığı (ROE) değişkeni 1 br. arttığında PD/DD değişkeni %5.4 artacaktır. Fiyat kazanç oranı (FKO) değişkeni 1 br. arttığında PD/DD değişkeni %0.2 artacaktır.

Model 2 için yapılan Driscoll ve Kraay tahmin edicisi sonuçlarına göre; model 2 için, F testi sonucunda model 2'nin anlamlı çıktığına karar verilmiştir. Model 2 için firmaların temettü ödeme durumları, aktif karlılık oranları, öz kaynak karlılık oranları ve fiyat kazanç oranı değişkenleri anlamlı çıkmıştır. Buna göre, Temettü ödemesini (TMT2) gösteren değişkendeki meydana gelen 1 br. artış TBNQ değişkenimizde %13'lük bir artışa sebep olmaktadır. Aktif karlılık oranı (ROA) değişkenindeki meydana gelen 1 br. artış TBNQ değişkenimiz üzerinde %2'lik bir artışı göstermektedir. Öz kaynak karlılığı (ROE) değişkenimiz üzerinde meydana gelen 1 br. artış TBNQ değişkenimiz üzerinde %0.6'lik bir artışı göstermektedir. Fiyat kazanç oranı (FKO) üzerinde meydana gelen 1 br. artış ise TBNQ değişkeni üzerinde %0.1'lik artışı göstermektedir. BİST 30'da yer alan ve incelemeye dahil olan 20 firma için temettü verip vermediğinin, aktif karlılığın, öz kaynak karlılığının ve fiyat kazanç oranının olumlu yönde etkilediği sonucuna varılabilir.

Bu sonuçlara bakarak firmaların yapmış oldukları temettü ödemelerinin firma değeri üzerinde olumlu bir etki oluşturduğu söylenebilir. Bulunan bu sonuçlar

Sandıkçı'nın (2014) ve Dereli'nin (2017) yapmış olduğu çalışmalar ile farklılık göstermekteyken, Kaba (2009), Demirel (2014), Savsar (2012) ve Bostancı'nın (2017) yapmış oldukları çalışmalar ile benzerlik göstermektedir.

Yapılan uygulama sonucunda görüldüğü gibi kar payı dağıtımını yapan firmaların piyasa değeri olumlu etkilenmektedir. Kar payı dağıtımlarında devamlılık ve artış gösteren firmalar yatırımcılar tarafından tercih edilecek ve yatırımcıların ileriye yönelik beklentilerini pozitif olarak şekillendireceklerdir. Doğal olarak bu politika sayesinde hem firma piyasa değeri artacak hem de yatırım sahiplerinin refah düzeyi artış gösterecektir. Burada firma yöneticisi kar payı dağıtım politikasını belirlerken firmanın mevcut karlarını ve gelecek dönemlerdeki büyüme ve yatırımları dikkate almakla birlikte pay sahiplerinin de beklentilerini göz ardı etmeyecek şekilde karar almalıdır.



KAYNAKLAR

Kaynak Kitaplar

- Akgüç, Öztin (1994). Finansal Yönetim (9. Baskı). Muhasebe Enstitüsü Yayınları. İstanbul.
- Akgüç, Öztin (1998). Finansal Yönetim (7. Baskı). Muhasebe Enstitüsü Yayınları. İstanbul.
- Akkuş, Bilge (2008). Finans Yönetimi: Paraya Hükmetmenin Sırları (1. Baskı). İstanbul: Kum Saati Yayınları.
- Aksoy, Ahmet (1993). İşletme Sermayesi Yönetimi. Ankara: Gazi Büro Kitapevi 1993.
- Aksoy, Şerafettin (2010). Vergi Hukuku ve Türk Vergi Sistemi(6.basım). Filiz kitabevi. İstanbul.
- Aksöyek, İsmet ve Yalçın, Kürşat (2014). Çözümlü Problemleriyle Finansal Yönetim (2. Baskı). İstanbul Bilgi Üniversitesi Yayınları. İstanbul.
- Apak, Sadi ve Demirel, Engin (2013). Finansal Tablolar: Finansal Tablolar Analizi ve Yatırım Yönetimi (2. Baskı). Papatya Yayıncılık. İstanbul.
- Aydın, Nurhan, Başar, Mehmet ve Coşkun, Metin (2011). Finansal Yönetim (3. Baskı). Detay Yayıncılık. Ankara
- Aydın, Nurhan, Başar, Mehmet ve Coşkun, Metin (2017). Finansal Yönetim. Detay Yayıncılık. Ankara.
- Baltagi, Badi H. (2005). Econometric Analysis of Panel Data, Third Edition, John Wiley & Sons Inc., Chichester.
- Berk, Niyazi (2000). Finansal Yönetim (5.Baskı). Türkmen Kitabevi. İstanbul.
- Berk, Niyazi (2017). Finansal Yönetim (12. Baskı). Türkmen Kitabevi. İstanbul.
- Bhattacharyya, Nalinaksha, Mawani, Amin ve Morrill, Cameron (2003). Dividend Payout and Executive Compensation: Theory and Evidence.
- Bolak, Mehmet (2014). İşletme Finansı. Birsan Yayınevi. İstanbul.

- Brealey, Richard A. Myers, Stewart C. And Marcus, Alan J. (1997). İşletme Finansının Temelleri (Çev. Ünal Bozkurt, Türkan Arıkan Ve Hatice Doğukanlı). Literatür Yayıncılık. İstanbul.
- Brigham, Eugene F. ve Houston, Joel F. (2014). Fundamentals of Financial Management (7th Edition). (Çev. Nevzat Aypek). Nobel Yayıncılık. Ankara.
- Brigham, Eugene F. ve Houston, Joel F. (2016). Fundamentals of Financial Management (14th Edition). (Çev. Nevzat Aypek). Nobel Yayıncılık. Ankara.
- Büyükmirza, H. Kamil (2016). Maliyet Ve Yönetim Muhasebesi: Tekdüzen'e Uygun Bir Sistem Yaklaşımı (21. Baskı). Gazi Kitabevi. Ankara.
- Ceylan, Ali ve Korkmaz, Turhan (2010). İşletmelerde Finansal Yönetim (11. Baskı). Ekin Yayıncılık. Bursa.
- Chambers, Nurgül (2009). Firma Değerlemesi (2. Baskı). Beta Yayıncılık. İstanbul.
- Demirkol, İsmet (2007). Entellektüel Sermayenin Firma Değerine Etkisi ve İMKB'de Sektörel Uygulamalar (1. Baskı). Sermaye Piyasası Kurulu. Ankara.
- Ercan, Metin Kamil, Ünsal, Ban (2014). Değere Dayalı İşletme Finansı; Finansal Yönetim (8. Baskı). Gazi Kitabevi. Ankara.
- Fabozzi, Frank J. ve Peterson, Pamela P. (2003). Financial Management and Analysis (2th Edition). Wiley Finance. United States of America.
- Frankfurter, George and Wood, Bob (2003). Dividend Policy: Theory&Practice. USA: Elsevier Science.
- Gitman, Lawrence J. (1992). Basic Managerial Finance (3th Edition). New York: Herper Collins Publishers.
- Greene, H. William (2003). Econometric Analysis, 5th Edition, Prentice Hall, New Jersey.
- Gujarati, Damodar N. (2003). Basic Econometrics, 4th Edition, The McGraw-Hill Companies, New York.

- Hawes, Terry (2002). The Shareholder Value Series. Canterbury: Financial World Publication
- Horne, James Van ve Wachowicz, John (2008). Fundamentals of Financial Management. (13th Edition). Prentice Hall. Financial Times. Harlow. England.
- Hsiao, Cheng (2003). Analysis of Panel Data. Second Edition. Cambridge University Press. Cambridge. UK.
- Karacan, Ali İhsan ve Erişir Karacan, Esra (2016). Halka Açık Şirketlerde Kar Dağıtımı (1.Baskı). Legal Yayıncılık. İstanbul.
- Karan, Mehmet Baha (2013). Yatırım Analizi ve Portföy Yönetimi (4. Baskı). Gazi Kitabevi. Ankara.
- Kartal, Mustafa Tefik (2018). Finansal Yönetim Temel Teoriler ve Açıklamalı Örnekler (2. Baskı). Seçkin Yayıncılık.
- Karyağdı, Nazmi (1999). Türk Ticaret Kanunu, Sermaye Piyasası Kanunu Kurumlar Ve Gelir Vergisi Kanunu Kapsamında Kar Dağıtımı. Maliye Hesap Uzmanları Derneği. İstanbul.
- Karyağdı, Nazmi (2002). Kâr Dağıtımı ve Vergilendirilmesi (2. Baskı). İstanbul.
- Khang, Kenneth ve King, Tao-Hsien Dolly (2002). Is Dividend Policy Related To Information Asymmetry? Evidence From Insider Trading Gains. University of Wisconsin-Milwaukee.
- Korkmaz, Turhan ve Ceylan, Ali (2015). Sermaye Piyasası ve Menkul Değer Analizi (7. Baskı).Ekin Kitabevi. Bursa.
- Kutlar, Aziz (2017). Eviews İle Uygulamalı Zaman Serileri 1. Adım. Umuttepe Yayınları. 1. Basım. Kocaeli.
- Okka, Osman (2009). Analitik Finansal Yönetim: Teori Ve Problemler. Ankara: Nobel Yayın Dağıtım.
- Okka, Osman (2010a). İşletme Finansmanı (4. Baskı). Nobel Yayın Dağıtım. Ankara.

- Okka, Osman (2010b). Finansal Yönetim Teori ve Çözümlü Problemler (4. Baskı). Nobel Yayın Dağıtım. Ankara.
- Omağ, Aclan (2016). Şirketlerde Kar Payı Dağıtımı (1. Baskı). Nobel Akademik Yayıncılık. Ankara.
- Öncel, Mualla, Kumrulu, Ahmet ve Çağan Nami (2000). Vergi Hukuku (8. Baskı). Turhan Kitabevi. Ankara.
- Özdemir, Muharrem (1999). Finansal Yönetim (2. Baskı). Türkmen Kitabevi. İstanbul
- Pehlivan, Osman (2010). Vergi Hukuku: Genel İlkeler ve Türk Vergi Sistemi. Derya Kitabevi. Trabzon.
- Pignataro, Paul. (2013). Wiley Finance: Financial Modeling and Valuation: A Practical Guide to Investment Banking and Private Equity. John Wiley ve Sons. New Jersey. Canada.
- Sabuncuoğlu, Zeyyat, Tokol, Tuncer (2009). İşletme (7. Baskı). Furkan Ofset. Bursa.
- Tatoğlu, Ferda Yerdelen (2013). Panel Veri Ekomometrisi: Stata Uygulamalı. Beta Basım Yayım. 2. Basım. İstanbul.
- Tatoğlu, Ferda Yerdelen (2016). Panel Veri Ekomometrisi: Stata Uygulamalı. Beta Basım Yayım. 4. Basım. İstanbul
- Tatoğlu, Ferda Yerdelen (2018). Panel Zaman Serileri Analizi: Stata Uygulamalı. Beta Basım Yayım. 2. Basım. İstanbul
- Tevfik, Arman T., Tevfik, Gürman (2018). Kurumsal Finansın Temelleri (1. Baskı). İstanbul: Beta Yayıncılık.
- Türko, Metin (2002). Finansal Yönetim (2. Baskı). Alfa Basım. İstanbul.
- Usta, Öcal (2008). İşletme Finansı ve Finansal Yönetim (3. Baskı). Ankara: Detay Yayıncılık.

Kaynak Tezler

- Aghabaki, Mehdi (2014). Kurumsal Yönetim İlkeleri İle Firma Değeri Ve Hisse Senedi Getiri Oranı Arasındaki İlişkisi: İMKB’de Bir Uygulama. Yayınlanmamış Doktora Tezi. Atatürk Üniversitesi. Sosyal Bilimler Enstitüsü. Erzurum.
- Alaa, A. Salih Al Saedi (2010). The Effect of Dividend Policy on Market Value UK Empirical Study. Degree of Doctor Thesis. DurhamUniversity. England/Durham.
- Armağan, Seher (2007). Kar Dağıtım Politikalarının Bireysel Yatırımcı Kararları Üzerine Etkileri Ve Bir Uygulama. Yüksek Lisans Tezi. Süleyman Demirel Üniversitesi. Sosyal Bilimler Enstitüsü. Isparta.
- Arslan, Merve (2016). Firma Temettü Ödemeleri İle Firma Değeri Arasındaki İlişki ve BİST 100’de Bir Uygulama. Yüksek Lisans Tezi. Pamukkale Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü. Denizli.
- Aydın, Alev Dilek (2014). The Relationship Between Ownership Structure And Dividend Policy: Empirical Evidence From Borsa Istanbul (Bist). Yayınlanmamış Doktora Tezi. Marmara Üniversitesi. Sosyal Bilimler Enstitüsü. İstanbul.
- Aydın, Gökhan (2009). Marka Değeri Ve Finansal Performans. Kısaltılmış Doktora Tezi. Mürettebat Reklamcılık. İSO Yayınları. İstanbul.
- Belkayalı, Nur (2004). Temettü Dağıtım Şirketlerinin Firma Değerine Etkisi ve İMKB 100 Endeksindeki firmalar üzerine bir inceleme. Yüksek Lisans Tezi. Gazi Üniversitesi. Sosyal Bilimler Enstitüsü. Ankara.
- Binici, Ömer (2017). Finansal Risk Yönetiminin Firma De Eri Zerine Etkileri: BİST Sınai Ve Alt Sektörlerinde Bir Uygulama. Yayınlanmamış Doktora Tezi. Atatürk Üniversitesi. Sosyal Bilimler Enstitüsü. Erzurum.
- Bostancı, Faruk (2017). Kar Dağıtım Kararının Belirleyicileri: Borsa İstanbul Şirketleri Üzerine Dinamik Panel Veri Analizi. Yayınlanmamış Doktora Tezi. Ankara Üniversitesi. Sosyal Bilimler Enstitüsü. Ankara.

- Boztosun, Derviş (2006). Temettü Dağıtma Kararının Farklı Piyasalarda Hisse Senedi Fiyatına Etkisinin Mukayeseli Olarak İncelenmesi. Yayınlanmamış Doktora Tezi. Gazi Üniversitesi. Sosyal Bilimler Enstitüsü. Ankara.
- Bölük, Şerif (2015). Anonim Şirketlerde Kar Dağıtımı. Yüksek Lisans Tezi. Okan Üniversitesi. Sosyal Bilimler Enstitüsü. İstanbul.
- Büyükkonuklu, Buket (2011). Firma Değeri İle Sermaye Yapısının İlişkisinin Matematiksel Modellerle İncelenmesi. Yüksek Lisans Tezi. Gaziantep Üniversitesi. Sosyal Bilimler Enstitüsü. Gaziantep.
- Çam, Alper Veli (2010). Ülke Riskinin Firma Değeri Üzerine Etkisi: İMKB'ye Kayıtlı Firmalar Üzerinde Bir Uygulama. Yayınlanmamış Doktora Tezi. Selçuk Üniversitesi. Sosyal Bilimler Enstitüsü. Konya.
- Çolak, Mustafa (2009). Anonim Şirketlerde Kar Payı Hakkı. Yüksek Lisans Tezi. Kırıkkale Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü. Kırıkkale.
- Demirel, Ebru (2014). Temettü Dağıtım Politikasının Firma Değeri Üzerine Etkisi ve BİST 30 Endeksinde Bir Uygulama, Yüksek Lisans Tezi, Selçuk Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, Konya
- Düzer, Murat (2008). Finansal Analizde Kullanılan Oranlar ve Firma Değeri İlişkisi, İMKB'de Bir Uygulama. Yüksek Lisans Tezi. Sakarya Üniversitesi. Sosyal Bilimler Enstitüsü. Sakarya.
- Efecik, Gülin (2006). Firma Değeri Ve Kamuyu Aydınlatma İlişkisi: İMKB'de Bir Uygulama. Yüksek Lisans Tezi. Ankara Üniversitesi. Sosyal Bilimler Enstitüsü. Ankara.
- Engin, Yeşim (2006). Anonim Şirketlerde Kar Payı Dağıtımı. Yüksek Lisans Tezi. Kocaeli Üniversitesi. Sosyal Bilimler Enstitüsü. Kocaeli.
- Ghollenji, Iraj Molaei (2015).Hisse Başına Temettü Üzerinde Etkili Olan Faktörlerin Panel Veri ve Genetik Algoritma İle Değerlendirilmesi: Borsa İstanbul'da Bir Uygulama. Yayınlanmamış Doktora Tezi. Atatürk Üniversitesi. Sosyal Bilimler Enstitüsü. Erzurum.

- Grinstein, Yaniv ve Michaely, Roni (2003). Institutional Holdings and Payout Policy. Cornell University.
- Güngör, Selim (2012). Sahiplik Yapısı ve Temettü İlişkisi: İMKB’de Bir Uygulama, Yüksek Lisans Tezi, Hitit Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Çorum.
- Gürel, Eymen (2008). Kar Dağıtım Politikalarının Etkinliği ve İMKB Uygulaması. Yayınlanmamış Doktora Tezi. Ankara Üniversitesi. Sosyal Bilimler Enstitüsü. Ankara.
- İleri, Feride (2016). Nakit Kar Payı Ödemesinin Firma Değeri Üzerine Etkisi: Türkiye’de Otomotiv Sektörü Üzerine Bir Uygulama. Yüksek Lisans Tezi. Gazi Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü. Ankara.
- İnci, Cihan (2014). Finansal Yönetim Kararlarının Firmanın Karlılığı ve Piyasa Değeri Üzerindeki Etkileri: BİST’deki Sanayi Şirketleri Üzerine Bir Panel Veri Uygulaması. Yayınlanmamış Doktora Tezi. Bülent Ecevit Üniversitesi. Sosyal Bilimler Enstitüsü. Zonguldak.
- Kaba, Fettah (2009). Kar Payı Dağıtımının Firma Değeri Üzerine Etkisi ve Bir Uygulama. Yüksek Lisans Tezi. Sakarya Üniversitesi. Sosyal Bilimler Enstitüsü. Sakarya.
- Kaplanoğlu, Emre (2005). Temettü Politikası Teorileri ve İMKB’de Ampirik Bir Çalışma. Yüksek Lisans Tezi. Pamukkale Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, Denizli.
- Karaca, Süleyman Serdar (2007). Şirketlerin Kâr Dağıtım politikası ve Kâr Payı Ödeme Şekillerinin Firma Değerine Etkisinin Analizi ve İstanbul Menkul Kıymetler Borsası’nda Bir İnceleme. Yayınlanmamış Doktora Tezi. İnönü Üniversitesi. Sosyal Bilimler Enstitüsü. Malatya.
- Karakılıç, Ali Burak (2018). Kurumsal Yönetim Uygulamalarının Firma Değerine Etkisi: Türkiye Uygulaması. Yüksek Lisans Tezi. İstanbul Üniversitesi. Sosyal Bilimler Enstitüsü. İstanbul.

- Kaya, Atakan (2014). Kar Payı Dağıtım Kararlarının Hisse Senedi Fiyatı Üzerine Etkisi: Borsa İstanbul'da Bir Uygulama. Yüksek Lisans Tezi. Dokuz Eylül Üniversitesi. Sosyal Bilimler Enstitüsü. İzmir.
- Kırbaş, Ayhan (2015). Temettü Duyurularının Hisse Senedi Getirilerine Olan Etkilerinin Analizi: Borsa İstanbul Şirketlerinde Bir Uygulama. Yayınlanmamış Doktora Tezi. Başkent Üniversitesi. Sosyal Bilimler Enstitüsü. Ankara.
- Kurtuldu, Aysu (2007). Hastane İşletmelerine Özgü Firma Değerleme Yöntemleri ve Bir Hastane Uygulaması. Yüksek Lisans Tezi. Gazi Üniversitesi. Sosyal Bilimler Enstitüsü. Ankara.
- Mahamoodally, Asheera Husniyah (2017). The Extent Of Financial Crisis' Impact On The Dividend Distribution Behavior Of Selected Listed Financial Sector Firms: Empirical Evidence From The Us, Uk, And Turkey. Yüksek Lisans Tezi. Marmara Üniversitesi. Sosyal Bilimler Enstitüsü. İstanbul.
- Oğuz, Sevil (2017). Makroekonomik Faktörlerin Firma Değeri Tespitine Etkisi: BİST'te Bir Uygulama. Yüksek Lisans Tezi. Kastamonu Üniversitesi. Sosyal Bilimler Enstitüsü. Kastamonu.
- Omağ, Aclan (2007). İşletmelerde Kar Dağıtım Politikasının İşletmenin Büyüme ve Pazar Değerine Etkileri: Teorik ve Uygulamalı Yaklaşım. Yayınlanmamış Doktora Tezi. Marmara Üniversitesi. Bankacılık ve Sigortacılık Enstitüsü. İstanbul.
- Sandıkçı, Muhammed (2014). İşletmelerde Kar Payı Dağıtım Politikaları Ve Finansal Performans Üzerine Etkileri: Borsa İstanbul'da Ampirik Bir Çalışma. Yüksek Lisans Tezi. Selçuk Üniversitesi. Sosyal Bilimler Enstitüsü. Konya.
- Saraoğlu, Ahmet Cihan (2017). Stock Price Reactions To Dividend Changes: A Comparative Test Of Signalling Theory And Market Efficiency In The Emerging Emea Stock Markets. Yayınlanmamış Doktora Tezi. Kadir Has Üniversitesi. Sosyal Bilimler Enstitüsü. Kayseri.

- Savsar, Arif (2012). Finansal Oranlarla Firma Değeri Arasındaki İlişki ve İstanbul Menkul Kıymetler Borsası'nda Bir Uygulama. Yüksek Lisans Tezi. Gaziosmanpaşa Üniversitesi. Sosyal Bilimler Enstitüsü. Tokat.
- Sevinç, Ahmet (2008). Firma Değerini Etkileyen Unsurlar ve Nakit Akışı Metoduna İlişkin Bir Uygulama. Yüksek Lisans Tezi. Kadir Has Üniversitesi. Sosyal Bilimler Enstitüsü. İstanbul.
- Şanlı, Özgün (2018). İşletmelerde Kar Payı Dağıtım Politikalarının Firma Değeri Üzerine Etkisi: BİST 30 Endeksi Üzerine Bir Uygulama. Yüksek Lisans Tezi. Mehmet Akif Ersoy Üniversitesi. Sosyal Bilimler Enstitüsü. Burdur.
- Taşçı, Hazal (2017). Finansal Krizlerin Firmaların Temettü Politikasına Etkisi: 2008 Krizi Temelinde BİST 100 Endeksi'nde Listelenen Firmalar Üzerine Bir Uygulama. Yüksek Lisans Tezi. Mersin Üniversitesi. Sosyal Bilimler Enstitüsü. Mersin.
- Temizer, Zekiye (2015). Finansal Analizde Kullanılan Oranlar İle Firma Değeri İlişkisi: BİST'te Bir Uygulama. Yüksek Lisans Tezi. Karadeniz Teknik Üniversitesi. Sosyal Bilimler Enstitüsü. Trabzon.
- Uyan, Özgül (2018). Küresel Krizin Dış Ticaret Sermaye Şirketlerinin İşletme Performansına Etkisi: Dinamik Panel Veri Analizi. Yayınlanmamış Doktora Tezi. İstanbul Gelişim Üniversitesi. Sosyal Bilimler Enstitüsü. İstanbul.
- Ünlü, Seyhan (2008). Firma Değeri ve Alternatif Değerleme Yaklaşımları. Yüksek Lisans Tezi. Marmara Üniversitesi. Sosyal Bilimler Enstitüsü. İstanbul.
- Ünsal, Nurettin (1998). İşletmelerde Temettü Politikasının Firma Değeri Üzerine Etkisi ve Bir Uygulama. Yüksek Lisans Tezi. Niğde Üniversitesi. Sosyal Bilimler Enstitüsü. Niğde.
- Yıldız, Berk (2012). Firmalarda Temettü Politikalarını Etkileyen Unsurlar: İ Sanayi İşletmeleri Üzerine Bir Panel Veri Uygulaması. Yayınlanmamış Doktora Tezi. Bülent Ecevit Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, Zonguldak.
- Yücel, İlhami (2001). Türkiye'deki Halka Açık Anonim Şirketlerin Sermaye Yapılarının Ve Kar Dağıtım Politikalarının Firma Değeri Üzerindeki Etkisi.

Yüksek Lisans Tezi. Atatürk Üniversitesi. Sosyal Bilimler Enstitüsü.
Erzurum.

Kaynak Makaleler/Dergiler

Abdulai, Awudu, Ramcke, Linda (2009). “The Impact of Trade and Economic Growth on the Environment: Revisiting the Cross-Country Evidence”, Kiel Working Paper. No. 1491.

Alkan, Gönül İpek ve Demireli, Erhan (2007).Türkiye’de Kullanılan Bazı Şirket Değerleme Yöntemleri ve Bir Uygulama. Dokuz Eylül Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi.

Altan, Mikail, ve Arkan, Ferhat (2011). Relationship Between Firm Value And Financial Structure: A Study On Firms In ISE Industrial Index. Journal of Business ve Economics Research, 9(9), s. 61–65.

Anbar, Adem (2006). “Hisse Senetleri İMKB’de işlem gören işletmelerde Kâr Payı Dağıtım Politikası”, Mali Çözüm Dergisi, Sayı:75 ss: 217-228

Arslan, Özgür (2008). Firma Yöneticilerinin Temettü Dağıtımlarına Dair Algıları. Hacettepe Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi. Cilt 26. Sayı 1. ss 85-98.

Balcı, Baki Rıza (2012). Yeni Muhasebe Düzeninde Mali Kar Hesaplamaları. Dokuz Eylül Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi. Cilt.27 Sayı.1 ss.159-179.

Çelik, Sibel (2013). Kâr Payı Politikası Ve Yaşam Döngüsü Teorisi: İMKB İmalat Sektöründe Ampirik Bir Uygulama. Anadolu Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi, 2, 115-122.

Demir, Volkan ve Bahadır, Oğuzhan (2007). UFRS (TFRS)’deki Değerleme Ölçüleri Kapsamında Şirket Değerlemesinde Defter Değeri Yaklaşımı. Muhasebe ve Denetime Bakış Dergisi. Yıl 7. Sayı 23. ss. 65-79

Eraslan, Mehmet, Koç, Selahattin (2017). Kar Payı Ödemelerinin Hisse Başına Kara Etkisinin Analizi: Bist Çimento Sektöründe Bir Uygulama. Injosos Al-Farabi

International Journal On Social Sciences/ Al-Farabi (Uluslararası Sosyal Bilimler Dergisi). Cilt 1. Sayı 2. Ss.158-180

Ertaş, Fatih Coşkun ve Karaca, Süleyman Serdar (2010). Kar Dağıtımının İlanı ve Gerçekleşmesi Arasında Geçen Sürenin Firma Değerine Etkisi. Muhasebe ve Finansman Dergisi. Sayı 47. Ss 58-68.

Ertuğrul, Murat (2008), “Değer-Fiyat Ayrımı ve İşletme Değeri: Kuramsal Bir Bakış”. Eskişehir Osmangazi Üniversitesi İİBF Dergisi.3(2). 143-154.

Günalp, Burak, Kadioğlu, Eyüp ve Kılıç, Saim (2010). Nakit Temettü Bilgisinin Hisse Senedi Getirisi Üzerinde Önemli Bir Etkisi Olup Olmadığının İMKB’de Test Edilmesi. H.Ü. İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi, 28(2), ss:47-69.

inbook: Finansal Yönetim, Edition: 1, Chapter: 18, Publisher: Seçkin, Editors: Yrd. Doç. Dr. Aysel Gündoğdu, pp.449-478

Kehl, Donald (1939). The Origin of Early Development of American Dividend Law, Harvard Law Review, Vol. 53, ss. 36-67.

Koç, Selahattin, Şenol, Zekai ve Çevik, Mustafa (2018). Türkiyede Faaliyette Bulunan Sigorta Şirketlerinin Finansal Performans Analizi: 2006-2015. Gazi İktisat ve İşletme Dergisi. Sayı 4(1). Ss.25-38.

Konak, Fatih ve Kendirli, Selçuk (2013) Kar Payı Politikalarının Hisse Senedi Fiyatı Üzerindeki Etkisi: Bist Banka Endeksi Uygulaması. Muğla 17. Finans Sempozyumu. ss. 92-99.

Kothari, S.P., 2001. Capital Markets Research İn Accounting. Journal of Accounting and Economics 31, 105-231.

Lintner, John (1956). Distribution of Incomes of Corporations Among Dividends, Retained Earnings, and Taxes. The American Economic Review. Vol. 46. No. 2. pp. 97-113.

- Mutan, Oya Can ve Çanakçı, Ekrem (2007). Makro ekonomik Etkilerin Hisse senedi Piyasası Üzerindeki Etkileri. SPK Yayınları (Kamuya Acık) Araştırma Dairesi. Ankara.
- Naser, Kamal, Nuseibeh, Rana ve Rashed, Wojoud (2013). Managers' Perception Of Dividend Policy: Evidence From Companies Listed On Abu Dhabi Securities Exchange. *Issues in Business Management and Economics*. Vol. 1(1). Ss 001-012.
- Özaltın, Seher, Ersoy, Ersan ve Bekci, İsmail (2015). Kar Dağıtım Politikasının Bireysel Yatırımcıların Yatırım Kararları Üzerine Etkisi. *Süleyman Demirel Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi (Suleyman Demirel University The Journal of Faculty of Economics and Administrative Sciences)*. Cilt 20. Sayı 2. ss. 397-411.
- Pazarlıoğlu, M. Vedat ve Gürler, Kiren Özlem (2007). Telekomünikasyon Yatırımları ve Ekonomik Büyüme: Panel Veri Analizi. *Finans Politik& Ekonomik Yorumlar Dergisi*. Cilt 44. Sayı 508.
- Pekkaya, Mehmet (2006). Kâr Dağıtımının Şirket Vergi Üzerine Etkisi: İMKB 30 Endeks Hisselerine Bir Analiz. *Zonguldak Karaelmas Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi*, 4, 183-209.
- Saban, Metin ve Köse, Yasemin (2002). Anonim Şirketlerde Kâr Dağıtım Politikası Üzerindeki Yasal Sınırlamalar. *Mali Çözüm Dergisi*, 61, 145-164.
- Sakarya, Şakir, Çalış, Nevzat ve Kayacan, Mehmet Arif (2018). Temettü Ödeme Duyurularının Hisse Senedi Fiyatlarına Etkisinin Ölçülmesi: Borsa İstanbul'da Bir Uygulama. *Sakarya İktisat Dergisi (The Sakarya Journal Of Economics)*. Cilt 7. Sayı 2. ss. 92-106.
- Süsay, Aynur ve Tanrıöven, Cihan (2018). BİST'te Fiyat Oynaklığı Üzerine Kar Payı Dağıtımının Etkisi, *İşletme Araştırmaları Dergisi (Journal of Business Research-Türk)*. ss:103-118.
- Şenol, Zekai ve Karaca, Süleyman Serdar (2017). Finansal Risklerin Firma Değeri Üzerine Etkisi: BİST Örneği. *Gazi İktisat ve İşletme Dergisi*. Ss 1-18

Vergil, Hasan ve Karaca, Coşkun (2010). Gelişmekte Olan Ülkelere Yönelik Uluslararası Sermaye Hareketlerinin Ekonomik Büyüme Üzerindeki Etkisi: Panel Veri Analizi. Ege Akademik Bakış (Ege Academic Review). Cilt no: 10. Sayı: 4. ss. 1207-1216.

Yılmaz, Mustafa Kemal (2003). Hisse Senetleri İMKB'de İşlem Gören Şirketlerin Temettü Politikaları Üzerine Bir Analiz: Nakit Temettü-Sektör Davranış İlişkisi. İMKB Dergisi. Cilt 7. Sayı 25-26. Ss. 17-40.

İnternet Kaynakları

Allen, Franklin, Bernardo, Antonio E. ve Welch, Ivo (2000). A Theory of Dividends Based on Tax Clienteles. The Journal of Finance. Vol LV. No. 6. December. ss 2499-2536.

<http://finance.wharton.upenn.edu/~allenf/download/Vita/dividends.pdf> (28.02.2019).

Borsa terimleri sözlüğü. <http://www.vborsa.com/borsa-terimleri-sozlugu/> (1 Aralık 2018).

Fernandez, Pablo (2004). Company Valuation Methods The Most Comman Erors İn Valuations. Working Papers. WP No 449. University of Navarra. Spain. <https://notendur.hi.is/ajonsson/kennsla2006/Valuation.pdf> (10.01.2019).

Güleryüz, Feramuz. “Değer Odaklı Yönetim”, ASOMEDYA, Mart 2005, http://www.aso.org.tr/kurumsal/media/kaynak/TUR/asomedyamart2005/buyutec_mart2005.html (04.01.2019)

Kök, Rıdvan ve Şimşek, Nevzat (2009). Panel Veri Analizi. Erişim Tarihi: <http://debis.deu.edu.tr/userweb//recep.kok/dosyalar/panel2.pdf> (29.05.2019)

Ross, Stephen A.,Westerfield, Randolph W. ve Jordan, Bradford D. (2010). Fundamentals of Corporate Finance (9th Edition). McGraw-HillIrwin. New York. United States.

<http://www.aep.neu.edu.vn/FileManager/ThuVien/166085925-Ross-Westerfield-Jordan-Fundamentals-of-Corporate-Finance-9th-Ed-20101.pdf> (02.03.2019).

TDK. 2018, büyük Türkçe sözlük.

http://www.tdk.gov.tr/index.php?option=com_bts&arama=kelime&guid=TDK.GTS.5c0938fd010fc8.43988354 (01.12.2018).

TSPAKB (2012). Türkiye Sermaye Piyasası Aracı Kuruluşları Birliği. Temel Finans Matematiği, Değerleme Yöntemleri, Muhasebe ve Maliyet Analizi.
https://finansguncesi.files.wordpress.com/2014/03/temel_finans_matematigi_ekim_2012.pdf (10.01.2019)

Tunay, K. Batu (2009). Türk Bankacılık Sektöründe Rekabet ve Kırılganlık. Bankacılar Dergisi. Sayı. 68.
<https://www.tbb.org.tr/Dosyalar/Dergiler/Dokumanlar/68.pdf> (25.06.2019)

<http://www.finnet.com.tr/tr/> (16.01.2019)

http://www.ekonomikorumlar.com.tr/files/articles/152820004080_4.pdf
(29.06.2019).

<http://www.kap.org.tr/tr/> (16.01.2019)

<http://www.kardemymm.com.tr/vitamin/sirketin-kendi-paylarini-satin-almasi-durumunda-hassas-vergi-konulari/> (11.02.2019).

<http://yirmisekiz.net/2017/05/19/gelir-vergisinin-teorik-esaslari/> (20/11/2018)

ÖZGEÇMİŞ

KİŞİSEL BİLGİLER

Adı Soyadı : Bayram YALDIZ
Uyruğu : TC
Doğum Tarihi ve Yeri : 14.03.1994 / Sivas
e-posta : bayram.yaldizz@gmail.com

EĞİTİM

Derece	Kurum	Mezuniyet Yılı
Lisans	Sivas Cumhuriyet Üniversitesi	2016
Yüksek Lisans	Sivas Cumhuriyet Üniversitesi	2019

İŞ TECRÜBESİ

Tarih	Kurum	Görev
2019	Sivas Cumhuriyet Üniversitesi	Stajyer öğrenci

YABANCI DİL BİLGİSİ

KPDS () **YÖKDİL (71,25)** **TOEFL ()** **EILTS ()**